



الموضوع

أثر سيولة السوق على عائد سوق الأوراق المالية
دراسة حالة بورصة عمان للأوراق المالية 2000-2015.

مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص : مالية ونقود.

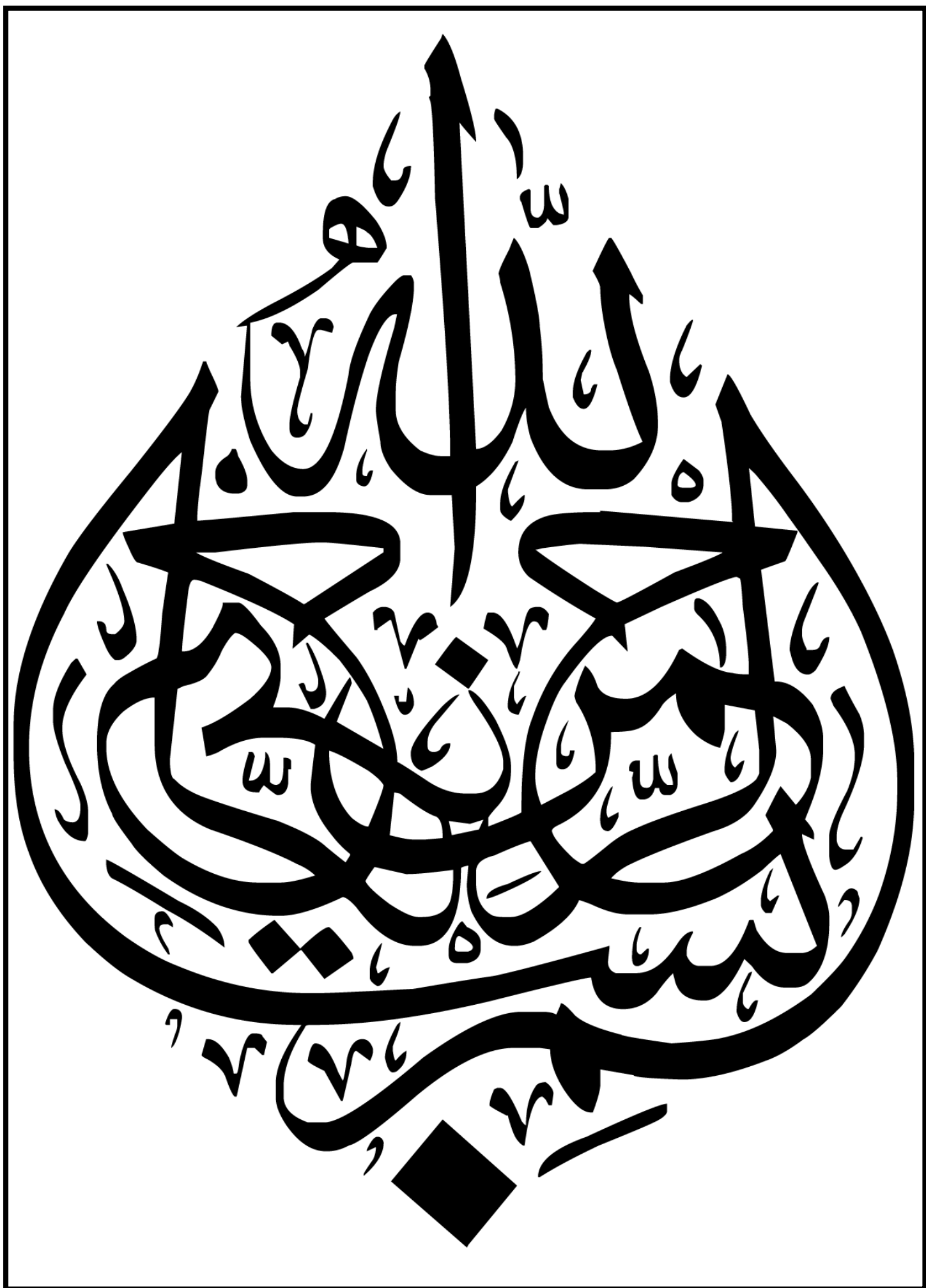
إشراف الأستاذ(ة):

■ علي بوعبد الله

إعداد الطالب(ة):

■ ساعد دخيلي

السنة الجامعية : 2016-2017



الخطص

الملخص:

من المسلم أنه في الواقع يمكن أن تحقق عملية شراء أو بيع الأسهم من قبل المضارب أو من قبل الفرد العادي المستثمر الراغب بالدخول إلى أسواق المال أرباحاً جيدة ، كما يمكن أن تتحقق خسارة كبيرة ، وهذا يكون من خلال الفارق سعري بين سعر الشراء و سعر البيع الذي يتحدد من خلال قانون العرض و الطلب ومن جانب آخر نجد أن سوق الأوراق المالية وخاصة البورصة تتأثر بالأحوال و الأوضاع الاقتصادية و كذا بالآثار الناتجة عن المضاربة وكذا الأحداث السياسية ، و بالإضافة إلى العوامل النفسية للمستثمرين ، و هذا ما ينعكس في حجم التداول في الأسواق المالية ككل ، و بالتالي التأثير على عوائد الأسهم للمكتتبين أو عائد السوق ككل ولذلك ارتأينا أن نبين أهم محددات عائد السوق و واهم العوامل المؤثرة فيه من داخل السوق بالخصوص سيولة السوق بالإضافة للعوامل الخارجية التي لا تقل أهمية ، فوجدنا أن سيولة سوق الأوراق المالية لها علاقة طردية مع مؤشر العام السوق وهذا ما ينعكس بطبيعة الحال على عائد السوق.

و من خلال الدراسة التطبيقية وصلنا إلى أن أثر سيولة السوق على عائد السوق ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية، وباستخدام المنهج القياسي لدراسة بورصة عمان للأوراق المالية وجدنا هناك علاقة ارتباط متوسط موجب بين مؤشر السيولة و عائد السوق المالي خلال فترة الدراسة.

الكلمات المفتاحية: سوق الأوراق المالية - الأسهم - سيولة سوق الأوراق المالية - عائد السوق .

Il est reconnu que, en fait, peut vérifier l'achat ou la vente d'actions par un spéculateur ou par l'accès des investisseurs individuels désireux ordinaires aux marchés financiers de bons bénéfices, il peut également être réalisé une grande perte, ce qui est par la différence de prix entre le prix d'achat et la vente du prix du déterminé par la loi de l'offre et de la demande d'autre part, nous constatons que le marché boursier, en particulier le marché boursier sont touchés par des conditions météorologiques et économiques, ainsi que les effets résultant de la spéculation, ainsi que des événements politiques, et en plus des facteurs psychologiques pour les investisseurs, et cela se reflète dans le volume des transactions sur les marchés financiers entiers et donc les variances en stock revient aux actionnaires, le rendement du marché dans son ensemble, donc nous avons décidé de montrer les déterminants les plus importants de rendement du marché et les facteurs les plus importants qui influent de l'intérieur du marché, en particulier, la liquidité du marché, ainsi que des facteurs externes qui sont tout aussi importants, nous avons constaté que la liquidité du marché boursier a une corrélation positive avec l'indice général du marché et ce qui se reflète naturellement sur le taux de rendement du marché.

Et à travers l'étude appliquée nous avons atteint que l'impact de la liquidité du marché sur le taux de rendement du marché est statistiquement significatif au niveau abstrait, et en utilisant l'approche standard pour l'étude de la Bourse de Amman et trouvé il y a une corrélation positive moyenne entre l'indice de liquidité et le taux du marché financier de rendement au cours de la relation de la période d'étude.

Mots-clés : marché boursier –action- liquidité de marché boursier- revenu de marché.

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتوى
-	البسمة
I	إهداء
II	ملخص باللغة العربية
III	ملخص باللغة الفرنسية
IV-VI	فهرس المحتويات
IV	قائمة الجداول
IV	قائمة الأشكال
IV	قائمة الملاحق
أ- و	المقدمة العامة
34-2	الفصل الأول: ماهية سوق الأوراق المالية و عائد السوق
2	تمهيد
11-3	المبحث الأول: مكونات و وظائف سوق الأوراق المالية.
03	المطلب الأول: مكونات سوق الأوراق المالية.
03	الفرع الأول: هيكل الأسواق المالية
05	الفرع الثاني: مفهوم سوق الأوراق المالية و أقسامها
08	المطلب الثاني: خصائص و وظائف سوق الأوراق المالية
08	الفرع الأول: خصائص سوق الأوراق المالية
09	الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية
10	المطلب الثالث: الأهمية الاقتصادية لسوق الأوراق المالية.
21-12	المبحث الثاني: الإطار التنظيمي لسوق الأوراق المالية
12	المطلب الأول: الأطراف المتدخلة في سوق الأوراق المالية
12	الفرع الأول: هيئات تنظيم و مراقبة البورصة.
13	الفرع الثاني: المتعاملون في البورصة.
14	الفرع الثالث: الوسطاء الماليون.
15	المطلب الثاني: أوامر البورصة.
15	الفرع الأول: أوامر محددة لسعر التنفيذ.
16	الفرع الثاني: أوامر خاصة.
16	المطلب الثالث: الأسهم والسندات في سوق الأوراق المالية.
16	الفرع الأول: الأسهم.

19	الفرع الثاني: السندات.
33-21	المبحث الثالث: مفهوم عائد سوق الأوراق المالية.
21	المطلب الأول: مفهوم عائد سوق الأوراق المالية.
21	الفرع الأول: مفهوم العائد.
23	الفرع الثاني: تعريف مؤشرات سوق الأوراق المالية.
28	الفرع الثالث: طرق حساب المؤشرات و العائد
33	المطلب الثاني: محددات عائد سوق الأوراق المالية.
34	خلاصة الفصل.
64-37	الفصل الثاني: ماهية سيولة سوق الأوراق المالية و علاقتها بعائد السوق.
37	تمهيد
44-38	المبحث الأول: ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية.
38	المطلب الأول: تعريف كفاءة السوق و علاقتها بسيولة سوق الأوراق المالية.
38	الفرع الأول: تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية.
39	الفرع الثاني: مقومات السوق الكفاء و علاقتها بسيولة السوق.
42	المطلب الثاني: أنواع و صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية.
42	الفرع الأول: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية.
43	الفرع الثاني: صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية.
52-45	المبحث الثاني: مفهوم السيولة و علاقتها بدرجة تطور سوق الأوراق المالية.
45	المطلب الأول: تعريف سيولة سوق الأوراق المالية و محدداتها.
45	الفرع الأول: تعريف سيولة سوق الأوراق المالية.
46	الفرع الثاني: علاقة السيولة بدرجة تطور سوق الأوراق المالية.
48	المطلب الثاني: محددات سيولة سوق الأوراق المالية و مؤشرات قياسها.
48	الفرع الأول: محددات سيولة سوق الأوراق المالية.
51	الفرع الثاني: مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق المالية.
63-53	المبحث الثالث: أهمية المعلومات و اتجاهات رفع الكفاءة و السيولة في سوق الأوراق المالية.
53	المطلب الأول: أهمية المعلومات و تأثيرها على سوق الأوراق المالية.
54	المطلب الثاني: اتجاهات رفع الكفاءة وتحسين السيولة في سوق الأوراق المالية.
56	المطلب الثالث: دور صانع السوق في تحقيق سيولة أكثر و كفاءة أكبر لسوق الأوراق المالية.
56	الفرع الأول: مفهوم صانع السوق و مهامه.
57	الفرع الثاني: أهمية صانع السوق.

58	الفرع الثالث: واقع صانع السوق في الدول المتقدمة و الدول العربية.
60	المطلب الرابع: علاقة السيولة بعائد السوق في سوق الأوراق المالية.
60	الفرع الأول: الأزمات المالية و أهم نتائجها علة أسواق رأس المال.
63	الفرع الثاني: علاقة السيولة بعائد السوق في سوق الأوراق المالية.
64	خلاصة الفصل
88-65	الفصل الثالث: دراسة تطبيقية في بورصة عمان للأوراق المالية 2000-2015.
70-65	المبحث الأول: ماهية بورصة عمان للأوراق المالية.
65	المطلب الأول: نشأة سوق الأوراق المالية الأردنية.
67	المطلب الثاني: الإصلاحات الهيكلية لسوق رأس المال الأردني.
70	المطلب الثالث: أهداف بورصة عمان للأوراق المالية.
81-70	المبحث الثاني: مؤشرات بورصة عمان للأوراق المالية.
70	المطلب الأول: المؤشر العام لبورصة عمان للأوراق المالية.
72	المطلب الثاني: تطور مؤشرات بورصة عمان للأوراق المالية.
72	الفرع الأول: تطور مؤشر عدد الشركات المدرجة في السوق.
75	الفرع الثاني: تطور مؤشر رسملة السوق.
77	الفرع الثالث: تطور مؤشر سيولة السوق.
79	الفرع الرابع: تطور المؤشر العام و عائد السوق.
87-82	المبحث الثالث: قياس أثر سيولة السوق على عائد بورصة عمان للأوراق المالية.
82	المطلب الأول: توصيف النموذج.
83	المطلب الثاني: طريقة القياس و نتائج التقدير.
87	المطلب الثالث: تقييم النموذج.
88	خلاصة الفصل
-	قائمة الملاحق
-	قائمة المراجع

قائمة الحداول

فهرس الجداول

الصفحة	العنوان	الجدول
70	تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية 2000-2015.	جدول (01)
72	تطور مؤشر رسملة السوق في بورصة عمان للأوراق المالية 2000-2015.	جدول (02)
74	تطور مؤشر سيولة السوق في بورصة عمان للأوراق المالية 2000-2015.	جدول (03)
76	تطور المؤشر العام و عائد السوق في بورصة عمان للأوراق المالية 2000-2015.	جدول (04)
81	نتائج اختبار الانحدار الخطي المتعدد للنموذج المقترح.	جدول (05)
82	نتائج اختبار الانحدار الخطي المتعدد للنموذج المقترح.	جدول (06)

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
71	تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية 2000-2015.	01
73	تطور رسملة السوق لبورصة عمان للأوراق المالية 2000-2015.	02
75	تطور مؤشرات سيولة السوق (معدل حجم التداول و معدل دوران السهم) في بورصة عمان للأوراق المالية 2000-2015.	03
77	تطور المؤشر العام لبورصة عمان للأوراق المالية 2000-2015.	04

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
100	المؤشرات الإحصائية لبورصة عمان 1999-2003	01
101	المؤشرات الإحصائية لبورصة عمان 2004-2008	02
102	المؤشرات الإحصائية لبورصة عمان 2009-2013	03
103	المؤشرات الإحصائية لبورصة عمان 2011-2015	04
104	إحصائيات بورصة عمان للفترة Q42009-Q12017	05

المقدمة العامة

لقد أثبتت الأسواق المالية جدارتها و قوتها في تحريك الاقتصاد القومي نحو النمو والتطور وتحقيق التنمية ، و في ظل العولمة الاقتصادية والمالية والنظام المالي الدولي الجديد ، يعتبر الاقتصاديون هذه الأسواق المالية مرآة حقيقية تعكس حقيقة الأوضاع الاقتصادية لأية دولة، كما تعكس حقيقة أوضاع الشركات المقيدة في هذه الأسواق المالية ، حيث تلعب سوق الأوراق المالية دورا حيويا في تعبئة الموارد والمدخرات وتهيئتها للاستثمار في جو ملائم ، وبالتالي بعث الحيوية في القطاعات الاقتصادية المختلفة وهذا يعتمد على كفاءة وعمق هذه السوق ، و بالتالي قدرتها على جذب أكبر للمدخرات وتشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وخاصة الأسهم منها، فهي قد تكون مصدر ثراء العديد من المستثمرين وفي المقابل مصدر شقاء وإفلاس الآخرين من المستثمرين.

وفي الواقع يمكن أن تحقق عملية شراء أو بيع الأسهم من قبل المضارب أو من قبل المستثمر الراغب بالدخول إلى سوق الأوراق المالية من خلال ما تعرضه السوق من أوامر بيع أو شراء فتتحدد أسعار العمليتين البيع أو الشراء من خلال العرض و الطلب(قانون العرض والطلب) فتتحقق هنا أرباحا معتبرة ، كما يمكن أن تتحقق خسارة كبيرة من خلال فارق الأسعار ، وفي المقابل نجد أن سوق الأوراق المالية و خاصة البورصة تتأثر بالأحوال و الأوضاع الاقتصادية و كذا بالآثار الناتجة عن المضاربة و كذا الأحداث السياسية بالإضافة إلى العوامل النفسية للمستثمرين ، و هذا ما ينعكس في حجم التداول في سوق الأوراق المالية ككل وبالتالي التأثير على عوائد الأسهم للمكتسبين أو عائد سوق الأوراق المالية ولهذا من المهم الوقوف على محددات هذا العائد و أهم المؤثرات فيه.

1- الإشكالية:

ومن خلال ما سبق فهذا البحث يحاول دراسة مؤشرات سيولة سوق الأوراق المالية وقياسها و محاولة اختبار علاقتها و تأثيرها على المؤشر العام للسوق و بالتالي عائد سوق الأوراق المالية ، ولذلك طرحنا تساؤل رئيسي متمثل في:

- ما مدى تأثير السيولة على عائد سوق الأوراق المالية في بورصة عمان ؟

وللإجابة على ذلك يمكن الاستعانة بالتساؤلات الفرعية التالية:

- كيف يتحدد عائد السوق في سوق الأوراق المالية ؟

- ما هي محددات سيولة سوق الأوراق المالية ؟

-ما واقع هذه المؤشرات في سوق الأوراق المالية في عمان؟

2- الفرضيات:

وللإجابة على هذه التساؤلات يمكن اعتماد الفرضيات التالية:

- تعتبر مؤشرات السيولة المحدد الرئيسي للعائد في بورصة عمان.

-تتحدد سيولة سوق الأوراق المالية من خلال عوامل داخلية خاصة بالبورصة.

-يتأثر أداء بورصة عمان للأوراق المالية بشكل رئيسي بالعوامل الداخلية الخاصة بالبورصة المتمثلة في العوامل الخاصة بالبورصة كالإصلاحات التنظيمية التي قامت بها و انفتاحها على الاستثمار الأجنبي.

3- منهج الدراسة:

لاختبار الفرضيات اعتمدنا على المنهج الوصفي التحليلي من خلال تبيان مفهوم سوق الأوراق المالية و أهم الأدوات المتداولة فيها وكذا إعطاء مفهوم لسيولة السوق إلى جانب التطرق إلى كيفية حساب عائد السوق بالاعتماد على مؤشرات السوق ،ثم التطرق إلى طبيعة العلاقة المتبادلة بين سيولة السوق وعائد السوق، هذا إلى جانب استخدام المنهج القياسي في الجانب التطبيقي و ذلك لقياس أثر سيولة السوق في بورصة عمان للأوراق المالية على عائد السوق، باستخدام برنامج "EViews.8" الإحصائي و ذلك كونه يسهل عملية التحكم في المتغيرات المستقلة ، وهذا لدراسة و تحديد طبيعة العلاقة بين سيولة السوق و عائد السوق.

4- أهمية الدراسة:

تكمن أهمية البحث في كونه يوضح علاقة سيولة السوق و تأثيرها على عائد السوق في سوق الأوراق المالية و بالتالي توضيح أهمية مؤشر السيولة كجزء من متطلبات كفاءة السوق التي يستوجب وجودها لتتطور سوق الأوراق المالية هذا من جانب ، ومن جانب آخر دراسة تأثير سيولة السوق على عائد السوق لكون هذا الأخير محل اهتمام أي مستثمر ، و بالتالي تحديد أهمية مؤشر السيولة في التأثير على اتجاه عائد السوق أين يمكن التأثير على قرار الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

5- أهداف الدراسة: يسعى هذا البحث إلى بلوغ جملة من الأهداف أهمها:

- ✓ تبيان الجانب النظري حول علاقة سيولة السوق بعائد السوق في سوق الأوراق المالية.
- ✓ تحديد أثر سيولة السوق على العائد وقياسها في سوق الأوراق المالية.
- ✓ إمكانية معرفة درجة تطور وأداء سوق الأوراق المالية من خلال معرفة درجة سيولة السوق.
- ✓ توضيح أثر المعلومات على أداء سوق الأوراق المالية و الدور الفعال لصانع السوق في سوق الأوراق المالية ، هذا في ظل هدف زيادة كفاءة السوق من أجل الوصول تطوير سوق الأوراق المالية و تحسين أدائها في تحريك الاقتصاد.
- ✓ توضيح العلاقة بين سيولة السوق و عائد السوق في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة من 2000 إلى غاية 2015.

6- الدراسات السابقة:

هناك جملة من الدراسات التي تم الإطلاع عليها لتناولها موضوع ذو علاقة بموضوع البحث ، ونذكر منها ما يلي :

- الدراسة الأولى: دراسة لـ (لطرش سميرة، "كفاءة سوق رأس المال و أثرها على القيمة السوقية للسهم"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير ، تخصص علوم اقتصادية ، جامعة منتوري قسنطينة ، دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية(بورصة عمان - سوق الأسهم السعودي - سوق الكويت للأوراق المالية- بورصة مصر- بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء - بورصة الجزائر)، سنة 2009-2010)، حيث اعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي و التحليلي لدراسة سوق رأس المال وأهم الأدوات المتداولة فيها ، إضافة إلى التطرق لصيغ كفاءة سوق رأس المال وقيم الورقة المالية من أسهم و سندات ، ومن جهة أخرى تم اعتماد المنهج القياسي لاختبار كفاءة سوق رأس المال و أثرها على القيمة السوقية للسهم في مجموعة من أسواق رأس المال العربية ، وقدمت هذه الدراسة مجموعة من النتائج هي:
- ✓ تفاوت كفاءة أسواق رأس المال المختارة و باستعمال مؤشرات السوق أتضح أيضا قدرتها على جذب الادخار و تشجيع الاستثمار بالشكل الذي يساهم في توسع السوق للوصول إلى كفاءة أكبر ماعدا بورصة الجزائر التي تبقى بعيدة عن مقومات الكفاءة.
 - ✓ اتضح من خلال قياس كفاءة السوق في صيغتها الضعيفة أن الأسواق المدروسة ذات كفاءة متفاوتة في حين أنها غير كفئة في الصيغة المتوسطة للكفاءة لأن أسعار الأسهم فيها لا تستجيب للتغير في العوامل الاقتصادية.

• وتختلف هذه الدراسة عن هذا البحث المقدم في أنها تناولت ضمناً موضوع سيولة السوق المالي لكنها لم تتناول أثر هذا المؤشر على عائد السوق المالي.

-الدراسة الثانية: دراسة لـ: (بلجبلية سمية ، " أثر التضخم على عوائد الأسهم"، سنة 2009-2010) دراسة حالة أسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للأوراق المالية 1996-2006 ، أطروحة دكتوراه ،كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير تخصص تسيير المؤسسة ،جامعة منتوري قسنطينة ، حيث اعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي و التحليلي لدراسة أهم الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية إضافة إلى التطرق لصيغ كفاءة سوق رأس المال وأشكالها ،إلى جانب التطرق إلى مؤشرات الأسهم وتحديد عائد الأسهم و التضخم و تأثيره على هذه العوائد ، ومن جهة أخرى تم اعتماد المنهج القياسي لاختبار أثر التضخم على عوائد مجموعة من الأسهم في سوق عمان للأوراق المالية للفترة 1996-2006 ، وقدمت هذه الدراسة مجموعة من النتائج هي:

✓ وجود علاقة عكسية بين العائد الحقيقي على الأسهم و معدلات التضخم.

✓ الاستثمار في الأسهم وسيلة للتحوط ضد التضخم.

✓ أظهرت الدراسة التطبيقية علاقة عكسية ضعيفة لعوائد الأسهم بالتضخم و هذا دلالة على أن هذه الأسهم لا توفر حماية من مخاطر التضخم.

• وتختلف هذه الدراسة عن البحث المقدم في أنها تناولت ضمناً موضوع قياس عائد السوق بواسطة المؤشر العام للسوق، وكذا مؤشر كفاءة السوق، ولكنها لم تتناول جانب السيولة في سوق الأوراق المالية وأثره على عائد السوق المالي.

-الدراسة الثالثة: دراسة لـ: (إيمان عبد المطلب حسن المولى، مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق المالية وأثرها في النمو الاقتصادي، سنة 2011) ،مقالة منشورة بمجلة تكريت للعلوم الإدارية و الاقتصادية-جامعة تكريت-كلية الإدارة والاقتصاد-العراق، سنة 2011 ، حيث اعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي والتحليلي لدراسة أهم الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية ، إضافة إلى التطرق لصيغ كفاءة سوق رأس المال وأشكالها إلى جانب التطرق إلى دور سوق الأوراق المالية في تمويل الاقتصاد و أهميتها في تحقيق النمو الاقتصادي ومن جهة أخرى تم اعتماد المنهج القياسي لاختبار أثر سيولة السوق على النمو الاقتصادي في عدة أسواق عربية و منها سوق عمان للأوراق المالية للفترة 1994-2007، وقدمت هذه الدراسة مجموعة من النتائج هي:

- تعد السيولة عاملاً مهماً يؤثر على كفاءة السوق و هي مؤشر يمثل عمق السوق، و أن الأسواق المالية التي

تتسم بالكفاءة يكون لها أثرا إيجابيا في النمو الاقتصادي و العكس بالعكس.

- إن أي نقص في السيولة يجعل المشاركين في عمل سوق الأوراق المالية يفقدون الثقة في توقعاتهم على الأسعار المستقبلية.

- ارتفاع نسب السيولة في السوق المالي عينة البحث خلال مدة الدراسة ، ولوحظ أن الدول التي فيها أسواق الأوراق المالية أكثر تطورا تنمو فيها معدلات السيولة أعلى من الدول التي تكون فيها الأسواق جيدة التطور وبالمقابل فإن الدول التي فيها أسواق الأوراق المالية غير متطورة تشهد أدنى مستويات السيولة.

- أثبتت النتائج القياسية عدم وجود تأثير معنوي بين مؤشرات سيولة سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي وهذا يتنافى مع فرضية البحث وقد يرجع السبب في ذلك إلى عوامل كثيرة أخرى غير السيولة التي توفرها سوق الأوراق المالية تؤثر في النمو الاقتصادي ويمكن القول أيضا انه قوة العلاقة بين سيولة السوق والنمو الاقتصادي تعود إلى كفاءة وحجم السوق ، فالسوق الغير كفؤ أو القليلة الكفاءة تمارس دورا ضعيفا في النمو الاقتصادي ولعل عدم انسام أسواقنا العربية بالكفاءة جعلها تمارس دورا ضعيفا جدا في النمو الاقتصادي لها.وان نتائج هذه الدراسة تؤكد ما انتهت إليه دراسات أخرى إذ تم تفسير ضعف العلاقة إلى عدم فعالية الأسواق المالية العربية إخفاق هذه الأسواق في تحقيق الدور المطلوب منها وهو ترقية النمو الاقتصادي .

• هناك تقارب كبير بين هذه الدراسة والدراسة المقدمة في كونها تناولت موضوع قياس سيولة السوق، وكذا كفاءة السوق ، والاختلاف جاء في تناول جانب أثر السيولة في سوق الأوراق المالية على عائد السوق المالي إلى جانب فترة الدراسة من حيث تحديث المعطيات.

بعد استعراض الدراسات السابقة و أهم ما توصلت إليه من نتائج يأتي هذا البحث ليظهر جانب آخر لم تظهره هذه الدراسات رغم تناولها لجزيئات موضوع هذا البحث وهي سيولة السوق و عائد السوق كل على حدى بحيث يدرس هذا البحث علاقة سيولة سوق الأوراق المالية بعائد السوق فيها و كذا تحديد أثر السيولة على العائد ، إلى جانب دراسة تطبيقية في سوق عمان للأوراق المالية للفترة 2000-2015 لتوضيح طبيعة أثر سيولة السوق على عائد السوق .

7- هيكل الدراسة:

يحتوي البحث على ثلاث فصول حيث خصص الفصل الأول للتعرف على ماهية سوق الأوراق المالية

وعائد السوق، من خلال توضيح مكونات و وظائف سوق الأوراق المالية من خلال إعطاء نظرة عن هيكل الأسواق المالية ثم التطرق لمفهوم سوق الأوراق المالية و أقسامها و كذا خصائصها وأهميتها و أهم الأدوات المتداولة فيها ، وخصص المبحث الثاني لتوضيح الإطار التنظيمي و المتخلون في سوق الأوراق المالية، وخصص المبحث الثالث لإعطاء مفهوم لعائد سوق الأوراق المالية عن طريق التطرق لتعريف العائد و طرق حسابه و محدداته.

أما الفصل الثاني خصص للتعريف بسيولة السوق وعلاقة هذا المؤشر بعائد السوق ،حيث تم التطرق في مبحث أول لمفهوم كفاءة السوق و علاقتها بسيولة السوق ثم التطرق لمفهوم السيولة و علاقتها بدرجة تطور سوق الأوراق المالية ، وقد خصص مبحث لأهمية المعلومات في سوق الأوراق المالية إلى جانب توضيح العلاقة بين كل من سيولة السوق و عائد السوق.

وفي الفصل الثالث تم دراسة أثر سيولة السوق على عائد السوق في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2000-2015 ، حيث تم التطرق لماهية بورصة عمان للأوراق المالية في مبحث أول ثم قراءة و تحليل لمؤشرات بورصة عمان للأوراق المالية خلال فترة الدراسة ، و في مبحث ثالث تم تناول الدراسة القياسية لأثر سيولة السوق على عائد السوق من خلال التطرق إلى توصيف النموذج المقترح و طريقة القياس المعتمدة و أخيرا تقييم النموذج.

الفصل الأول

تمهيد:

إنّ أهم موضوع تركز عليه المؤسسات مهما كان نوعها أو حجمها هو كيفية الحصول على الأموال لتمويل عملياتها الإنتاجية وضمان الاستقرار والاستمرارية، وقد ساد العشرينيتين الأخيرتين اعتماد المؤسسة على أموالها الخاصة وذلك عن طريق رفعها وتميئتها (طرح أسهم) بدلا من اللجوء إلى القروض البنكية وهذا ما زاد في أهمية البورصة، إذ تعتبر البورصة قناة من قنوات الادخار، حيث يتم جمع هذا الأخير من الجمهور وإعادة ضخه في الاقتصاد ككل كما تحتوي على عدة أدوات مالية تجلب المستثمرين وتضمن لهم الحماية من المخاطر، كالتقلبات في الأسعار والتضخم ، و من بين هذه الأدوات العقود المستقبلية والاختيارات لمختلف أنواعها، أضف إلى ذلك مؤشرات البورصة التي كانت تستعمل لمعرفة اتجاه السوق وأصبحت هي الأخرى تباع وتشتري شأنها شأن أي ورقة مالية ، وهذا نتيجة لتطور النظم المالية في دول العالم و كذا نتيجة لتطور الفكر الاستثماري الاقتصادي، وفي ما يلي نبذة عن بعض المفاهيم الأساسية حول سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول: مكونات و وظائف سوق الأوراق المالية.

نظرا للأهمية الكبيرة التي تتسم بها أسواق المال و بالخصوص سوق الأوراق المالية و المتمثلة في عكسها لمختلف التغيرات والتطورات الاقتصادية التي تحدث دوريا وفي فترات قصيرة، بحيث أن سوق المال هو بمثابة جهاز لقياس قوة أو ضعف اقتصاد أي بلد وهذا بصفة مستمرة أو هي دائرة من الدوائر الأساسية التي تساهم في تمويل وربط قطاعات النشاط الاقتصادي وهذا باعتبارها تشمل كل من سوق التعامل بالنقد المسيل أو سوقا للبضائع أو الذهب والعملات الصعبة، أو الأوراق المالية المصدرة من طرف الشركات، و لهذا كله كان تطوير هذه الأسواق و خاصة سوق الأوراق المالية، محل اهتمام الكثير من الدول بما فيها تلك السائرة في طريق النمو والمتخلفة خاصة، وهذه الأهمية ستتضح من خلال ما يلي طرحه حول مكونات

المطلب الأول: مكونات سوق الأوراق المالية.

نحاول في هذا المطلب تقديم طبيعة سوق الأوراق المالية من خلال تحديد مفهوم ومكونات هذا السوق باعتباره جزء من السوق المالي و كذا التطرق لهيكل الأسواق المالية وسنخص التركيز في الدراسة على محاولة إعطاء مفهوم شامل لسوق الأوراق المالية واهم أقسامها وهذا تماشيا مع موضوع البحث.

الفرع الأول: هيكل الأسواق المالية.

يقصد بالأسواق المالية جميع الأجهزة والمؤسسات التي تعمل على تعبئة المدخرات بكافة أشكالها وأجلها وإعادة استثمارها بشكل مباشر وغير مباشر ، و الأسواق المالية بهذا المفهوم هي عبارة عن قناة بين أولئك الذين يمتلكون فوائض مالية (المدخرون) ، وأولئك الذين لديهم عجز مالي (المقترضون)، حيث تعمل السوق المالية على انسياب الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي (أفراد-شركات- ...) إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي (أفراد-مؤسسات-حكومة-...)⁽¹⁾.

وتأخذ الأسواق المالية العديد من التقسيمات، وفقا لأجل المعاملات التي تتم فيها أو حسب الوسيلة المستخدمة في التعامل حسب المرحلة التي يتم من خلالها التعامل ، كما قد تكون السوق المالية محلية أو إقليمية أو عالمية. وتقسم أسواق المال عموما إلى قسمين :

أولا-سوق النقد :

وهي الشق الأول من السوق المالية وهي سوق العمليات الائتمانية قصيرة الأجل غالبا، وآلية تسمح بتدخل مختلف المؤسسات النقدية ممثلة في البنك المركزي والبنوك التجارية إلى جانب بعض المؤسسات المالية غير

¹: عصام حسين، "أسواق الأوراق المالية (البورصة)"، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان-الأردن ، ط 1، 2008 ، ص17.

المصرفية مثل شركات التأمين، وأهم الأوراق المتداولة في هذه السوق هي الأوراق التجارية. وتتميز هذه السوق بالخصائص التالية⁽¹⁾ :

- تتميز بأنها سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل .
- توفير السيولة بقدر كبير ومرورتها العالية .
- تتميز بقدرتها في تجميع المدخرات السائلة وفي خلق الاستثمارات قصيرة الأجل .

ثانياً- أسواق رأس المال :

تشتمل أسواق رأس المال على البورصات والبنوك التجارية، والتي تقوم بعمليات الاقتراض والاقتراض متوسط وطويل الأجل، وهناك عدة تعريف لأسواق رأس المال وهي كما يلي:

- **التعريف الأول:** يمثل سوق رأس المال المكان الذي تلتقي فيه قوى العرض والطلب للمتاجرة برؤوس الأموال كأوراق المالية، القروض بأنواعها ... الخ، فهو بالتالي فضاء يلتقي فيه الأعوان الاقتصاديون.⁽²⁾
 - **التعريف الثاني:** تعرف على أنها سوق يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تصدرها منظمات الأعمال.⁽³⁾
- ومن خلال ما سبق ذكره إلى جانب التعرف على هيكل السوق المالية الذي يتشكل من السوق النقدية وسوق رأس المال نستنتج أن المدى الزمني للأصول محل التعامل هو الذي يفرق بين سوق النقد وسوق رأس المال وينقسم هذا السوق بدوره إلى قسمين هما :

1- سوق آجلة: وهي سوق تتعامل بالأسهم والسندات من خلال عقود واتفاقيات تبرم بين المتعاملين يتم من خلالها تحديد سعر الأوراق المالية محل العقد وتاريخ مستقبلي لتنفيذه، والهدف من هذه الأسواق هو محاولة تجنب أو تخفيض المخاطر المتعلقة بتقلبات الأسعار ويطلق عليها أسواق العقود المستقبلية.

2- الأسواق الحاضرة: وهي الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل (أسهم وسندات) حالاً، والتي تم تسلمها وتسليمها فور إتمام الصفقة.

الفرع الثاني: مفهوم سوق الأوراق المالية وأقسامها.

بعد تطرقنا إلى هيكل الأسواق المالية، سنركز في دراستنا على سوق الأوراق المالية وخاصة المنظمة منها (البورصة) والتي تعتبر من أهم أقسامها، لذلك سنتطرق إلى تعريفها وأيضاً مكوناتها .

¹:محمد صلاح الحناوي-السيدة عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية، البورصة و البنوك الاستثمارية، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2000، ص18.

²:عصام حسين، مرجع سابق، ص18.

³:زيد فراس الذنبيات، "كيف تتاجر في الأسهم" تجربة حياة، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر و التوزيع، عمان-الاردن، ط01، ص93.

أولاً-تعريف سوق الأوراق المالية :هناك العديد من التعاريف نذكر من أهمها :

التعريف الأول : "سوق الأوراق المالية هو المكان الذي يسهل فيه تدفق الأموال من حوزة المدخرين وانسيابها إلى المستثمرين مقابل حصول الطرف الأول على ورقة مالية، وحصول الطرف الثاني على المدخرات النقدية، أي أن هذه السوق هي حلقة وصل بين المدخرين والمقترضين".⁽¹⁾

التعريف الثاني: "هي سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل ، تتكون من السوق الأولية (سوق الإصدار) والسوق الثانوي (سوق التداول)".⁽²⁾

التعريف الثالث : "وتعرف على أنها تمثل آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعا وشراء، وتمكن تلك الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات ذات الفائض إلى القطاعات ذات العجز المالي".⁽³⁾

التعريف الرابع: "تعرف بأنها تلك السوق التي تتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة، ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان منظم يسمى البورصة، أما السوق غير المنظم يتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون ببعضهم بواسطة الحاسوب، كما أن الأسواق قد تكون محلية أو عالمية ففي الأولى تتداول الأوراق المالية للمنشآت والهيئات المحلية، أما الثانية فتتسع بوجود المستثمرين الأجانب، وتداول فيها أوراق مالية لمنشآت وهيئات من دول أجنبية".⁽⁴⁾

إذن يمكننا القول أن سوق الأوراق المالية هي سوق تتيح لانتقال الموارد المالية من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز عن طريق إصدار الأوراق المالية و تداولها و هي نظم سوقين منظم و غير منظم.

ثانياً-أقسام سوق الأوراق المالية.

من خلال الجانب العملي لأداء سوق الأوراق المالية نجدها تتكون من :

01-الأسواق الأولية: (سوق الإصدار)

ويتم فيه التعامل بالإصدارات الجديدة من الأوراق المالية، حيث يقوم أصحاب الاحتياجات من التمويل ،ب طرح عدد من الأوراق المالية وعرضها للاكتتاب، وهذا يتيح لذوي القدرات التمويلية فرصة توظيف أموالهم واستثمارها لأجل طويل من أجل الحصول على فائدة سنوية من خلال السندات، أو أرباح رأسمالية من خلال الأسهم.⁽⁵⁾

¹ : فيصل محمود الشوارة ، "الاستثمارات في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية"، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2008، ص 45.

² -Luc bernet- Rolande- **principes de techniques bancaire** _ , 21 ème édit dunod , paris 2001, P 320.

³: عاطف وليد اندرواس ، " السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص 6.

⁴: ضياء مجيد الموسوي،"البورصات أسواق رأس المال وأدواتها. الأسهم والسندات"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية ، 1998، ص،ص 6، 7.

⁵: محمد صلاح الحناوي-السيدة عبد الفتاح عبد السلام ، مرجع سابق ،ص،ص:22،21.

إن سوق الإصدار يهدف إلى السماح للوحدات الاقتصادية (مؤسسات، حكومات) بتغطية حاجاتهم التمويلية من رؤوس الأموال المتحصل عليها من خلال الإصدار الجديد للأوراق المالية.

ويتم طرح الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات باستخدام ثلاثة أساليب نذكرها فيما يلي⁽¹⁾:

أ- أسلوب البيع المباشر : ويتم من خلال قيام الشركات المصدرة نفسها ببيع الأوراق المالية التي تعود إليها مباشرة إلى المستثمرين في الأسواق دون تدخل وسطاء مقابل الحصول على الثمن النقدي، وذلك لتوفير الجهد و التكاليف وعدم الإلزام بالتسجيل في البورصة إلا أنه قد يترتب على هذا الأسلوب تكاليف مالية وشروط قاسية نظرا لعدم توفر الخبرة.

ب- أسلوب المزاد : ويتم من خلال دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم العروض تتضمن الكميات المراد بيعها وسعر البيع، حيث يتم قبول العروض صاحبة السعر الأعلى ثم الأقل إلى أن يتم كامل الإصدار.

ج- أسلوب البيع غير المباشر : ويتم من خلال طرف ثالث نيابة عن الشركة المصدرة لعملية الاكتتاب والتسويق والبيع إلى المستثمرين، وذلك من أجل تخفيض التكاليف وتجنب الوقوع في المشاكل الناجمة عن عدم الخبرة، في مقابل ذلك تتحمل الشركة المصدرة التكاليف والعمولات الإضافية المدفوعة للوسيط والذي قد يكون بنكا استثماريا أو بنكا تجاريا.

02- الأسواق الثانوية : (سوق التداول).

وهي السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها وتوزيعها بواسطة بنوك الاستثمار أو الاكتتاب فيها من طرف المستثمر في السوق الأولى، وفي هذا السوق يتم بيع الأوراق المالية بهدف الحصول على السيولة أو من أجل إعادة الاستثمار في أوراق مالية أخرى ، كما أن المستثمرون في هذا السوق يحصلون على نفس الحقوق التي كان يتمتع بها بائع الورقة المالية الأصلي.

وتنقسم الأسواق الثانوية إلى⁽²⁾:

أ-السوق المنظمة " بورصة الأوراق المالية".

وهي سوق منظمة لتداول الأوراق المالية بواسطة أشخاص مؤهلين ومتخصصين جدا في هذا النوع من النشاط، وهذه التعاملات تجري في مكان محدد وهو البورصة وفي أوقات محددة، وتحكم المتعاملين فيها تشريعات ولوائح معينة ، ويقوم على إدارتها هيئة تتولى الإشراف على تنفيذ اللوائح والتشريعات.

¹:زيد فراس الذنبيات ، مرجع سابق، ص 94.

²: Bernard bleutant , Dictionnaire de la bourse et des marchés ,paris :haïtien,1996,p19 .

ب-السوق غير المنظمة أو الموازية.

ويطلق هذا السوق على المعاملات التي تجرى خارج البورصات، والتي يطلق عليها المعاملات على المنضدة، التي تتولاها بيوت السمسرة، ويتم التعامل في هذه السوق على الأوراق المالية غير المسجلة في السوق الرسمية ولا يوجد مكان محدد لإجراء مثل هذه المعاملات، لكن تتم من خلال شبكة اتصالات تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرون، ويتم من خلال هذه الشبكة اختيار أفضل الأسعار والتعامل على أساسها.⁽¹⁾ ويتواجد داخل هذا السوق نوعان من الأسواق هما⁽²⁾:

-**السوق الثالث**: وهي جزء من السوق غير المنظمة حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة والذي يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة، وتتميز المعاملات في هذا السوق بصغر تكاليفها وكذا سرعة تنفيذها، كما نجد أن لهؤلاء السماسرة حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم.

-**السوق الرابع**: هو سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين دون الحاجة إلى سمسرة أو تجار الأوراق المالية، ويتم التعامل بسرعة و بتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات الكترونية و هاتفية حديثة وهو ما يشبه السوق الثالث لأن الصفقات تتم خارج البورصة أي خارج السوق المنظمة.

من خلال دراسة مكونات أسواق الأوراق المالية يتبين أن هناك علاقة تبادلية تربط بين سوق الإصدار وسوق التداول، فإذا ما توفرت لسوق التداول السهولة في التعامل، والاقتصاد في النفقات، وسرعة تحويل الأوراق إلى سيولة، فإن ذلك يعمل على زيادة كفاءة سوق الإصدار، عن طريق القيام بإصدارات جديدة تؤدي إلى زيادة الاستثمارات، وما يتبع ذلك من دفع عجلة التنمية.

المطلب الثاني : خصائص و وظائف سوق الأوراق المالية.

الفرع الأول: خصائص سوق الأوراق المالية .

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص تميزها عن الأسواق الأخرى نذكر منها ⁽³⁾:

- سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظراً لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان هناك

¹ : Bernard bleutant , **Dictionnaire de la bourse et des marchés** ,paris :haïtien,1996,p19 .

² : ضياء مجيد الموسوي ، مرجع سابق،ص8.

³ :محمد صبح ،"التحليل المالي و الاقتصادي للأسواق المالية"،عالم الكتب للنشر،عين شمس عمان-الأردن،ط3، 2016.

إدارات مستقلة ذات صلاحيات تشريعية تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.

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

- سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات، هذا أعطى للأسواق المالية خاصية أنها أسواق واسعة عن غيرها من أسواق السلع تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.

- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفير المعلومات السوقية، واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة. وبالإضافة إلى وجود خصائص أخرى لسوق الأوراق المالية وهي⁽¹⁾:

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

- الاستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي، نظرا لكون أدوات الاستثمار فيه، مثل السندات طويلة الأجل تحمل مخاطر سوقية، سعرية ، وتنظيمية مختلفة، وكذلك الأسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبيا إلا أنها مخاطرها كبيرة أيضا.

- الاستثمار في الأوراق المالية يعتبر ذا عائد مرتفع نسبيا، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون نحو الدخل و تنمية رأس المال أكثر منه نحو السيولة.

الفرع الثاني: وظائف أسواق رأس المال.

تسمح سوق الأوراق المالية للقيام بما يلي ذكره:

1- توفير المعلومات حول الشركات وتحسين إدارتها:

تسمح البورصة من خلال السيولة المرتفعة ، بتوفير المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة في السوق للمستثمر مما يمنحه صورة للمقارنة بين الأسعار الحقيقية والسوقية للورقة، وقد يكون لهذه المعلومات الأثر السلبي على سلوك المستثمر خاصة إذا أدت إلى تقلبات واسعة في أسعار الورقة المالية.⁽²⁾ غير أن التوظيف الجيد للمعلومات يسمح بالاستفادة من التخصيص الأمثل للموارد المالية وبالتالي الدفع بعجلة النمو.

1: عصام حسين ، مرجع سابق ،ص21.

2: محمد صبح ، مرجع سابق ،ص16.

ويؤثر تطور الأسواق المالية على إدارة الشركات، ففي ظل كفاءة السوق المالي يسهل تعامل مدراء الشركات مع المشاكل التي تعترض مسار الشركة، كما تسهل من اتخاذ القرارات التي تخدم مصالح المديرين الملاك في الشركة على حد سواء. وعلى العكس من ذلك، يؤدي عدم كفاءة السوق المالي إلى التأثير العكسي على قرارات المسيرين ومن صور عدم كفاءة السوق أيضا عدم إمام الأطراف الخارجية عن الشركة بالمعطيات المتعلقة بالورقة المالية مما ينعكس سلبا على أسعارها في السوق.

2- تعبئة المدخرات و إتاحة الاستثمار:

يساهم اتساع نطاق البورصة وسيولتها وكفاءتها في تنشيط المدخرات، فترقية المدخرات الناجم عن اتساع السوق يجعل من المشاريع الاستثمارية أكثر عملية، حيث أن بعض المشاريع تتطلب أموالا ضخمة كما أن البعض الآخر يعتمد على اقتصاديات الحجم، فالسوق المالي يسهل تعبئة الموارد المالية مما ينجز عنه كفاءة أفضل للاقتصاد وتسارع أكبر في وتيرة النمو. وتسمح تعبئة المدخرات التي توفرها البورصة بالتخلص من ظاهرة الاكتناز من خلال توظيف رؤوس الأموال في المشاريع المنتجة.⁽¹⁾

المطلب الثالث: الأهمية الاقتصادية لسوق الأوراق المالية.

تؤدي أسواق الأوراق المالية عددا من الوظائف سواء للمستثمر الفرد، أو لشركات الأعمال أو الاقتصاد الوطني هذه الوظائف تبين أهميتها ، ونذكر منها ما يلي:

1- إتاحة التعامل في الأوراق المالية: إنّ أول وظيفة في سوق الأوراق المالية، هي بيع وشراء الأسهم وسندات الشركات الخاصة والحكومية كما أنّها تحقق السعر الحقيقي للأوراق المالية بشرط العلانية في عقد الصفقات وفي تسجيل الأسعار وفي مكان ظاهر ونشرها في النشرة اليومية بعد مراجعتها من قبل اللجنة المختصة، كل ذلك يعطي للسوق قوتها ليضمن سلامة العمليات التي تعقد بها.

2- استثمار رؤوس الأموال: يمتاز الاستثمار في سوق الأوراق المالية بمرونة التعامل في السوق وسهولة البيع والشراء مقارنة بصعوبة الاستثمار في شراء الأراضي الزراعية أو العقارات كما يتميز بإمكان استثمار أي مبلغ كبيرا كان أو صغيرا، ولأي مدة طالت أو قصرت كما لا يتطلب الاستثمار في الأوراق المالية أي خبرة خاصة ففي مقدور أي شخص استثمار أمواله في أسهم أي شركة زراعية كانت أم عقارية أو صناعية ويستفيد من نجاحها بصرف الأرباح كما يستفيد من ارتفاع أسعار الأسهم نتيجة تقدم أعمال الشركة.⁽²⁾

¹: شمعون شمعون، "البورصة-بورصة الجزائر"، دار هومة للنشر و الطباعة، الجزائر، 2005، ص14.

²: محفوظ جبار، "سلسلة التعريف بالبورصة جزء 3 (تنظيم وإدارة البورصة)"، دار هومة للنشر و الطباعة، ط 2013، ص17.

ومن جانب آخر يمتاز الاستثمار في الأوراق المالية أنه يتيح الفرصة لتنويع الاستثمار إذ يمكن توزيع رأس المال المستثمر في سندات حكومية وفي أسهم شركات صناعية أو عقارية هذه الميزة تضمن عدم ضياع كل رأس المال في حالة فشل المشروع الوحيد الذي يركز فيه المستثمر رأسماله.

3- تشجيع الادخار وتجميع الأموال: من المعلوم أن المدخر لا يستبدل نقوده بسلع أو خدمات لإشباع رغبة عاجلة، إنما ليستفيد بها في سد حاجة للمستقبل وهناك وسائل متعددة لتشجيع الادخار منها: الإعفاءات الضريبية، تشجيع إنشاء مؤسسات التوفير وشركات التأمين وصناديق التوفير، أي نشر الوعي الادخاري بين أفراد المجتمع وتوجيهه إلى سوق الأوراق المالية عن طريق إذاعة أسعار الأوراق المالية ونشرها، كل ذلك من أجل توجيه الأنظار إلى التعامل في شراء الأسهم والسندات وجذب مدخرات الأفراد وذلك يتيح للدولة تنفيذ الكثير من المشروعات الإنتاجية التي تعود فائدتها على الجميع علاوة على الفائدة التي يتمتع بها المكتتبون.⁽¹⁾

4- توجيه الاستثمار: عندما يقل سعر الفائدة بالبنوك عن الفائدة التي تتضمنها الأوراق المالية يسحب الجمهور ودائعه من البنوك وتنتقل رؤوس الأموال من البنوك إلى سوق الأوراق المالية والعكس بالعكس عند زيادة معدل الفائدة.

5- خلق رؤوس أموال جديدة: يضع المستثمر أوراقه المالية لدى البنوك ويمكنه الاقتراض بضمانها، مبلغا لشراء أوراق جديدة وذلك نظير فائدة معينة تقل غالبا عن الفائدة التي تتضمنها الأوراق المالية وعندما يشتري المستثمر أوراق جديدة وترتفع أسعارها يزيد رأسماله الحقيقي.

6- ضمان سيولة أموال المستثمرين: البورصة هي وحدها التي تيسر للمستثمرين سبيل التخلص من الأسهم بالبيع وبذلك يستطيع أن يسترد أمواله، أما إذا استثمر أمواله في إحدى الشركات وكانت في حالة ضيق مالي لا يستطيع المستثمر أن يطلب من الشركة استرداد أمواله لأنها تحولت إلى موجودات ثابتة تتمثل في الأراضي والآلات ومواد أولية.

7- المضاربة و التحوط في البورصة:⁽²⁾

إن أسعار الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية يحددها قانون العرض والطلب نظرا لتوفر حرية المنافسة و يعتمد المضاربون في البورصة إلى شراء الأوراق المالية بالسوق العاجلة ويعمدون إلى بيعها عند تحسن السوق للحصول على الربح الناتج عن بيعها مرة ثانية وبإمكانهم أيضا جمع العمليتين معا فيحصلون على الفوائد لدى بقاء هذه الأوراق بحوزتهم وعلى الأرباح لدى بيعها مجددا عند تحسن أسعارها وإذا كان المضارب يمتلك كمية كبيرة من

¹ : لطرش سميرة، "كفاءة سوق الأوراق المالية و أثرها على قرار الاستثمار بالأسهم"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير، تخصص علوم اقتصادية، جامعة قسنطينة، 210، ص22.

²: عبد الغفار حنفي، "أساسيات الإدارة المالية"، الدار الجامعية للطباعة و النشر، الإسكندرية-مصر، 2001، ص156.

الأوراق المالية تخوله أن يعقد صفقاته في السوق الآجلة فهو يفضل دوماً أن يبيع في السوق الآجلة بأسعار أعلى من أسعار السوق العاجلة ويجري إعادة إعلام العميل بالصفقات المعقودة لحسابه من قبل السمسار خلال 24 ساعة من إغلاق البورصة فإذا لم يعترض العميل على الصفقة بعد تبليغه هذا الإشعار أعتبر الأمر مبرماً و يترتب عليه إبرام الصفقة.

أما في العمليات الآجلة فإنّ دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية لا يتمّان لدى عقد الصفقة بل بعد فترة تُعين مسبقاً تدعى موعد التصفية وتجرى هذه التصفية عادة في كل شهر مرة، وكذلك قبل آخر جلسة من جلسات البورصة حيث تسوى الصفقات نهائياً بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية بيعة وشراء، ويتم دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية فعلياً خلال عدة أيام من تاريخ التصفية ولما كان دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية في العمليات الآجلة يتم بعد فترة يختلف تاريخها حسب الاتفاق المعقود بين الطرفين، فإنّ أنظمة البورصة تشترط على المتعاملين في السوق الآجلة تقديم تأمين مالي حتى إبرام الصفقة نهائياً بشكل لا يلحق الضرر بأحد المتعاقدين كنوع من التحوط و يسمى هامش الأمان.⁽¹⁾

المبحث الثاني: الإطار التنظيمي لسوق الأوراق المالية.

في هذا المبحث سوف نتطرق إلى أهم القواعد والإجراءات التي تحكم و تنظم التعامل في سوق الأوراق المالية إلى جانب التطرق للمتدخلين فيها ونخص في الدراسة سوق الأوراق المالية المنظمة و ذلك تماشياً مع متغيرات موضوع البحث.

المطلب الأول: الأطراف المتدخلة في سوق الأوراق المالية

سنخص بالذكر أهم المتدخلون في البورصة من هيئات التنظيم والمتعاملون في السوق وأيضاً الوسطاء.

الفرع الأول: هيئات تنظيم ومراقبة البورصة.

تعتبر بورصة القيم المنقولة الوجه الحضاري لأي اقتصاد، وهي تجسيد لمفهوم السوق الحرة التي تحدد فيها الأسعار وفق قانون العرض والطلب، وللحفاظ على هذه المكانة المتميزة وجب الحرص على حماية السوق لحماية المتعاملين فيها، وذلك بسن القوانين وإنشاء تنظيمات تسهر على ضمان التطبيق السليم لتلك الإجراءات والتأكد من سلامة العمليات المنعقدة في البورصة.⁽²⁾

¹: عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص 145.

²: خالد أحمد سيف الشعراوي، "الإطار القانوني لعمليات التداول في البورصة"، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية-مصر، 2015، ص 35.

وتختلف هذه الهيئات من بلد لآخر فيما يخص الصلاحيات المخولة لها، كما تتغير هذه الهيئات بتغيير قوانين البلد:

- في بريطانيا تسمى لجنة الأوراق المالية والاستثمارات: فوفقا للقانون (الصادر سنة 1986) أوكلت الحكومة لهذه اللجنة مهمة مراقبة وتنظيم كافة الاستثمارات في البورصات البريطانية، بذلك فإن أية عملية استثمارية يجب أن تمر وترخص لها من قبل هذه اللجنة، وإذا ما خالف مستثمر هذه القاعدة يمنع من الاستثمار في البورصات البريطانية، وأيضا تساعد في عملية التنظيم والمراقبة لجان أخرى وهي السلطة المؤهلة للبورصات وتشمل مهمتها تنظيم المتعاملين وضمان إتمام الصفقات بكفاءة وانتظام.⁽¹⁾

- في فرنسا هناك ثلاثة هيئات منظمة للبورصات والأسواق الفرنسية ، وهي:⁽²⁾

01- لجنة عمليات البورصة: ولقد أسست بأمر صادر في 28 ديسمبر 1967 وتهتم هذه اللجنة بمراقبة كافة الأسواق والمنتجات المالية المتعلقة بالادخار طويل الأجل (فيما تتعلق بالإصدار أو التداول... الخ).

02- مجلس بورصات القيم: يقوم هذا المجلس بوضع قانون التنظيم العام للبورصة الذي يوافق عليه وزير الاقتصاد والمالية ولجنة عمليات البورصة وكذا بنك فرنسا ويتركز نشاطه فيما يلي:.

- تسجيل وشطب القيم من القاعة الرسمية ومن السوق الثانية.

- تحديد قواعد سير أسواق الأوراق المالية.

- مراقبة ومعاينة كافة الهيئات والمتعاملين الموجودين تحت وصايته إذا لم يحترموا القواعد العامة للتعامل.

- تحديد شروط إنشاء وتسيير صناديق الضمان الخاصة بشركات البورصة.

03- شركات البورصات الفرنسية: تم إنشاءها في 22/01/1988 وأهم ما يقوم به :

- تحديد الوسائل التقنية لتطبيق القوانين والقواعد المعمول بها في البورصة الفرنسية، الصادر عن مجلس القيم.

- تسهر على تنظيم العمليات المالية والقدرة على الدفع.

- لها الحق في طلب معلومات دورية من شركات البورصة لاسيما المعلومات المحاسبية.

الفرع الثاني: المتعاملون في البورصة.

يدور مجمل نشاط سوق الأوراق المالية حول شراء وبيع الأوراق المالية لهذا فإن المتعاملين فيها إما طالبون

أو عارضون لتلك الأوراق ومن هؤلاء ما يلي:.

¹: خالد أحمد سيف الشعراوي، مرجع سابق، ص36.

²: مازن نجيب محمد الوطاني، "دور التشريعات في تطور أسواق الأوراق المالية و تشجيع الاستثمار"، ورقة عمل مقدمة خلال مؤتمر الاستثمار في إقليم الشمال و أفاق تطويره، عمان-الأردن، 4-5 ماي 1999، ص11

01-الأفراد (الجمهور): و يمثلون السواد الأعظم من المتعاملين في سوق الأوراق المالية، فهم المدخرون التقليديون وبالرغم من أنهم يشكلون نسبة كبيرة إلا أن تشتت مساهماتهم تجعلهم عرضة لعدم الحصول على حقوقهم كاملة ولهذا فإن أغلب الدول المتقدمة بدأت بوضع آليات وإجراءات لحماية الأفراد ويقومون بالاستثمار في البورصة إما بصورة مباشرة أو بصورة غير مباشرة كاستعمال صناديق الاستثمار⁽¹⁾.

02-المستثمرون التأسيسيون : وهم عبارة عن هيئات عمومية أو خاصة تسهر على عملية جمع الإدخارات من عدد كبير من الأفراد والمؤسسات وتوظيفها في شكل أوراق مالية، فهم بذلك أداة مساعدة لصغار المستثمرين على تنويع توظيفاتهم من خلال محافظ مالية ضخمة ومنوعة تنوعاً واسعاً وتتكون هذه الفئة من: البنوك وفروعها- شركات التأمين- صناديق التقاعد- صناديق الإيداع و شركات الاستثمار- و صناديق الضمان الاجتماعي ... إلى غير ذلك.⁽²⁾

03-المؤسسات الصناعية والتجارية والدولة: تعتبر هذه المؤسسات أيضاً من المتدخلين الرئيسيين في البورصة والأسواق المالية بصفة عامة، فهي تلجأ إلى هذه الأسواق للحصول رؤوس الأموال بغرض تدعيم أموالها، خاصة بإصدار الأسهم، وبداولها فيما بعد، أو بإصدار السندات والحصول على ديون متوسطة وطويلة الأجل وبذلك تحصل المؤسسة على أموال دائمة لتمويل استثماراتها.

ومما سبق يمكن القول أن المتعاملين في البورصة يختلفون سواء من حيث الطبيعة أو الإمكانيات، من الفرد المدخر البسيط إلى المستثمرين التأسيسيين وتنتهي بالحكومات فمنها من يطلب مصادر التمويل ومنها من يوفرها بحثاً عن العائد.

الفرع الثالث:الوسطاء الماليون.

إن أهم وظيفة تقوم بها الأسواق المالية هي تحويل التدفقات النقدية من المدخرين أو المقرضين إلى تدفقات نقدية إلى المستثمرين أو المقترضين من خلال مؤسسات عديدة نشأت لهذا الغرض أهمها ما يسمى بالوسطاء الماليين أو أجهزة الوساطة المالية.⁽³⁾

يمكن تعريف الوسيط المالي على أنه مؤسسة تتوسط بين المقرضين والمقترضين حيث يتولى الوسيط إرشاد ومساعدة المكتتبين على تحديد اختياراتهم من بين مختلف الأدوات التي تناسب رغباتهم وطموحاتهم ،أخذاً بعين الاعتبار إمكانياتهم المالية، كما أن الوسطاء هم أعوان متخصصون ينفردون بتداول الأوراق المالية لحساب الغير

¹:محمد أحمد الحضيري، "كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة"، إيتراك للنشر و التوزيع، القاهرة-مصر، ط 2، ص32.

²:محمد عوض عبد الجواد، "الاستثمار في البورصة(أسهم-سندات-أوراق مالية)"، دار الحامد للنشر و التوزيع، عمان-الأردن، ط01، ص115.

³: نفس المرجع ، ص116.

وتخضع مهنتهم إلى تنظيم ومراقبة دقيقة لحماية العملاء وضمان سلامة معاملاتهم ، هذا ولا يمكن لأي كان أن يكون وسيطا إذ يتوجب لممارسة مهمة الوساطة التمتع بقدر كبير من المعرفة والدراية والخبرة المهنية والتأمين ضد المخاطر، ومن أهم الوسطاء الماليين والأكثر شيوعا نجد: البنوك التجارية-بنوك الادخار-شركات الاستثمار-شركات التأمين-شركات التأجير ... إلى غير ذلك وعموما يساعد الوسطاء على تنشيط السوق من جهة، وإفادة المستثمرين بالمعلومات والإرشادات من جهة أخرى.

المطلب الثاني: أوامر البورصة.

نقصد بالأوامر طلبات الشراء أو البيع التي يصدرها المستثمرون إلى وكلاءهم السماسرة والتي يجري تنفيذها فيما بعد والأوامر يجب أن تتضمن ما يلي⁽¹⁾:

حجم الطلب: ويتضمن الأمر حجم طلبية الشراء أو البيع في الأوراق المالية التي يريدها المستثمر .
المدى الزمني: والذي يسمح للسماسرة بتنفيذ الأمر، و يحدد المستثمرون الزمن المناسب للتنفيذ وبما يتفق على رؤيتهم الاستثمارية.

-وهناك عدة أنواع وتنقسم إلى مجموعتين:⁽²⁾

الفرع الأول:أوامر محددة لسعر التنفيذ.

ويقصد بالأوامر المحددة لسعر التنفيذ تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفيصل في تنفيذ الصفقة من عدمه وهي نوعين من الأوامر في هذا المجال:

01-أمر السوق: ويعتبر أمر السوق من أكثر الأوامر شيوعا، وبمقتضاه يطلب العميل من السماسرة تنفيذ العملية على وجه السرعة، وبأفضل سعر ممكن أن يجري عليه التعامل، ونظرا لأن الأمر لا يتضمن سعرا معينا فإن الصفقة عادة ما تنفذ في دقائق معدودة، ومن أهم مزايا هذا النوع من الأوامر هو السرعة وضمان التنفيذ، أما أهم عيوبه أن المستثمر لا يمكنه معرفة السعر الذي سينفذ به الأمر إلا عند إخطاره به ،وفي الأسواق ذات الكفاءة العالية قد لا يكون لتلك العيوب وزن كبير على أساس أن التغيرات السعرية من لحظة إلى أخرى عادة ما تكون محدودة.

02-الأمر المحدد: في هذا الأمر يضع العميل سعرا معينا لتنفيذ الصفقة، ومن ثم ليس أمام السماسرة إلا الانتظار لاغتنام الفرصة ،وذلك عندما يصل سعر السهم في السوق إلى السعر المحدد أو أقل منه في حالة أمر الشراء، أو أعلى منه في حالة أمر البيع، وعاد ما يضع المستثمر حدا أقصى للفترة الزمنية التي ينبغي أن ينفذ خلالها الأمر

¹:منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار و تحليل الأوراق المالية(الأسهم و السندات)"، مركز دلتا للطباعة، الإسكندرية-مصر، 2008، ص60.

²: نفس المرجع ، ص61.

ولا ينتظر السمسار حتى يصل سعر السوق إلى السعر المحدد في الأمر بل يقوم بتسجيل الأمر لدى المتخصص الذي يتعامل في السهم محل الصفقة، حيث يتم تنفيذه آلياً عندما يصل سعر السوق إلى السعر المحدد.

الفرع الثاني: الأوامر الخاصة: ومن أبرز هذه الأوامر ما يلي⁽¹⁾:

01- أمر الإيقاف: ويستعمل هذا الأمر لتفادي الخسارة، وهو عبارة عن أمر بالبيع إذا انخفض السعر إلى حد معين أو دونه، وهو أمر بالشراء إذا ارتفع السعر إلى مستوى معين أو فوّه، ويصبح أمر الإيقاف الخاص بالشراء أمراً قابلاً للتنفيذ بأفضل سعر عند بلوغ السعر المحدد أو أعلى منه، وعادة ما يكون أمر الشراء بالصيغة التالية، "اشترى إذا وصل السعر إلى مستوى كذا وزاد عنه"، ويصبح أمر الإيقاف الخاص بالبيع قابلاً للتنفيذ إذا بلغ السعر المستوى المحدد أو أقل منه ويصاغ بالعبارة التالية "بع إذا وصل السعر إلى مستوى كذا أو انخفض عنه".

02- أمر الإيقاف المحدد: وهي أوامر إيقاف تقلل من تأثير ظروف عدم التأكد في سعر التنفيذ عند تجاوز سعر الإيقاف، إذ أن هذا الأمر يتضمن سعرين في الأمر، سعر إيقاف يجري التنفيذ عند الوصول إليه وسعر محدد لا يجري التنفيذ عند الوصول إليه بعد تجاوز سعر الإيقاف.

المطلب الثالث: الأسهم و السندات في سوق الأوراق المالية.

إن طبيعة العلاقة بين المستثمر والبنك من جهة، وبين الأخير والمقرض من جهة أخرى هي علاقة مقرض ومقرض في سوق النقد مما يجعل من الأدوات المالية المستخدمة في هذا السوق أدوات مديونية تكون منعقدة المخاطر بالنسبة للمودع، ومن بين تلك الأدوات يمكن ذكر الكمبيالات، أذون الدفع، شهادات الإيداع البنكية وأذون الخزنة أما الأدوات المالية المستخدمة في سوق الأوراق المالية فيمكن تقسيمها إلى أوراق ملكية وأوراق مديونية فبالنسبة لأوراق الملكية فتعني منح جزء من رأس مال الشركة للمساهمين مقابل دفع أموال تستخدم في نشاطات الشركة المختلفة، وقد يتم إصدار أوراق الملكية هذه عند تأسيس الشركة، أو عند رفع رأس مالها من خلال طرح أسهم للاكتتاب في سوق الأوراق المالية (العروض العامة للبيع) وسنتعرض لأهم أنواع هذه الأدوات في ما يلي:

الفرع الأول: الأسهم.

أولاً: تعريف السهم: هو عبارة عن شهادة تخوّل لمالكها الحق في ملكية جزء من رأس مال الشركة التي أصدرت هذا السهم والأسهم قابلة للتداول والانتقال من شخص لآخر في البورصة إما بالطرق التجارية أو من يد إلى يد أو بالقيود في سجل الشركة وعندما يتنازل شخص عن أسهمه تصبح الشركة مدينة للمساهم الجديد ويحل محل مالك السهم القديم في كل ماله من حقوق على الشركة⁽²⁾، وتشمل هذه الحقوق ما يلي:

1: منير إبراهيم هندي، نفس المرجع، ص 61.

2: محمد عوض عبد الجواد، مرجع سابق، ص 84.

• حق الحصول على ما يخص السهم من أرباح وفقا للحصة المخصصة لكل سهم والمقررة توزيعها على حملة الأسهم.

• حقوق على أصول وموجودات الشركة تعادل نصيب كل سهم من صافي أصول الشركة أو ناتج بيع هذه الأصول بعد استبعاد حقوق الغير منها عند تصفية الشركة وهو ما يعادل تقريبا نصيب السهم من رأس المال عند التصفية.

• حق الحصول على بيانات ومعلومات دورية عن موقف الشركة المالي، وعن نتائج أعمالها.

• حق حضور الجمعيات العمومية سواء العادية أو غير العادية ومناقشة ما يعرض فيها وطرح الملاحظات والاقتراحات وحق التصويت على مشروعات القرار المعروضة.

إذن فالسهم مستند ملكية ومن ثم فليس له تاريخ استحقاق فمسئولية حامله محدودة بقيمة السهم ولا يحق له المطالبة بالأرباح إلا إذا قررت الإدارة توزيعها.

ثانياً: أنواع الأسهم: ويكمن تقسيم الأسهم حسب ثلاث معايير كالتالي⁽¹⁾:

1- أسهم من حيث الشكل:

أ- السهم الاسمي: هو الذي يحمل اسم حامله ويحتوي على البيانات التالية:

- اسم ولقب وصناعة وموطن وجنسية المساهم - نوع ورقة الأسهم التي يمتلكها - نوع الشركة وعنوانها ورأس مالها ومركزها التجاري- عملية التنازل التي تمت وتاريخ حدوثها و يسجل اسم المالك بسجلات الشركة، ويتم تداوله بتسجيل المالك الجديد في سجلات الشركة وجوبا لإثبات ملكيته لهذا السهم.

ب- السهم لحامله: هو الذي لا يذكر فيه اسم المساهم ويعتبر حامله مالكا له بسبب حيازته المادية التي تعتبر قرينة على وجود السبب الصحيح وحسن النية في سند الملكية ويحصل التنازل عن السهم لحامله بتسليمه من يد إلى يد أخرى وبذلك يحصل تداوله بأقصى سرعة ويكفي مجرد تقديم السهم لإعطاء حامله حق حضور مداوالات الشركة في جمعياتها العمومية والاشتراك في قسمة أموالها وأرباحها ولا تلتزم الشركة بالاعتراف إلا بمالك واحد وهو الحائز له ولو حصل عليه هذا الأخير بطرق غير قانونية.

ج- السهم لأمر: للشركة الحق في أن تصدر أسهمها لأمر وتشتترط فيها أن تكون كاملة الوفاء أي دفعت كل قيمتها الاسمية، إذ أنّ الشركة لا تستطيع تعقب تداول الأسهم ولا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير الملزم برصيد القيمة التي لم تدفع من أصل قيمة السهم.

¹: زياد فراس الذنبيات ، مرجع سابق ، ص119.

2- أسهم من حيث الحصة التي تدفع⁽¹⁾:

أ- **السهم النقدي**: هو الذي يكتب به المساهم بشرط أن يدفع قيمته نقدا ولا يصبح السهم قابلا للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية و صدور المرسوم المرخص بتأسيسها.

ب- **السهم العيني**: هو الذي يمثل حصة عينية كعقار أو مصنع أو متجر أو موجودات لشركة قائمة يصادق عليه من طرف الجمعية التأسيسية فلا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم لأصحابها إلا عند تسليم الخدمات التي تقابلها وتعتبر قيمتها مدفوعة بكاملها.

3- أسهم من حيث الحقوق التي يتمتع بها أصحابها:⁽²⁾

أ- **السهم العادي**: هو سهم يمثل ملكية جزء من رأس مال الشركة ويتمتع حامله ببعض الحقوق منها:

- الحق في نقل ملكية السهم إلى شخص آخر بالبيع أو التنازل.
- الحق في الحصول على نصيب من الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها.
- حق التصويت في الجمعية العمومية.

ب- **السهم الممتاز**: هو ورقة مالية تشبه السهم العادي، ويختص السهم الممتاز دون غيره ببعض المزايا ويطلق عليه اسم سهم الأولوية أو الأفضلية، ويتمثل هذا الامتياز الممنوح لحامل هذا السهم في:

- منح حامله حق الأولوية في الأرباح .

- لحامل السهم الممتاز الحق في تحويله إلى سهم عادي.

ج- **سهم التمتع**: هو ذلك الصك الذي يتسلمه المساهم عندما تستولي الشركة المصدرة للسهم على كل القيمة الاسمية لسهمه كمحاولة لتصفيته ويشترط لإعطاء هذه الأسهم أن يكون مصرحا بذلك في القانون التنظيمي للشركة وهي تعطى عادة للشركاء الأجانب.

الفرع الثاني: السندات:

أولا: **تعريف السند**: هو عبارة عن جزء من قرض تصدره الشركة أو الدولة أو أية هيئة أخرى مقترضة، بحيث يتم طرحه للاكتتاب من جانب هذه الأخيرة، فيسعى إليه المقرضين الذين يرغبون في إقراض هذه الشركة أو هذا المقرض مقابل حصولهم على العائد المتضمن في هذا السند، بحيث أنه بمثابة تعهد بسداد مبلغ معين في تاريخ معين بمعدل فائدة محددة.⁽³⁾

1: محمد عوض عبد الجواد، مرجع سابق، ص85.

2: محفوظ جبار، "سلسلة التعريف بالبورصة جزء 2 (الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية)"، دار هومة للطباعة والنشر، ط 1، الجزائر، 2002، ص28.

3: لطرش سميرة، كفاءة سوق الأوراق المالية و أثرها على قرار الاستثمار بالأسهم"، مرجع سابق، ص201.

مثال: سند شركة سونا طراك: 100.000.00 نسبة الفائدة 13% في سنة 2003.

فعندما تشتري هذا السند ستحصل على ورقة تعطيك الحق في الحصول على 13000.00 كفايدة ففي التاريخ المتفق عليه سوف تحصل على مبلغ 100.000.00 إضافة إلى الفائدة إذن تعبر السندات عن علاقة مديونية و دائنية بين طرفين، فمصدر السندات طرف مدين، والمكاتب في السندات طرف دائن وأهم الجوانب الخاصة بالسندات ما يلي:

- يتعهد المقترض بدفع سعر فائدة معلوم مقدما ومحدد بتاريخ استحقاق معين بصرف النظر عن تحقيق الشركة أرباحا أم لا.
- كما يتعهد بسداد قيمة السند في تاريخ الاستحقاق.

ثانيا: أنواع السندات: يمكن تمييز عدة أنواع من السندات وهي كالتالي⁽¹⁾:

1- **السند المستحق الدفع أو الوفاء بعلاوة إصدار:** لكي تشجع المدخرين على الاكتتاب تعمد الشركة إلى إصدار سندات تمنح للمكاتبين فيها بعض المزايا ترغيبا لحاملي رؤوس الأموال وحثا لهم على الادخار فتصدر سندات بمبلغ معين يسمى سعر الإصدار على أن تقرر رد هذا المبلغ في ميعاد الوفاء مضافا إليه مبلغ آخر يسمى علاوة.

2- **سند النصيب:** النصيب هو مبلغ يمنح إلى حملة السندات التي تعينهم القرعة ولا يجوز إصداره إلا بإذن الحكومة.

3- **السند ذو الاستحقاق الثابت الصادر بسعر الإصدار:** وهو السند العادي ويستعمل في القروض قصيرة الأجل ويعطي فائدة مرتفعة.

4- **السند المضمون:** لكي تتحصل بعض الشركات على حاجاتها من الأموال تعمد أحيانا إلى اجتذاب رؤوس الأموال بتقديم ضمانات عينية للوفاء بالقرض كأن ترهن عقاراتها أو بعضها رهنا تأمينيا.

5- **السندات الحكومية:** يقصد بالسندات الحكومية تلك التي تصدرها الحكومة بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في الميزانية وينظر المستثمر إلى الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة على أنها أكثر جاذبية نظرا لتضاؤل مخاطر التوقف عن السداد أو مخاطر تأجيله.

ومن جهة أخرى لا بد للإشارة أن السندات أو أوراق الدين تمثل مصدرا آخر للتمويل، وأحد أبرز الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية سواء تعلق الأمر بالأسواق المنظمة (البورصة) أو الأسواق غير المنظمة وتتميز أوراق الدين هذه بثبات العائد المترتب عن الاستثمار فيها، مما يجعلها أقل مخاطرة من أوراق الملكية

¹: قط سليم، "مفاضلة بين الاستثمار في سوق الأوراق المالية المعاصرة و سوق الأوراق المالية الإسلامية"، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، تخصص نقود و تمويل، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2016، ص103.

وبالرغم من وجود سندات ذات معدلات فائدة متحركة، إلا أن حساب هذه المعدلات يتم على أساس معدل الفائدة وقت الإصدار مما يجعلها تتدرج ضمن فئة الأوراق ذات العوائد الثابتة، وتضطلع بهمة إصدار السندات هيئات لها هياكل قانونية متنوعة من بينها:

• الحكومات من خلال إصدارات الخزينة العامة.

• الجماعات المحلية، المؤسسات العمومية، والهيئات شبه العمومية.

• المؤسسات الخاصة.

ويضمن صاحب السند حصوله على فوائد منتظمة مع تحصيل أصل الدين عند انتهاء آجال الاستحقاق وبعكس الأسهم التي ترتبط عوائدها بنتائج الشركة وسياسات التوزيع المقررة من قبل مجلس إدارة الشركة، فإن عوائد السند يتم تحديدها سلفاً في شروط الإصدار مما يجعلها ذات عوائد ثابتة.⁽¹⁾

- ومن خلال ما سبق نجد أن أوراق الملكية وأوراق المديونية أدوات من أدوات توظيف رؤوس الأموال بالنسبة للمستثمر، و من المهم الإشارة إلى ظهور أدوات أخرى في سبعينيات القرن العشرين بحيث هذه الفئة من الأوراق المالية هدفها الرئيسي التغطية ضد مخاطر تقلب الأسعار تعرف بالمشتقات المالية تكون بمثابة عقود بين المشتري والبائع وتعمل بيوت المقاصة في البورصة على ضمان تنفيذ تلك العقود. ويجري تداول المشتقات المالية في أسواق متخصصة تعرف بأسواق المشتقات المالية في سوق التداول، وترتبط الورقة المالية في هذا النوع من الأوراق بأصل مادي (سلع، مواد أولية...) أو بأصل مالي (أسهم، سندات...) أو بأصل صوري (مؤشرات البورصة، مؤشر المؤشرات...) بحيث يتغير سعر الورقة بتغير سعر الأصل. وتتسم المشتقات المالية بكونها عقود إلزامية تلزم طرفي العقد بتنفيذ الصفقة في تاريخ الاستحقاق بالسعر المتفق عليه في تاريخ إبرام العقد، مهما بلغت الأسعار السوقية الجارية، ومن أنواعها العقود الآجلة، العقود المستقبلية وعقود المقايضات، و عقود اختيارية وتضم عقود اختيار البيع أو الشراء.

و في الأخير يمكن القول بأن الأسواق المالية توفر أدوات مالية متنوعة بالنسبة للمستثمر المالي وحتى يحقق هذا المستثمر ما يطمح إليه من أرباح و إلى جانب التقليل من المخاطر فإن الإستراتيجية الأنسب إليه هو تنويع محفظته المالية بشكل تغطي فيه أرباح بعض الأوراق المالية الخسائر المحتملة للأوراق الأخرى.

¹: محفوظ جبار ، مرجع سابق ، ص28.

المبحث الثالث: مفهوم عائد سوق الأوراق المالية و محدداته.

إن من بين المعلومات التي يهتم بها المستثمرون في سوق الأوراق المالية نجد عائد السوق وسنحاول في ما يلي التطرق لمفهوم عائد السوق و محدداته بالإضافة إلى المؤشرات في سوق الأوراق المالية و كذا طريقة حساب العائد في كل نوع من المؤشرات، باعتبارها الطريقة السهلة و المتاحة لعامة المستثمرين.

المطلب الأول: مفهوم عائد سوق الأوراق المالية.

إن المستثمر في سوق الأوراق المالية يعتمد على المؤشرات المتاحة في هذه السوق وذلك لتحديد حجم عوائد استثماره في هذه الأوراق المالية ، و لذلك فالتحدث عن عائد سوق الأوراق المالية يقودنا إلى التحدث عن مؤشرات سوق الأوراق المالية و خاصة المؤشر العام للسوق المالي لأنه يشمل جميع الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية.

الفرع الأول: مفهوم العائد.

يقصد بالعائد الدخل المقبوض في شكل توزيعات أو فوائد أو قيمة مضافة عبر القيمة المسجلة بالورقة المالية في شكل ربح في رأس المال المستثمر، الذي توفره أو تحققه الورقة المالية للمستثمر فيها. و لحساب العائد التاريخي أو العائد المتولد عن الاستثمار في ورقة مالية معينة ، يجب تحديد سعر الورقة المالية خلال فترة محددة ، بالإضافة إلى تحديد التدفقات النقدية التي يحصل عليها المستثمر في نفس الفترة، و بذلك فإن العائد التاريخي يساوي الفرق بين سعر الورقة المالية في فترتين مختلفتين (ربح رأسمالي) مضافا إليه الفوائد في حالة السند أو مضافا إليه التوزيعات في حالة السهم، مقسوما على سعر الورقة في فترة الأساس المأخوذة بعين الاعتبار، و يحسب كالتالي: (1)

$$\frac{\text{الدخل الموزع} + \text{الربح الراسمالي}}{\text{قيمة الاستثمار}} \times \frac{360}{\text{مدة الاستثمار بالايام}}$$

- أما بخصوص التنبؤ بالعائد المتوقع من الاستثمار فبالإمكان الاعتماد على نموذج التوزيعات المخصومة أو نموذج جوردن* إلا أن النموذج الحديث و الأكثر استخداما هو نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM** حيث يفترض أن الحد الأدنى لمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين RM يساوي:

¹: لطرش سميرة ، " كفاءة سوق الأوراق المالية و أثرها على قرار الاستثمار بالأسهم" ، مرجع سابق ، ص 215.
* نموذج جوردن : هو نموذج اقتصادي يعتمد عليه في تقييم الأسهم من خلال حساب القيمة العادلة والحقيقية لها من خلال التدفقات النقدية المحتملة في المستقبل.
** CAPM هو نموذج اقتصادي يستخدم لتقييم الأصول المالية من خلال حساب معدل العائد الذي تنتجه و مقارنتها مع معدل عائد السوق لاتخاذ القرار الاستثماري

معدل العائد المطلوب = معدل العائد الخالي من المخاطر + علاوة المخاطر.

أي يحسب بالمعادلة التالية:

$$R_m = R_f + R_p$$

$$= R_f + \text{beta} (L - R_f)$$

حيث أن:

Rm : معدل العائد المطلوب .

Rf : معدل العائد الخالي من المخاطر.

Rp : علاوة الخطر.

Beta : معامل المخاطر المتعلقة بالسهم (نظامية).

L : معدل العائد لمحفظه الأوراق المالية للسوق (محفظه السوق).

- ومعامل **Beta** هو مقياس لدرجة تقلب عائد سهم معين عن عائد محفظة الأوراق المالية التي تشكل محفظة السوق، بحيث يتقلب عائد السهم صعودا أو نزولا عن عائد السوق.

- والمعروف أن متوسط عوائد السوق في أمريكا يقاس عادة وفقا لمتوسط مؤشر داو جونز أو وفقا للرقم القياسي لتداول أسهم بورصة نيويورك.

إذن من خلال مفهوم عائد سوق الأوراق المالية يتضح لنا أنه من الصعوبة عمليا حساب معدل عائد كل سهم مدرج في البورصة على حدى ثم تحديد متوسط هذه العوائد لتحديد عائد السوق لذلك فالطريقة العملية السهلة هي اللجوء إلى متوسط هذه العوائد المحسوبة و المعلنة من خلال قراءة المؤشرات البورصية المعلنة و مقارنتها بمؤشر سنة الأساس وسوف نعتد في دراستنا على المؤشر العام للبورصة و أسعار الإغلاق المعلنة عنها، ولذلك سوف نتطرق أولا لمفهوم المؤشرات و طرق حسابها و استنتاج عائد السوق من خلالها.

الفرع الثاني: تعريف مؤشرات سوق الأوراق المالية.

ظهرت المؤشرات وتكورت عبر الزمن ابتداء من القرن 19م مثل مؤشر داو جونز الذي ظهر لأول مرة سنة 1884م، حيث كانت تستعمل كوسيلة تعكس اتجاه السوق المالية وسلوكها، إلا أن المؤشرات عرفت قفزة نوعية في فترة الثمانينات للقرن 20م، إذ انتقلت من مجرد أداة تعكس صدق اتجاه السوق المالية وسلوكها إلى أداة من الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية كتداول الأوراق المالية العادية الأخرى، حيث كان أول تداول سنة 1990م.

أولاً-تعريفها :تعددت التعاريف المقدمة للمؤشرات في سوق الأوراق المالية، و يمكن أن نذكر منها :

التعريف الأول : "هي تقنية تسمح بإعطاء نتيجة رقمية باستعمال علاقة تبرز تطور مقدارين عبر الزمن (كميات أو أسعار) وتستعمل هذه النتيجة للتعرف على أداء سوق الأوراق المالية أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية بصورة خاصة، مع إمكانية مقارنتها مع مثيلتها في نفس السوق أو سوق مالية أخرى".⁽¹⁾

التعريف الثاني : "هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو لأسفل، حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهاتها".⁽²⁾

التعريف الثالث : "يمثل مؤشر السوق قيمة رقمية مطلقة بصورة متوسطة، أو أرقام قياسية تصلح لعمليات المقارنة والملاحظة والتتبع والقياس، للتغيرات الزمنية (سلاسل زمنية) أو التغيرات بين المؤسسات والصناعات والأسواق والأقاليم ودول العالم في مستوى زمني معين و الحاصلة في سوق الأوراق المالية".⁽³⁾

ومما سبق يمكن اعتبار المؤشر على انه عبارة عن تقنية لتتبع أو لقياس أسعار أو كميات الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية منظمة أو غير منظمة لمعرفة أداء السوق بصفة عامة أو قطاع معين أو مقارنة بين الأسواق على المستوى الإقليمي أو الدولي في فترة زمنية معينة.

ثانياً: أنواع المؤشرات: يمكن تقسيمها من حيث الوظيفة أو الهدف إلى:⁽⁴⁾

1- مؤشرات عامة: تهتم بحالة السوق ككل أي تقيس اتجاه السوق بمختلف القطاعات الاقتصادية ولذلك تحاول أن تعكس الوضعية الاقتصادية للدولة المعنية، خاصة إذا كانت العينة تتكون من جميع الأسهم المتداولة، وأن جميع القطاعات ممثلة تمثيلاً يعكس مساهمتها في الناتج الداخلي الإجمالي مثلاً، عندئذ يقال أن البورصة هي المرآة التي تعكس الوضعية الاقتصادية للبلد محل الدراسة.

2- مؤشرات قطاعية: حيث تقتصر على قياس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين كقطاع الصناعة أو قطاع صناعة النقل أو قطاع الخدمات أو غيره من القطاعات، ومن الأمثلة على هذه المؤشرات مؤشر داو جونز لصناعة ومؤشر ستاندرد اندبور للخدمات العامة ومؤشر النفط والغاز..... الخ.

1: عصام حسين ، مرجع سابق،ص151.

2: قط سليم ، مرجع سابق،ص41.

3: فراس الذنبيات ، مرجع سابق،ص186.

4: محمد صلاح الحناوي- طارق الشهابوي ، "الاستثمار في سوق الأوراق المالية"، دار التعليم الجامعي للطباعة و النشر،الإسكندرية-مصر،2014،ص95.

3- مؤشرات الأسواق: إذا كانت الدولة تتوفر على سوق ثانية تتداول فيها أسهم الشركات المتوسطة الحجم، فإنه يمكن حساب مؤشر تلك السوق، وذلك بقصد معرفة اتجاهها ونفس الشيء إذا كانت تتوفر على سوق ثانية لتداول أسهم الشركات الصغيرة ومن حيث إمكانية تداولها تنقسم المؤشرات إلى: (1)

أ- مؤشرات متداولة: إذ تجاوز عدد هذه المؤشرات التي تتداول في بورصات خاصة بها 30 مؤشر بحلول سنة 1990، وذلك بالرغم من أن أول بورصة من هذا النوع قد فتحت في **كنساس سيتي** بالو.م.أ سنة 1982 وكمثال على ذلك: مؤشر **Nikkei 225** ومؤشر **Nasdaq 100**

ب- مؤشرات غير متداولة: وهي مؤشرات لا تتداول في البورصات مثل: مؤشر **داو جونز** وكافة مؤشرات البورصات العربية.

-وعليه يمكن القول أن هناك العديد من المؤشرات ، و تختلف سواء من حيث طريقة الحساب أو الهدف منها أو الجهة المشرفة عليها، أو طبيعتها و قابليتها للتداول، وتطور المؤشرات قد وصل إلى إنشاء مؤشرات المؤشرات وهي أحدث منتجات الهندسة المالية و الابتكار في عالم سوق الأوراق المالية.
ثالثا: المؤشرات المشهورة في بورصات عالم المال.

تقوم البورصات في القارات الخمسة بنشر عدد هائل من المؤشرات البورصية، غير أن الذي اشتهر منها قليل نسبيا، نذكر منها الأهم فقط فيما يلي:

1- مؤشر داو جونز: Dow Jones

يعد مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعا إذ نشر لأول مرة في صحيفة **وول ستريت** سنة 1884م وذلك باسم الشخص الذي صممه وهو **تشارلز دو** الذي أصبح فيما بعد محور للصحيفة نفسها، وقد قام المؤشر في البداية على عينة مكونة من 9 أسهم لتسع شركات صناعية، ارتفع حجمها إلى 12 سهم في 26 ماي 1896 ثم إلى 20 سهم في 1916م وفي عام 1928م ارتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهم ومنذ ذلك التاريخ لم يضاف أي سهم إلى العينة وتمثل تلك الأسهم 30 شركة أي بمعدل سهم لكل شركة، تتسم هذه الشركات بارتفاع قيمتها السوقية وبضخامة الحجم وعدد المساهمين. (2)

وعلى الرغم من الشهرة العالمية والاستعمال المكثف لهذا المؤشر إلا أنه يحسب كأبي وسيط حسابي، أي يجمع أسعار 30 شركة صناعية أمريكية وتقسّم على عددها.

1 : دريد كمال آل شبيب، "الأسواق المالية و النقدية"، دار مسيرة للنشر و التوزيع ، عمان-الأردن ،2012، ص55.

2 : محمد صالح الحناوي- طارق الشهبوي ، مرجع سابق ، ص124.

2- مؤشر بورصة نيويورك لكافة الأسهم:

لقد جاء هذا المؤشر أساسا لتغطية النقص أو بالأحرى للإجابة عن النقد الموجه لمؤشر داو جونز بالإضافة إلى ذلك أرادت السلطات إنشاء مؤشرها لكافة الأسهم المتداولة لتوفير وسيلة لقياس اتجاه الأسعار في السوق بكل أمانة، لهذا قامت في سنة 1965 بإنشاء هذا المؤشر بالإضافة إلى أربع مؤشرات فرعية خاصة بقطاعات الصناعة والنقل، الخدمات العامة والقطاع المالي.

ومن الناحية التاريخية هذا المؤشر متوفر منذ 7 جانفي 1939م إلى 28 ماي 1964م بمعدل مرة كل أسبوع أي قامت سلطات البورصة بتوسيع حسابه إلى ذلك التاريخ كما يتوفر على معدل يومي منذ 28 ماي 1964م حسب أسعار الإغلاق، أم المؤشرات الفرعية الأربعة فمتوفرة منذ 31 ديسمبر 1965م وفقا لأسعار الإغلاق أيضا.⁽¹⁾

3- مؤشر ستاندر اند بور 500:

بالإضافة إلى ما سبق ذكره في التعريف الأول فإنّ هذا المؤشر يمتاز ب: بكونه أشمل من مؤشر داو جونز كما يمتاز بكونه موزونا على أساس القيمة السوقية.

على الرغم من توجيه بعض الانتقادات إليه مثل تأثره بالشركات الكبرى وتحيزه لها، يبقى من أهم المؤشرات الشائعة الاستعمال لدى المتعاملين كما يعتبر من بين المؤشرات التي تحاول أن تعكس اتجاه الأسعار بصدق.⁽²⁾

4- مؤشر فالويلين 1400 Value Line:

أنشئ هذا المؤشر في الوم.أ سنة 1963م بعينة تتكون من 1400 شركة مقسمة على مختلف القطاعات كما يلي: 1217 شركة صناعية، 154 شركة تابعة لقطاع الخدمات و 29 شركة لقطاع النقل، أعطيت له قيمة 100 في سنة الأساس (30 جوان 1961) وهو موزون على أساس السعر وبالتالي يعدل كلما كان هناك رفع برأس المال أو غيره من العمليات المالية.⁽³⁾

5- مؤشر فاينانشل تايمز (بورصة لندن) (FT-SE100):

أنشئ هذا المؤشر في 30 ديسمبر 1983م للاستجابة لاحتياجات المتدخلين إلى مؤشر ممثل لاتجاه البورصة البريطانية وفي نفس الوقت يمكن حسابه بسرعة، رأت السلطات البورصة أنّ العدد 100 هو العدد الأمثل من الأسهم المكونة لهذا المؤشر إذ يمكن أن يمثل تلك البورصة ويتم حسابه بسرعة.

1: عصام حسين ، مرجع سابق ، ص155.

2: محمد عوض عبد الجواد ، مرجع سابق ، ص127.

3: محمد صلاح الحناوي- نهال فريد مصطفى- جلال العيد ، "تقييم الأسهم و السندات-مدخل الهندسة المالية"، المكتب الجامعي الحديث للنشر و الطباعة ، مصر ، ط1 ، 2007، ص39.

لقد أنشئ هذا المؤشر لتغطية النقص الذي يمتاز به مؤشر فاينانشل تايمز للشركات الصناعية الذي تتكون عينته من 30 شركة فقط تابعة كلها لقطاع الصناعة، كما تتوفر بورصة لندن على مؤشرات تايمز بكافة الأسهم الذي نشر حوالي 704 سهم في سنة 1989م، فلقد أعطيت له القيمة 1000 نقطة في سنة الأساس (1983/12/30)، وأصبح بعد ذلك يتداول في كل أسواق العقود المستقبلية.⁽¹⁾

6- مؤشر كاك 40 (بورصة فرنسا) CAC40 :⁽²⁾

وهو الأكثر شهرة واستعمالاً بحيث يغطي 40 مؤسسة سنة الأساس (1991) ويمكن القول أنّ المشرفين عليه يرجون من إنشائه توفير معلومات دقيقة قدر الإمكان وفي أسرع وقت عن اتجاه البورصة الفرنسية لتلبية احتياجات المتعاملين، بالنظر للعيبة التي تكون المؤشر نجد أنّ الشركات مقسمة إلى 8 قطاعات رسمية:

- المنتجات القاعدية.

- قطاع البناء.

- التجهيزات.

- سلع استهلاكية معمرة.

- سلع استهلاكية غير معمرة.

- مواد غذائية.

- الخدمات.

- مؤسسات مالية.

على العموم يحتوي مؤشر كاك 40 على أهم الشركات الفرنسية السيادية في سوق الأوراق المالية.

7- المؤشرات اليابانية:

يوجد بالبورصات اليابانية خاصة منها بورصتي طوكيو وأوساكا حيث يحاول كل منها أن يعكس وضعية تلك البورصات واتجاهاتها. ويتكون مؤشر نيكاي الذي أنشئ سنة 1950م من 225 شركة يابانية كبيرة فبالرغم من شهرة هذه المؤسسة إلا أنّ طريقة حسابه جعلت العديد من الملاحظين يشك في مصداقية تمثيله لاتجاه الأسعار في البورصات اليابانية فهو يحسب بجمع أسعار 225 شركة ويقسم المجموع على عددها، أي هو بكل بساطة الوسط الحسابي للعيبة المكونة له.⁽³⁾

1: محمد عوض عبد الجواد ، مرجع سابق، ص127.

2: محمد صلاح الحناوي- نهال فريد مصطفى-جلال العيد، مرجع سابق ، ص39.

3: نفس المرجع، ص40.

8- المؤشرات الألمانية:

يوجد العديد من المؤشرات الألمانية أشهرها (فاز و داكس) أي: (Fas and Dax) يتكون المؤشر Fas من أسهم حيث كانت قيمته في 30 جانفي 1990 إلى 761.48 نقطة أما المؤشر Dax فيتكون من 300 سهم وهو شبيه بمؤشر كاك 40 الفرنسي.

الفرع الثالث: طرق حساب المؤشرات و حساب العائد.

إن المؤشرات تختلف من حيث الطريقة التي تحسب على أساسها قيمة المؤشر، وفي هذا المجال هناك مجموعة من المؤشرات تحسب قيمتها على أساس الوسط الحسابي، وهو الغالب وهناك ما يحسب على أساس الوسط الهندسي لأسعار الأسهم المكونة لتلك المؤشرات من حيث إنشائها، وعليه تختلف القرارات المتخذة على أساسها وفقا للطريقة المتبعة و بهذا الصدد سنتطرق إلى أسس بنائها و كيفية حسابها و كيفية حساب عائد السوق في كل مؤشر .

أولاً: أسس بناء المؤشرات.(1)

لكي يتم تكوين مؤشرات لسوق الأوراق المالية ويتميز هذا المؤشر بعدم التحيز ويمثل السوق جيدا فإنه لا بد من مراعاة الشروط التالية:

1-حجم العينة: حجم العينة والممثلة في المؤشر، إذ لا بد أن يكون معنويا بمعنى أن يكون جزءا كبيرا من الأسهم في سوق الأوراق المالية ، وكلما زاد هذا الجزء، كلما كان المؤشر المحسوب على هذه العينة ممثلا للسوق ويمكن الوثوق به، وبالطبع يفضل استخدام كل الأسهم المقيدة في السوق والمتداولة في، إلا إذا كان بعض هذه الأسهم يعاني من مشكلات معينة خاصة مشكلة عدم التعامل بهذه الأسهم أو إن كانت أسعارها لا تمثل القيمة الحقيقية لها وإلا أعطى المؤشر في هذه الحالة القيمة الخاطئة.

2-الاتساع: عند اختيار عينة لبناء مؤشر سوقي لابد وأن يتضمن ذلك كل الأنشطة الاقتصادية والقطاعات الممثلة في السوق حتى يمكن القول بأن هذا المؤشر يمثل فعلا هذا السوق ، أما إذا كان المؤشر لصناعة معينة فالأمر هنا يختلف حيث يجب أن يتضمن هذا المؤشر عدد من عينة الشركات التي تنشط في هذا القطاع.

3-الأوزان النسبية: لابد من تخصيص وزن لكل مفردة (سهم) من مفردات العينة وقد يعطي وزنا متساو لكل سهم في العينة أو وزن علي أساس القيمة السوقية لهذه الورقة في يوم معين وعندما يعطي وزنا متساو فإنه

1 : قط سليم مرجع سابق ، ص43.

في هذه الحالة تكون كل مفردة (سهم) لها احتمال متساو في العينة المختار ، أما الوزن المعطى علي أساس القيمة السوقية فإنه يعبر عن القيمة السوقية للسهم منسوبا للقيمة السوقية لكل سهم في العينة.

4-المصدر: والمقصود به هو مصدر الحصول علي أسعار الأوراق المالية المكونة للعينة التي تبنى هذا المؤشر فينبغي في هذه الحالة أن يكون المصدر هو السوق الأساسي التي يتم فيه تداول الأوراق المالية.

ثانيا: طرق حساب مؤشرات و العائد في سوق الأوراق المالية.(1)

يتم حساب مؤشرات سوق الأوراق المالية بعدة طرق منها المؤشرات المرجحة بالأسعار والمؤشرات المرجحة بالقيمة السوقية للسهم والمؤشرات المرجحة بالأسعار المتساوية ثم أخيراً المؤشرات المرجحة بالأسعار النسبية وفي ما يلي تفصيل كل ذلك :

1-المؤشر المرجح بالأسعار: هو عبارة عن متوسط مجموعة أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية مقسومة علي عدد الشركات الممثلة لأسهم شركات السوق والمختارة من قبل السوق ، وفقاً لمؤشرات تتعلق بأداء وتأثير أسهم هذه الشركات في السوق، مثل مؤشر داو جونز الذي يعكس أسعار 30 شركة من كبريات الشركات الأمريكية الصناعية حيث تشكل الشركات الصناعية 25 % من حجم التداول في السوق المالي وهو من أكثر المؤشرات استخداما.

ويمكن قياسه بالطريقة التالية: قيمة المؤشر = مجموع أسعار الأسهم المختارة.

عدد الشركات

*لتوضيح كيفية حساب العائد نأخذ المثال التالي(2):

يتكون سوق الأوراق المالية من أسهم 04 شركات (04 أسهم لأربعة شركات) كالتالي:

الشركة	سعر السهم في زمن 01	سعر السهم في زمن 02
A	100	140
B	60	78
C	40	48
D	20	22
المجموع	220	288

1: محمد صلاح الحناوي-طارق الشهبوي، مرجع سابق ، ص156.

2 : قط سليم ، مرجع سابق ، ص 43.

إذن: قيمة المؤشر في الفترة (1) = $\frac{220}{4} = 55$ نقطة.

قيمة المؤشر في الفترة (2) = $\frac{288}{4} = 72$ نقطة.

إذن: العائد = قيمة المؤشر في الفترة (2) - قيمة المؤشر في الفترة (1) = $72 - 55 = 17$ نقطة.

معدل العائد = $100 * \frac{288 - 220}{4} = 30.09\%$

2- المؤشر المرجح بالقيمة السوقية: يقوم هذا الأسلوب على ترجيح سهم شركة في المؤشر من خلال القيمة السوقية الكلية (القيمة = السعر x الكمية) بذلك فهي تتجاوز إشكالية الترجيح بالسعر لوحده، إذ أن القيمة قادرة علي عكس الأهمية الاقتصادية للمنشأة صاحبة السهم المدرجة في المؤشر، لذلك فالمنشآت التي تتساوى قيمتها السوقية يتعادل تأثيرها حتى وإن اختلف سعر السهم لكل منها.⁽¹⁾

قيمة المؤشر المرجح بالقيمة السوقية = القيمة الافتتاحية للمؤشر x القيمة السوقية الحالية.

القيمة السوقية الأساسية

*لتوضيح كيفية حساب العائد نأخذ المثال التالي: يتكون السوق من الشركات التالية:

الشركة	عدد الأسهم	سعر السهم 1	سعر السهم 2
A	10000	\$ 12	\$ 10
B	25000	\$25	\$30
C	5000	\$10	\$10

- إذا افترضنا أن قيمة المؤشر الافتتاحية هي 105 نقطة، بالتالي يكون حساب العائد كالتالي:

قيمة المؤشر في الفترة (2) = $\frac{\text{القيمة السوقية الحالية}}{\text{القيمة السوقية للاساس}} \times \text{القيمة الافتتاحية للمؤشر}$

$$105 \times \frac{(10000 \times 12) + (25000 \times 25) + (5000 \times 10)}{(10000 \times 10) + (25000 \times 30) + (5000 \times 10)} =$$

$$105 \times \frac{45000}{42000} = 112 \text{ نقطة.}$$

ومنه : العائد = قيمة المؤشر (2) - قيمة المؤشر (1) = $112 - 105 = 7$ نقاط.

1: قط سليم، مرجع سابق، ص، ص: 47، 48.

$$\text{معدل العائد} = \frac{7}{105} \times 100 = 6.66\%$$

3- المؤشر المرجح الأسعار المتساوية: (1)

في هذا المؤشر فإن جميع الأسهم الداخلية في العينة المختارة لبناء المؤشر تعطي أوزاناً متساوية بصرف النظر عن سعر السهم أو قيمته السوقية، معنى ذلك أنه يعطي نفس الوزن لأي من الأسهم وأيضا بصرف النظر عن القيمة الكلية في السوق، وهذا المؤشر يقوم علي افتراض هام وأساسي وهو أن المستثمر سوف يقوم باستثمار مبلغاً متساوياً في كل سهم من الأسهم المكونة للمحفظة أي أن المستثمر الذي يرغب في استثمار مبلغاً من أمواله عليه أن يوزع هذا المبلغ بالتساوي علي جميع الأسهم في المحفظة .

4- المؤشر المرجح بالأسعار النسبية: (2)

تقوم هذه الفكرة في حساب مؤشر مرجح بالأسعار النسبية علي أساس تحديد العائد النسبي لكل سهم من الأسهم التي يتكون منها المؤشر، إذ يتم حساب العائد النسبي بقسمة سعر السهم في اليوم الثاني ناقص سعر السهم في اليوم الأول على سعر السهم في اليوم الأول، ثم يتم بعد ذلك حساب الوسط الهندسي للأسعار في أساس المؤشر ويمكن توضيح ذلك كما يلي :

$$1\text{- حساب السعر النسبي لكل سهم} = \frac{\text{سعر السهم في اليوم الثاني}}{\text{سعر السهم في اليوم الأول}}$$

2- حساب المتوسط الهندسي ويساوي جداء الأسعار النسبية لكل الأسهم مرفوعة إلي القوى (n/1) حيث: n هو عدد الأسهم.

3- قيمة المؤشر = قيمة الأساس x المتوسط الهندسي .

مثال لحساب العائد:

يتكون السوق من 03 أسهم لثلاث شركات A ; B ; C وحيث أن قيمة الأساس للمؤشر هي 105 نقطة.

الشركة	سعر السهم في اليوم 1	سعر السهم في اليوم 2	الأسعار النسبي $\frac{P2}{P1}$
A	\$ 20	\$ 22	1.1
B	\$35	\$30	0.857
C	\$50	\$60	1.2

$$\text{إذن: الوسط الهندسي} = (1.2 \times 0.857 \times 1.1)^{1/3} = 1.042$$

1: زياد فراس الذنبيات، مرجع سابق، ص153.

2: نفس المرجع، ص153.

قيمة المؤشر (2) = الوسط الهندسي × قيمة الأساس للمؤشر

قيمة المؤشر (2) = $105 \times 1.042 = 109.41$ نقطة.

و بالتالي العائد $105 - 109.41 = 4.41$ نقطة بمعدل 4.2 % .

ثالثاً: استخدامات المؤشرات.

إن مؤشرات أسعار الأوراق المالية تعد أداة نافعة للتنبؤ بما ستكون عليه الحالة الاقتصادية العامة في الدولة

غير أن للمؤشرات استخدامات أخرى عديدة تهم المستثمرين الأفراد، و غيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق

رأس المال، وتأتي في مقدمة ذلك الاستخدامات إعطاء فكرة سريعة عن العائد المتولد من محفظة الأوراق المالية

للمستثمر، و الحكم على مستوى أداء المديرين المحترفين القائمين على إدارة محفظة الأوراق المالية للمؤسسات

المتخصصة في الاستثمار، كما يمكن أن تستخدم أيضاً لوضع تصور عن حالة سوق رأس المال في المستقبل، هذا

إلى جانب استخدامات كأساس لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية و فيما يلي تلك الاستخدامات: (1)

• التنبؤ باتجاه الأسعار في السوق: لقد أكدت دراسة قام بها المكتب الوطني الأمريكي للبحوث الاقتصادية غطت

الفترة 1827-1960 أنه يمكن لمؤشرات أسعار الأسهم أن تستعمل في التنبؤ بالتغيير الذي من الممكن أن يطرأ

على الحالة الاقتصادية وذلك قبل فترة معتبرة كما تؤكد تلك الدراسة وغيرها من الدراسات أن حركة أسعار الأسهم

في البورصة لها دلالة اقتصادية، كما يمكن استعمالها في التنبؤ بالمستقبل الاقتصادي لدولة معينة كما أنه من

ناحية أخرى يمكن النظر إلى مؤشرات على الأمدين الطويل والقصير إذ تعكس المؤشرات الوضعية السائدة في الأمد

القصير بصدق أكثر مما تعكسها على الأمد الطويل. (2)

• يلخص المؤشر أداء السوق الإجمالي ، إذ يتكون من أسهم الشركات في مختلف القطاعات الاقتصادية، لذا فهو

يمثل أسلوباً سهلاً لتحويل أداء الاقتصاد إلى صورة كمية، إذ تعكس المؤشرات الظروف الاقتصادية السائدة في

السوق الأسهم ، و بالتالي فإنه يمكن تكوين مؤشرات تعكس الأداء الاقتصادي لقطاع معين.

• التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق، إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وبين

المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (أو ما يعرف بالتحليل الأساسي)، فإنه قد يمكنه التنبؤ مقدماً بما ستكون عليه

حالة السوق في المستقبل، كما إن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن

1: محمد صبح، مرجع سابق ، ص 87.

2: قط سليم، مرجع سابق ، ص 47.

وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه، إذا ما توصل المحلل إلي معرفة هذا النمط يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية لاتجاه حركة الأسعار في السوق.(1)

• أحد الاتجاهات في تحديد سعر السهم يتمثل في خصم التدفقات النقدية المستقبلية له ، فإذا كان من المتوقع أن تتغير هذه التدفقات بالزيادة أو النقصان فسوف يعكس المؤشر هذه التوقعات للمساهمين والمستثمرين في السوق.

المطلب الثاني:محددات عائد سوق الأوراق المالية.(2)

إن عائد سوق الأوراق المالية يتغير صعودا أو نزولا و هذا راجع لعدة أسباب تدخل في تحديد قيمته و التأثير فيها و نذكر منها المتعلقة برأس المال و بالحالة الاقتصادية العامة وأخرى متعلقة بحالة السوق في حد ذاته(عوامل داخلية) ومنها ما يلي:

1-اتجاه أسعار الأوراق المالية صعودا أو نزولا:حيث أن أسعار الأوراق المالية تتغير نتيجة تأثرها بأي معلومة تتاح للمستثمرين ،كما يمكن أن تكون نتيجة المضاربة على أسهم بعض الشركات فيتسبب في صعود أسعار هذه الأسهم أو نزولها، وهذا ما ينعكس في تغير عائد السوق صعودا أو نزولا.

2-الكتلة النقدية المتاحة في الاقتصاد:تبعاً للسياسة النقدية المتبعة في أي بلد فإن الكتلة النقدية المتاحة في الاقتصاد سوف تتغير بحسب السياسة النقدية المتبعة تيسير مالي أو تعسير مالي وهذا ما ينجر عنه بطبيعة الحال كثرة الاستثمار أو قلته .

3-الائتمان المصرفي و أسعار الفائدة:يتأثر هنا عائد السوق تبعاً لزيادة نشاط المستثمرين أو نقصانه بحيث أن زيادة سعر الفائدة في سوق الائتمان يعد زيادة تكلفة تمويل للمستثمر و هذا سيحد من نشاطه فيها وسوف يتجه نحو سوق رأس المال وفي المقابل سوف يعتمد المستثمر صاحب السيولة لاستثمارها في البنوك لارتفاع العائد فيها عن عائد سوق الأوراق المالية،و العكس بالعكس.

4-معدلات عوائد الاستثمار الأخرى:بما أن هدف المستثمر هو تحقيق الأرباح فإن ارتفاع العوائد في الاستثمارات الأخرى (صناعية-تجارية-عقارية...)من شأنه التأثير على حجم الاستثمار في سوق الأوراق المالية و بالتالي تراجع معدلات عائد سوق الأوراق المالية.

5-حركة رؤوس الأموال الدولية :من المهم الأخذ بعين الاعتبار تأثير العولمة المالية و ما نتج عنها من حرية حركة رؤوس الأموال الدولية بحيث من شأن هذه الأموال زيادة نشاط و عمق سوق الأوراق المالية وخاصة من

1:عصام حسين،مرجع سابق ، ص99.

2 :لطرش سميرة،"كفاءة سوق الأوراق المالية و أثرها على قرار الاستثمار بالأسهم"،مرجع سابق ، ص205.

خلال الاستثمار الأجنبي غير المباشر لكن قد يكون التأثير جد كبير و بأضرار كبيرة في حالة انسحاب هذه الأموال من السوق كما حدث في الأزمات المالية التي مست الأسواق المالية الناشئة.

6- عمق و اتساع السوق: إن زيادة نشاط و حجم التداول في سوق الأوراق المالية من شأنه رفع قيمة المؤشر العام لسوق الأوراق المالية و بالتالي زيادة قيمة عائد السوق و العكس بالعكس، بحيث أن زيادة عدد الصفقات المبرمة داخل السوق تكون نتيجة ارتفاع مؤشر سيولة السوق (سيتم التطرق لهذا الموضوع في الفصل الثاني) ، و هذا يؤدي إلى حركة أكبر في أسعار الأسهم نتيجة زيادة عدد الصفقات في السوق و النتيجة تكون ارتفاع عائد السوق والعكس في حالة انخفاض مؤشر السيولة.

6- الرشادة الاقتصادية لأفراد المجتمع: بحيث أن الأفراد الذين يتمتعون برشادة اقتصادية تحثهم على تنمية مدخراتهم عن طريق الادخار و الابتعاد عن الاكتناز ،هذا سوف يوفر فرص لتوظيف هذه الموارد و خاصة ما توفره سوق الأوراق المالية من فرص استثمار لصغار المستثمرين و هذا ينعكس في زيادة نشاط السوق و اتساعه مما يسمح بنمو عائد السوق.

7- الثقة في المنظومة التشريعية و ما توفره من حماية لحقوق المستثمرين: فتغير المنظومة التشريعية من شأنه جلب أو تنفير المستثمرين ،بحيث أن ثبات المنظومة التشريعية و استيفائها لقوانين كافية لحماية حقوق المستثمرين من شأنها تحفيز و جلب المستثمرين أكثر، و بالتالي تحسن عائد السوق أكثر.⁽¹⁾

¹ نفس المرجع السابق ، ص 205.

خلاصة الفصل:

- من خلال هذا الفصل تم توضيح مفهوم عام لسوق رأس المال و كذا تقسيماته و أهميته الاقتصادية حيث اتضح لنا جليا أن هناك دور فعال لسوق الأوراق المالية في الاقتصاد من خلال مايلي:
- ✓ سوق الأوراق المالية عبارة عن إطار يجمع وحدات العجز و وحدات الفائض عبر مجموعة من المتخصصين لتداول مجموعة من الأوراق المالية طويلة الأجل خاصة الأسهم و السندات حيث تتحدد الأسعار من خلال قوى العرض و الطلب .
 - ✓ يقصد بالعائد الدخل المقبوض في شكل توزيعات أو فوائد أو قيمة مضافة عبر القيمة المسجلة بالورقة المالية في شكل ربح في رأس المال المستثمر، الذي توفره أو تحققه الورقة المالية للمستثمر فيها.
 - ✓ يرتبط عائد سوق الأوراق المالية بحجم الصفقات المبرمة فيها أو بعبارة أخرى حجم التداول فيها بحيث إذا زاد حجم الصفقات و حجم التداول فان قيمة المؤشر العام للسوق يزيد و بالتالي تزيد قيمة العائد و العكس إذا انخفض حجم التداول فان قيمة المؤشر تنخفض مؤدية إلى تراجع العائد.
 - ✓ يتم تحديد العائد اعتمادا على المؤشر العام لسوق الأوراق المالية لأنه يشمل جميع أسهم المؤسسات المدرجة وذلك لكونه المؤشر الذي يعطي مباشرة ملخص حركة الأسعار (ارتفاعا أو انخفاضاً)، بحيث أن هذه الطريقة في تحديد العائد سهلة و متاحة لجميع المستثمرين.

الفصل الثاني

تمهيد:

لقد حازت السيولة و الأبعاد الرئيسية التي شملتها اهتمام العديد من المشاركين في سوق الأوراق المالية وأصبح موضوع الساعة في البحوث الأكاديمية حيث تمثل السيولة التي توفرها سوق الأوراق المالية عاملا مهما في التأثير على قرارات الاستثمار و بالتالي تحريك التنمية الاقتصادية من خلال توفير منافذ لتمويل النشاط الاقتصادي ككل، و لذلك سنحاول في ما يلي التطرق لمفهوم سيولة سوق الأوراق المالية و محدداتها إلى جانب التطرق لكفاءة السوق و علاقتها بسيولة السوق ، و سنخصص مبحثا للتطرق لدور المعلومات في رفع كفاءة السوق و التأثير على سيولة السوق ، ثم نستعرض في مبحث آخر علاقة السيولة بعائد السوق.

المبحث الأول: ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية

تمثل كفاءة السوق قدرتها على استيعاب المعلومات المتاحة لتقييم أسعار الأوراق المالية واتخاذ القرارات الاستثمارية، واستخدام المعلومات المتوفرة في السوق و سنحاول في ما يلي الإلمام بتعريف الكفاءة و صيغها ومقوماتها و علاقتها بسيولة السوق و كذا أهمية المعلومات في سوق الأوراق المالية و كيفية تأثيرها على سيولة سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: تعريف كفاءة السوق و علاقتها بسيولة سوق الأوراق المالية.

الفرع الأول: تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية.

أثار موضوع كفاءة سوق الأوراق المالية اهتمام الكثير من الدول خاصة النامية منها و ذلك سعيا منها لتطوير أسواق رأس المال فيها ، وفي هذا المطلب نحاول تقديم تعريف لمفهوم الكفاءة.

التعريف الأول: المقصود بكفاءة سوق الأوراق المالية هو مدى العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وخاصة الأسهم وبين البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة لدى جمهور المتعاملين سواء أكانت هذه المعلومة تاريخية أو عامة أو خاصة أي قدرة السوق على عكس أية معلومة جديدة عن الأوراق المالية على سعر هذه الأوراق⁽¹⁾.

التعريف الثاني: تعرف كفاءة سوق الأوراق المالية امتداد للنظرية الاقتصادية الكلاسيكية والتي تفترض انعدام العوائد الفائضة في ظل شروط المنافسة التامة فلو أن هناك مجموعة من المعلومات موزعة بشكل عادل على جميع المتعاملين فإنه يتوقع في ظل ظروف المنافسة السائدة في السوق أن يكون معدل العائد الفعلي مطابقا أو قريب للعائد المتوقع مما يعني تحقق سمة العدالة لما يتداول في السوق⁽²⁾.

تعريف ثالث: ويمكن تعريف كفاءة السوق بالأوراق المالية بأنها تمثل سرعة استجابة الأسعار فيه وبطريقة غير متحيزة للمعلومات المتاحة للمتعاملين فيه وبذلك تصبح أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه دالة للمعلومات المتاحة⁽³⁾.

ومن خلال التعاريف السابقة نستنتج أن كفاءة سوق الأوراق المالية تعني أن أسعار الأوراق المالية تعكس أية معلومة ترد إلى السوق ، و دون انحياز لجميع المتعاملين في السوق ، وفي المقابل فإن السوق الكفاء هي تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأسواق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق وبالتالي تنعكس في سلوك المستثمرين بيعا أو شراء.

(1) دريد كمال آل شبيب ، "الأسواق المالية و النقدية " ، دار مسيرة للنشر و توزيع و طباعة، عمان، 2012، ص 70.

(2) محمد صالح الحناوي- طارق الشهبوي ، مرجع سابق، ص 124 .

(3) محمد أحمد سلام ، "الشفافية و الإفصاح في سوق الأوراق المالية" ، دار النهضة العربية -القاهرة، مصر، 2013، ص 77.

الفرع الثاني: مقومات السوق الكفاء و علاقتها بسيولة السوق.

أولاً: مقومات السوق الكفاء.

يمكننا جمع مقومات السوق الكفاء في أربعة عوامل أساسية:

01- كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير: والتي سنتعرض إليها بالتفصيل في متطلبات الكفاءة الاقتصادية لسوق رأس المال في ما يلي.

02- دقة وسرعة وصول المعلومات: حيث يفترض أن السوق الجيد يتيح للمتعاملين فيه كل المعلومات الخاصة بحالة السوق، بمعنى حجم العرض والطلب، ومن ثم أسعار البيع والشراء في الوقت المناسب وبالذقة المطلوبة.

03- عدالة السوق: بمعنى إعطاء نفس الفرصة لجميع المتعاملين في الحصول على المعلومات الضرورية وبالسرعة المطلوبة وفي نفس التوقيت ، وفي حالة ما إذا حدث خلل بين العرض والطلب نتيجة لورود حجم كبير من أمر معين، سواء كان أمر بيع أو أمر شراء على نوع معين من الأوراق المالية، فإن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة تلجأ إلى توقيف التعامل على هذا النوع من الأوراق المالية حتى تتيح الفرصة لجميع المتعاملين للتعامل عليها، الأمر الذي من شأنه أن يعيد التوازن بين العرض والطلب.

وهذا النوع من الإجراءات من شأنه أن يعطي الفرصة لجميع المستثمرين للتعامل على ورقة مالية معينة بيعة أو شراء ، بما لا يسمح باحتكار التعامل من طرف مستثمر معين أو جهة معينة. كما يسمح بتفادي الهزات الكبيرة التي تحدث في أسواق رأس المال نتيجة الارتفاع الحاد، أو الانخفاض الحاد في الأسعار الراجع إلى اختلال التوازن بين العرض والطلب. (حدوث أزمات المالية)

و إذا أمعنا النظر جيدا في هذه المقومات سنجدها نفس الخصائص والشروط التي تدخل في مفهوم كفاءة سوق رأس المال ، بالإضافة إلى العنصر الرابع وهو السيولة.

04- السيولة: حيث يقصد بالسيولة أن يستطيع البائع والمشتري إبرام الصفقة بسرعة وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على ذات الورقة المالية، وذلك على فرض عدم ورود معلومات جديدة إلى السوق. ((سوف نتطرق لموضوع سيولة السوق بالتفصيل في المبحث الموالي))، وهذا يعني أن السيولة تتطلب بالإضافة إلى سهولة التسويق، توفر سمة الانتظام أي سمة انتظام الأسعار والتي يقصد بها استقرار الأسعار أي عدم تعرضها لتغيرات كبيرة من صفقة إلى أخرى⁽¹⁾

¹ : لطرش سميرة ، "السيولة والكفاءة" ،مجلة العلوم الإنسانية، العدد 32 ، ديسمبر 2009 ،ص 217.

ثانيا: علاقة كفاءة السوق بسيولة السوق.

01- كيفية تحقق السيولة في سوق الأوراق المالية .

لمعرفة ذلك أولا يجب أن نميز في سوق الأوراق المالية بين نوعين من المتعاملين، متعاملين على أساس معلومات موضوعية عن منشأة معينة يحصلون عليها من مصادر موثوقة كالنشرات، والجداول المالية وغيرها ومتعاملون يتعاملون على أساس الإشاعات والتقديرات أو التخمينات الشخصية وهم من يطلق عليهم اسم فريق الضوضاء ، وهناك اعتقاد بأن فريق الضوضاء هو الذي يحرك السوق ويجعله أكثر نشاطا بما يسمح بخلق السيولة ، كيف ذلك؟⁽¹⁾

لو فرضنا أن جميع المتعاملين في السوق هم من أصحاب المعلومات، فسنجد أن أغلب الأوامر ستكون متشابهة، بمعنى إما أن أغلب الأوامر أوامر شراء، أو أن أغلبها أوامر بيع، وحتى لو حرر أحد المتعاملين أمر شراء ووجد باقي المتعاملين دخلوا كبائعين، فإنه سيتردد كثيرا في تنفيذ الأمر، كما قد يتراجع عن الشراء ظنا منه أن باقي المتعاملين حصلوا على معلومات جديدة لم يعلم بها. وهو الأمر الذي سيجعل حركة التعامل في سوق رأس المال بطيئة جدا ، ولذلك يساهم فريق الضوضاء بشكل كبير في تنشيط سوق رأس المال، حيث أن تعاملهم على أساس التخمينات الشخصية أو الإشاعات سيجعل القيمة السوقية للورقة المالية تبتعد كثيرا عن قيمتها الحقيقية، وهو ما يعطي الفرصة لفريق المعلومات بإبرام صفقات تسمح لهم بتحقيق عوائد ناتجة عن الفرق بين أوامر البيع وأوامر الشراء، كما أن تحرك فريق المعلومات في هذه الحالة سيؤدي في نهاية المطاف إلى إعادة التوازن بين العرض والطلب، ومن ثم الرجوع بقيمة الورقة المالية إلى قيمتها الحقيقية، وهكذا.⁽²⁾

وعليه نلاحظ أن تعاملات فريق الضوضاء تسمح بتحقيق سمتي العمق والاتساع للسوق. ونقصد بالعمق أن هناك أوامر مستمرة (بيع أو شراء على الورقة المالية)، أما الاتساع فيقصد به وجود عدد كبير من أوامر البيع وأوامر الشراء، على العديد من الأوراق المالية، وهاتين الصفتين تسمح بتقليل الخسائر الرأسمالية الناتجة عن الاختلال الكبير في الأسعار، إذ يكون التغير في السعر صغير، وتوفر هاتين السمتين في السوق سيؤدي إلى تحقيق السيولة، بمعنى سيجعل الورقة المالية سهلة التسويق و سوف نتعرض لموضوع سيولة السوق في المبحث الموالم.

02- السيولة و كفاءة السوق:

تظهر العلاقة بين السيولة وكفاءة سوق الأوراق المالية ، من خلال التغيرات السعرية التي يحدثها فريق

¹ : محمد احمد سلام ، مرجع سابق ، ص 198.

² : بلجيالية سمية ، "أثر التضخم على عوائد الأسهم" ، أطروحة دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير تخصص تسيير المؤسسة ، جامعة منتوري قسنطينة، 2010، ص75.

الضوضاء، وتلك التي يحدثها أصحاب المعلومات .حيث تعتبر التغيرات التي يحدثها فريق الضوضاء تغيرات مؤقتة ما تلبث أن ترجع إلى حالة التوازن ، أما التغيرات التي يحدثها أصحاب المعلومات الناتجة عن وصول معلومات جديدة إلى السوق فإنها لا تحدث تغير فوري في السعر، وإنما يتغير السعر شيئاً فشيئاً حتى يصل إلى المستوى الجديد تبعاً لطبيعة المعلومة (صفة الانتظام) ، بحيث يبدو أن التوافق بين السيولة والكفاءة يظهر في حالة التغيرات السعرية التي يحدثها فريق الضوضاء، حيث أن التغير في السعر يكون سريعاً وهو ما يعكس كفاءة السوق، هذا من جهة، و من جهة ثانية أن التغير في السعر يحدث فارقاً ولو طفيفاً بين سعر البيع وسعر الشراء وهو ما يشجع أصحاب المعلومات على التعامل على الورقة المالية، مما يسهل عملية تسويقها وبذلك تتحقق السيولة. (1)

كما أن السعر هنا وتبعاً لتصرفات فريق الضوضاء، يعكس الانتظام من جهة، كما قد يؤدي إلى إيقاف التعامل لفترة محددة ، في حالة وصول طلبيات كبيرة على ورقة مالية معينة ، حتى يتحقق التوازن بين العرض والطلب و هاتين الصفتين ضروريتين لتحقيق الكفاءة، وكذلك ضرورة لتحقيق السيولة.

لكن غير أننا سنصل إلى نتيجة معاكسة تماماً في حالة التغيرات السعرية التي يحدثها أصحاب المعلومات، إذ يتضح في هذه الحالة أن هناك علاقة عكسية بين السيولة والكفاءة ، فكيف يكون ذلك ؟ لأنه وكما سبق وأوضحنا أن تغير السعر الناتج عن تصرفات أصحاب المعلومات لا يحدث مرة واحدة، بل أن السعر يستغرق بعض الوقت حتى يصل إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية، وهو ما يعكس صفة الانتظام ويعكس كذلك سيولة الورقة المالية ، غير أن تحرك السعر بهذا الشكل سيسمح لبعض المستثمرين من تحقيق أرباح غير عادية وهو ما يتعارض مع مفهوم كفاءة سوق رأس المال .وهو ما يعني أن العلاقة عكسية بين السيولة والكفاءة، وأن السوق الذي يحقق السيولة لن يحقق الكفاءة. (2)

كما أن تعديل الخلل في الأسعار الذي أحدثه فريق الضوضاء والذي سمح بخلق السيولة للسوق سيستغرق وقتاً طويلاً حتى يعود بالأسعار إلى مستوى التوازن، وهو ما يتعارض مع مفهوم الكفاءة.

و لذلك يمكن للشخص أن يفكر بأنه لتجاوز هذه الحالة يجب التخلي عن فريق الضوضاء، الأمر هكذا يبدو بسيطاً لكن في الواقع غياب فريق الضوضاء سوف يؤدي إلى ركود التعامل في أسواق رأس المال، إذ غالباً ما يتعامل أصحاب المعلومات مع فريق الضوضاء أكثر من تعاملهم مع بعضهم البعض، كما أن ركود التعامل في سوق رأس المال من شأنه أن يقلل من عدد المتعاملين فيه، ونحن نعلم أن من شروط تحقيق الكفاءة وجود عدد كبير من المتعاملين في سوق رأس المال.وعليه يبدو جلياً وجود تعارض واضح بين السيولة وكفاءة سوق رأس

¹ : محمد احمد سلام ،مرجع سابق ، ص 199 .

² : لطرش سميرة ، السيولة والكفاءة ، مرجع سابق ،ص 220.

المال.

المطلب الثاني: أنواع و صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية:

الفرع الأول: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية.

وتنقسم كفاءة سوق الأوراق المالية إلى نوعين:

أولاً: الكفاءة الكاملة.

ينطوي مفهوم الكفاءة الكاملة على إحداث التعديل في الأسعار بسرعة مع معرفة المعلومات الجديدة وتوافر معلومات غير متحيزة، الأمر الذي يؤدي إلى هبوط الخطأ في القيم المتوقعة ولا يعني هذا أن السعر الجديد يعكس دائماً سعر التوازن الجديد لكنه فقط يكون سعراً عادلاً للتوازن النهائي الذي يحدث بعد قيام المستثمر بتقديم كل المعلومات كما يوجد في السوق الكفاء فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة والوصول إلى نتائج بخصوص سعر الأوراق المالية⁽¹⁾.

ولكي يسمى مفهوم كفاءة السوق بالكفاءة الكاملة يقتضي توافر الشروط التالية:

- 01- أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي نفس الوقت ودون تكاليف.
- 02- عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو ضرائب أو غيرها.
- 03- للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريدها من الأسهم ودون شروط وبسهولة ويسر.
- 04- وجود عدد كبير من المستثمرين بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم.
- 05- اتصاف المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها باستغلال ثروتهم.

ثانياً: الكفاءة الاقتصادية:

أما في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حين تبدو آثارها على أسعار الأسهم ، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل لكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبير إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية على المدى الطويل.⁽²⁾

وهي تتضمن شرطين لتحقيقها وهما⁽³⁾:

¹ : محمد أحمد سلام ، مرجع سابق، ص78.

² : إيهاب الدوسقي ، "اقتصاديات كفاءة السوق" ، دار النهضة العربية ، القاهرة - مصر ، 2000 ، ص.ص:34،33.

³ : نفس المرجع ، ص34.

01- كفاءة التسعير :

يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى العاملين في السوق بسرعة ، دون فاصل زمني كبير، بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة وليس هذا فقط بل إن المعلومات تصل إلى المتعاملين بدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للوصول إلى تلك المعلومات بدون تكلفة.

02- كفاءة التشغيل:

يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد العاملون فيه تكلفة عالية للسمسة ودون أن يتاح للتاجر والمتخصصين أي صناع السوق فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه. كما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل.⁽¹⁾

الفرع الثاني: صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية.

تتمثل الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية في ثلاث صيغ :

أولاً: السوق ذات الكفاءة الضعيفة.

في إطار فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية فإن " سعر السهم يعكس كل المعلومات الماضية الخاصة بسعر هذه الورقة المالية وهذا يرتبط بقواعد التحليل الفني كوسيلة للحكم على تطور السوق وبالتالي يصبح تحليل المعلومات المتاحة عديم الجدوى للمستثمر. بمعنى أنه في إطار فرض الصيغة الضعيفة لسوق الأوراق المالية لن يستطيع أي مستثمر أن يعتمد على المعلومات الماضية الخاصة بالسهم المعني، من أجل التنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم مستقبلاً ، ذلك لأن القيمة الحالية للسهم تعكس فقط المعلومات الماضية الخاصة بهذا السهم، وهو الأمر الذي سيخلق اختلاف بين أسعار الأسهم من فترة زمنية لأخرى"⁽²⁾ .

وعليه فإن أفضل تقدير لسعر الغد هو سعر اليوم ومعلومات الغد كما أن المستثمر في سوق الأوراق المالية ضعيفة الكفاءة لن يستطيع أن يحقق أرباح غير عادية، وهذه الصيغة هي الأقرب للواقع، وهنا يتجلى دور المحللين الفنيين في تحديد اتجاه الأسعار المستقبلية و بالتالي تحقيق أكبر عائد.

ثانياً: السوق ذات الكفاءة المتوسطة "شبه قوية".

الإقرار بالصيغة متوسطة القوة يعني أن أسعار الأسهم لا تعكس المعلومات التاريخية فحسب، وإنما تعكس أيضا كافة المعلومات المتاحة المنشورة لعامة الناس فإذا استجابت الأسعار وعكست تلك المعلومات بالسرعة المطلوبة

¹ : إيهاب الدوسقي ، نفس المرجع السابق ،ص34.

² : منير إبراهيم هندي ، مرجع سابق ،ص 96.

تكون السوق كفاءة والعكس بالعكس.⁽¹⁾

وانطلاقاً من ذلك لن يستطيع أي مستثمر أن يحقق أرباح غير عادية مقارنة بغيره من المستثمرين، لأن سعر السهم في هذه الحالة سيعكس فعلاً جميع المعلومات، سواء كانت هذه المعلومات تخص التغيرات التاريخية لسعر السهم وحجم التداول عليه، أو كانت هذه المعلومات تتعلق بالظروف الدولية، وظروف الاقتصاد الوطني أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة، أو ظروف المنشأة في حد ذاتها لأنه في كل لحظة، سعر البورصة يعكس كل معلومة متوفرة تخص حياة المنشأة، بالإضافة إلى أثر الأحداث على الأداء المستقبلي للشركة.

ونستنتج من ذلك أنه لا توجد أي ضرورة لقيام المستثمر بالتحليل (تحليل فني) من أجل التوقع بقيمة السهم مستقبلاً، لأنه حتى ولو قام بهذا التحليل فإنه لن يتمكن من تحقيق أي ربح إضافي، لأن المعلومات التاريخية والمعلومات المتاحة لعامة الناس تكون قد انعكست فعلاً في سعر السهم، و هنا يتجلى دور التحليل الأساسي في تحديد القيمة الحقيقية لسعر السهم و بالتالي إمكانية تحقيق عوائد استثنائية عن غيرهم من المستثمرين العاديين.

وهذه الصيغة صعبة الوجود في الواقع إلا في سوق الأوراق المالية المتطورة جداً.⁽²⁾

ثالثاً: السوق ذات الكفاءة القوية.

الصيغة القوية للكفاءة تدل على أن سعر الأسهم لفترة زمنية معينة يعكس كل معلومة متوفرة، كذلك المتحصل عليها من طرف الجمهور (العامة)، و تلك المتحصل عليها من طرف المتدخلين أصحاب الامتيازات (المحللين الماليين، مسيري رأس المال... الخ).

وانطلاقاً من ذلك فإن المعلومات العامة المتاحة للجمهور، والمعلومات الخاصة المتاحة لبعض الأفراد كإدارة المنشأة، و الإطارات الكبرى فيها تكون قد انعكست فعلاً في سعر السهم، وبذلك لن يتمكن أي مستثمر من تحقيق عوائد غير عادية. و يعتبر فرض الصيغة القوية هو أقصى درجات الكفاءة، ذلك أن سعر السهم يعكس كل معلومة يمكن معرفتها.⁽³⁾

لقد كشفت الدراسات الميدانية عن صعوبة الجزم بأن السوق الكفاء يكون على مستوى الفرض الأقوى أو مستوى الفرض متوسط القوة، حتى في ظل المفهوم الاقتصادي للكفاءة، و مثل هذه الرؤية لكفاءة السوق تحمل في طياتها تحدياً للمتهنين حرفة التحليل الأساسي للأوراق المالية و للمستثمرين خاصة المحترفين منهم و نقصد بهم القائمين على شؤون محفظة مؤسسة مالية متخصصة في الاستثمار، يمكن من خلالها تحقيق أرباح غير عادية وذلك طالما أن السوق ليس بالكفاءة التي تحول دون ذلك، وفي المقابل تتضح الضرورة لهؤلاء إلى أن يكون

¹ : عصام حسين ، مرجع سابق ،ص32.

² : لطرش سميرة، " كفاءة سوق الأوراق المالية و أثرها على قرار الاستثمار بالأسهم"، مرجع سابق، ص151.

³ : دريد كمال آل شبيب ، مرجع سابق ،ص81.

الأساس في استراتيجياتهم هو البحث عن الأسهم التي فشل السوق في تسعيرها عند قيمتها الحقيقية أي تلك الأسهم التي يؤكد التحليل أن قيمتها السوقية أقل مما ينبغي (القيمة العادلة).

المبحث الثاني: مفهوم السيولة وعلاقتها بدرجة تطور سوق الأوراق المالية.

لتحديد مدى تطور سوق الأوراق المالية وربطه بمختلف مؤشرات الاقتصاد يعتمد الاقتصاديون على مجموعة من المؤشرات تتمثل أهمها في حجم سوق الأوراق المالية (رسملة البورصة أو القيمة السوقية للأسهم وعدد الشركات المدرجة في البورصة)، وسيولة سوق الأوراق المالية (قيمة التداول كنسبة من الناتج المحلي الخام، معدل الدوران ومعدل التقلبات في عوائد الأوراق المالية) ولتوضيح ذلك سنتطرق لماهية سيولة السوق ومحدداتها و مؤشرات قياسها.

المطلب الأول: تعريف سيولة سوق الأوراق المالية و محددها.

بعد تطرقنا للعلاقة بين كفاءة السوق و سيولة سوق الأوراق المالية و كيفية تحقق السيولة في السوق لابد من التطرق لأهم تعاريف مصطلح سيولة السوق في ما يلي:

الفرع الأول:تعريف سيولة السوق.

التعريف الأول: "تعتبر السيولة أحد الأهداف الهامة من وجهة نظر المستثمرين وهي تعني إمكانية تحويل أي شكل من الموجودات إلى شكل آخر في فترة زمنية قصيرة و بدون خسارة في قيمتها ، و بمعنى آخر بدون تغيير في السعر".⁽¹⁾

التعريف الثاني: " هي المقدرة على بيع موجود مالي بسعر لا يختلف كثيرا عن أسعار البيع السابقة لهذا الموجود طالما لم تظهر أية معلومات جديدة تستوجب تغير السعر و الموجودات السائلة هي التي تكون قابلة للتسويق بسرعة فإذا قلت سيولة الموجود انخفضت قابليته للتسويق و صار من المطلوب إعطاء خصومات أو عمولات أكبر لبيعه ".⁽²⁾

التعريف الثالث: " في حين يعرف آخرون سيولة سوق الأوراق المالية على أنها أن ينفذ المشاركون في السوق و بشكل فوري حجم كبير من الصفقات بدون تأثير كبير على سعر الورقة المالية ، وان السيولة تعتبر مسألة مهمة جدا للمشاركين في عمل السوق عندما يقررون القيام بالاستثمار بالأوراق المالية فأنهم يأخذون بعين الاعتبار

¹ : إيمان عبد المطلب حسن المولى ، مرجع سابق ، ص 02.

² : محمد احمد سلام ، مرجع سابق ، ص 80.

السيولة لتزودهم بالأمان و يقللون من خطر الخسائر إذ يرغبون بتنفيذ صفقات ذات قيمة كبيرة فأبي نقص في سيولة السوق عندها سيفقد مشاركو السوق الثقة في توقعاتهم على الأسعار في المستقبل " (1).

و هناك من يجد أن سيولة سوق الأوراق المالية أنها صفقات يمكن أن تكون نفذت بدون تكلفة.

ومن خلال ما سبق يمكننا أن نعرف سيولة سوق الأوراق المالية بأنها تعني سهولة و إمكانية تنفيذ الصفقات ، بيع أو شراء أوراق مالية ، بدون تكلفة أو بدون تغير في أسعارها ما لم ترد أية معلومات جديدة من شأنها رفع الأسعار في السوق.

الفرع الثاني: علاقة السيولة بدرجة تطور سوق الأوراق المالية .

أولاً: مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية.

لنتبع تطور سوق الأوراق المالية وما تعرفه من زيادة نشاط يعتمد الاقتصاديون على عدة مؤشرات أهمها:

01-حجم سوق الأوراق المالية:

و يتحدد من خلال مؤشرين هما:

-**رسملة السوق:** وتقاس بالنسبة بين مجموع قيم الأسهم المسجلة في السوق المحلية والنتاج المحلي الإجمالي حيث تدرس هذا المؤشر قدرة الاقتصاد على تعبئة رؤوس الأموال.

-**عدد الشركات المسجلة:** وهو أحد المعايير التي تقيس حجم السوق، حيث تدل الزيادة في عدد الشركات المدرجة في السوق على توجه عدد أكبر من الشركات للاعتماد على تمويلها من سوق الأوراق المالية، ومن ثم تزايد حجم العمليات على شراء وتداول أوراقها المالية، وكل هذا يحفز الشركات الأخرى على التسجيل وبالتالي تؤدي إلى اتساع حجم السوق. (2)

02-سيولة سوق الأوراق المالية:اتفق معظم المحللين على مدلول واحد لمفهوم السيولة ،هو أن السيولة تدل على إمكانية بيع وشراء الأوراق المالية بسهولة ودون تكاليف كبيرة ، كما تطرقنا إليه سابقاً، ويعتمد هذا المؤشر على مقياسين هما:

- **دوران رأس المال:** وهو عبارة عن نسبة بين قيمة مجموع الأسهم المتداولة و رسملة السوق، و يكمل هذا المؤشر معدل رسملة السوق ، فالبورصة ذات الحجم الكبير و التي تتسم بالركود تدل على ارتفاع رسملة السوق إلا أن معدل الدوران منخفض.

¹ : السيد عليوة ، " تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة و الأوراق المالية"، دار الأمين للطبع و النشر والتوزيع ، مصر، 2006، ص 115 .

² : إيمان عبد المطلب حسن المولى، مرجع سابق، ص 03.

- **معدل التداول:** وهو عبارة عن نسبة بين قيمة مجموع الأوراق المتداولة والنااتج المحلي الإجمالي، أي يقاس حجم التداول مقارنة بحجم السوق.⁽¹⁾

03-درجة تركيز السوق:

يقصد بتركيز التداول ما إذا كان حجم التداول مركزا في عدد محدد من الشركات المقيدة أو موزعا على عدد كبير فيها، ويمكن قياس درجة التركيز من خلال حساب نصيب أكبر عشر شركات من إجمالي رأس المال السوقي وإجمالي قيمة التداول.

04-درجة تقلب العوائد في البورصة:

يمكن حساب هذا المؤشر بطريقتين الأولى بقسمة معدل التداول على تقلبات عائدات أسعار الأوراق المالية، أما الثانية فيمكن حسابها بقسمة معدل الدوران على تقلبات أسعار الأوراق المالية⁽²⁾، و سوف نتطرق إليه في المبحث التالي.

ثانيا: علاقة السيولة بدرجة تطور أداء سوق الأوراق المالية.

من خلال التعرف على مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية المعتمدة من طرف المحللين الاقتصاديين للتعرف على أداء السوق و لمعرفة عمقها و اتساعها نجد أن سيولة السوق تأخذ كمؤشر لتطور سوق الأوراق المالية بحيث أن زيادة معدل سيولة السوق يعني أن هذه السوق متطورة بحيث أن أسعار الأوراق المالية فيها تعكس المعلومات الواردة إلى السوق و أن المعاملات فيها تتم بأقل تكلفة ممكنة ، و العكس في حالة كون معدل السيولة منخفض هذا يدل على أن أسعار الأسهم فيها لا تعكس جل المعلومات الواردة إليها أو أن الصفقات فيها تحتمل تكاليف كبيرة مما يؤثر في سلوك المستثمر و إقباله على الشراء أو البيع في هذه السوق.

فارتفاع معدل سيولة السوق يرافقه دائما تطور سوق الأوراق المالية ، وهذا ما نجده في دول العالم بحيث أن معدل السيولة المنخفض في البلدان النامية يصاحبه تراجع في أداء سوق الأوراق المالية حتى لا نقول تخلفها في حين أن معدل السيولة المرتفع في البلدان المتطورة آسيا ، أوروبا ،أمريكا فيصاحبه أداء ممتاز لسوق الأوراق المالية و هذا نابع من التطور الكبير الذي حققته هذه الأسواق من اتساع و عمق.

المطلب الثاني:محددات سيولة سوق الأوراق المالية ومؤشرات قياسها.

الفرع الأول:محددات سيولة سوق الأوراق المالية.

إن العوامل المحددة والمؤثرة في سيولة سوق الأوراق المالية عديدة يمكن حصرها في ما يلي:

¹ : محمد صالح الحناوي- صالح الشهباوي ، مرجع سابق ،ص 195.

² : محمد عوض عبد الجواد ، مرجع سابق ،ص 131.

- 1- **ربحية السهم:** إن ربحية السهم تعتبر مؤشرا من أهم مؤشرات الربحية لأنه يسهل مقارنة هذه الربحية للسهم خلال السنوات السابقة فضلا عن مقارنته بربحية السهم لشركات أخرى⁽¹⁾، وبالتالي فإن المستثمرون يجدون في هذا المؤشر وسيلة جيدة وملائمة لترشيد قراراتهم الاستثمارية وبالتالي يؤثر على الطلب على تلك الأسهم.
- 2- **توزيعات السهم(الأرباح الموزعة على المساهمين):** ينظر المستثمرون للتوزيعات على أنها مصدر للمعلومات عن كفاءة الإدارة المالية في تسيير نشاط المنشأة فحملة الأسهم لا تتاح لهم في الواقع فرصة متابعة النشاط الفعلي للمنشأة ومن ثم فإنهم ينظرون إلى سياسة التوزيع على أنها مؤشر للنجاح الذي تحققه فزيادة قيمة الأرباح الموزعة للسهم من سنة لأخرى يحتمل أن يترك انطبعا ايجابيا لدى المتعاملين في سوق رأس المال عن فاعلية أداء المنشأة الأمر الذي يؤدي بالتبعية إلى ارتفاع القيمة السوقية لأسهمها.
- 3- **درجة الرافعة المالية:** تتضمن الرافعة المالية (والتي تسمى الرافعة أو الرفع اختصارا) تمويل أصول الشركة بالأموال التي تحصل عليها من المقرضين أو حملة الأسهم الممتازة بمعدل عائد ثابت، فإذا كانت الأصول التي تستثمر فيها هذه الأموال قادرة على تحقيق معدل عائد أكبر من معدل العائد الثابت الذي يدفع لموردي هذه الأموال و يكون لدينا رافعة مالية موجبة ولمصلحة حملة الأسهم ، و هذا سيزيد من الطلب على الأسهم وارتفاع أسعارها ، وفي المقابل هذا سيحفز الشركة على إصدارات جديدة من الأسهم و كنتيجة لزيادة الصفقات أو المعاملات في السوق سيؤدي إلى زيادة معدل سيولة السوق. و العكس بالعكس.⁽²⁾
- 4- **معدل العائد على الاستثمار:** يستخدم معدل العائد على الاستثمار كمقياس للحكم على كفاءة الإدارة في توليد الأرباح من الأصول المتاحة وهو يعد واحد من أكثر أساليب التحليل المالي انتشارا، ويطلق هذا الأسلوب نظام ديبونت Dupont system ، ويتلخص هذا النظام في إدماج كافة صافي الربح مع معدل دوران الأصول في معادلة واحدة، على أساس أن ربحية المنشأة تتوقف أساسا على عنصرين هما :كفاءة الأصول في توليد المبيعات (معدل دورات الأصول) ومعدل ربحية المبيعات (هامش صافي الربح) وكفاءة إدارة هذه المؤسسة تعني ضمان معدل عائد على الاستثمار في أسهمها و هذا سيؤدي إلى زيادة الطلب على أسهم الشركة و سينتج عنه ارتفاع قيمتها السوقية و هذا سيحفز الشركة على إصدارات جديدة و بالتالي زيادة عدد الصفقات في السوق مما يؤدي إلى رفع معدل سيولة السوق.⁽³⁾
- 5- **العائد على حق الملكية:** تقيس هذه النسبة المكافأة التي يحصل عليها ملاك المشروع مقابل تحمل أخطار الملكية وتبدو أهمية هذه النسبة في أن ملاك المشروع لن يتحملوا الأخطار إلا إذا اعتقدوا أن جهودهم ستعود

¹ : عصران جلال عصران ،تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية"، دار التعليم الجامعي للطباعة و النشر، مصر، ص 73.

² : نفس المرجع ، ص 74.

³ : لطرش سميرة ، " كفاءة سوق الأوراق المالية و أثرها على قرار الاستثمار بالأسهم"، مرجع سابق ،ص 217.

عليهم بمكافأة كافية ومستمرة تأخذ شكل الربح وبالإضافة إلى ذلك فإن أية منشأة لا يمكنها مقابلة التوسع بدون مشاركة فعالة من دخل العمليات في زيادة حق الملكية كما أنها لن تتمكن من اجتذاب الاستثمارات الجديدة دون وجود أرباح أو على الأقل توقع تحقيق أرباح في المستقبل القريب لذلك فإن المؤسسات حديثة النشأة لا تلقى سنداها رواجاً كبيراً إلا إذا كانت قد حققت ربح معتبر يحفز المستثمرين على الاستثمار في حقوق ملكية المؤسسة وهنا اتجاه المستثمر نحو حقوق الملكية ينعكس في انخفاض مؤشر سيولة السوق بسبب الاحتفاظ بالأوراق المالية لارتفاع عوائدها و العكس بالعكس.⁽¹⁾

6- **متوسط القيمة السوقية للسهم:** هي القيمة التي يباع بها السهم في سوق الأوراق المالية أو انه عبارة عن السعر الذي يحدث التعامل به في سوق الأوراق المالية، وان هذه القيمة لا تتميز بالثبات بل بالتقلب والتغير من وقت لآخر، ولذا فقد يأخذ متوسط أسعار تداول الأسهم للسوق خلال فترة معينة تجنباً لتحمل التكاليف الكبيرة بحيث أن التغير الكبير في الأسعار يعني تحقق عائد كبير أو خسارة كبيرة و هذا يتنافى مع مفهوم كفاءة السوق نتيجة التخوف من تحمل تكاليف كبيرة جراء إبرام صفقة في هذه السوق و بالتالي سيؤدي إلى تراجع في عدد الصفقات و انخفاض لمؤشر سيولة السوق.⁽²⁾

7- **الوضع الاقتصادي والسياسي العام:** إن سوق الأسهم تعتبر المؤشر على النشاط الاقتصادي بمعنى أن التأثير السببي يبدأ من سوق الأسهم باتجاه النشاط الاقتصادي واستند هؤلاء الاقتصاديون على حجة مفادها أن زيادة أسعار الأسهم تمكن الشركات المسجلة في البورصة من طرح المزيد من الأسهم لغرض التوسع والاستثمار الذي يؤدي لاحقاً إلى زيادة الطلب على المنتجات الأخرى في الاقتصاد وزيادة إنتاج الشركة نفسها الأمر الذي سينعكس في النهاية على أسعار الأسهم بشكل ايجابي.ومن ناحية أخرى يري بعض الاقتصاديون أن سوق الأسهم تستجيب للتوقعات الخاصة بمستويات النشاط الاقتصادي، فتوقع زيادة النشاط الاقتصادي يعني زيادة في مستوى الأرباح المستقبلية الأمر الذي سينعكس في وقت لاحق على أسعار الأسهم مما يدفع إلى زيادة مشتريات المستثمرين من الأسهم قبل حصول الانتعاش والاستفادة من عوائد الأسهم.⁽³⁾

8- **عرض النقد والسيولة في الاقتصاد:** تعرف السيولة بمفهومها الواسع على أنها مجموع النقد المتوفر للاستثمار في السوق المالي والاقتصاد ككل، فإذا كان هناك فائض في النقد أو السيولة يؤدي ذلك إلى الزيادة في شراء الأسهم، وبالتالي زيادة الطلب على الأسهم وسعرها والعكس صحيح، فالزيادة في السيولة تؤدي إلى ارتفاع العائد على الأسهم بينما الانخفاض في السيولة يؤدي إلى انخفاض العائد على الأسهم، وتكون السيولة عالية عادة عندما يزيد عرض النقد عن حاجة النشاط الاقتصادي مما يؤدي بدوره إلى ارتفاع أسعار الأسهم، أما

1 : بلجبلية سمية ،مرجع سابق ،ص 85.

2 : لطرش سميرة ، نفس المرجع ،ص 218.

3 : بلجبلية سمية ، نفس المرجع ،ص 86.

نقصان عرض النقد عن حاجة النشاط الاقتصادي فيتمثل عادة بانخفاض السيولة مما يؤدي بالنتيجة إلى انخفاض أسعار الأسهم.

9- أسعار الفائدة: هي من المؤشرات والأدوات التي تستخدم لمعرفة اتجاه سوق الأوراق المالية ، وهذا ما تمت ملاحظته على اثر التقلبات المتواصلة في أسعار الفوائد البنكية، فعندما ترتفع معدلات أسعار الفوائد البنكية مثلا، فان العديد من المستثمرين يميلون إلى تصفية مراكزهم الاستثمارية وتحويلها إلى نقد سائل بهدف إيداعها في البنوك في شكل ودائع بنكية بأسعار فائدة عالية، وإذا اتجه فعلا عدد كبير من أولئك المستثمرين لبيع أسهمهم، فانه ينتج عن ذلك عرض كثيف من الأسهم، وبالتالي هبوط في أسعارها والعكس صحيح (1).

وفي حالة هبوط معدلات أسعار الفوائد البنكية، فان الأموال تتجه إلى سوق الأسهم نظرا للعائد المنخفض على أسعار الفائدة ، وهذا ما ينطبق أيضا على أسعار الفوائد على السندات، فإذا ما كانت أسعار الفائدة على السندات عالية بما فيه الكفاية، فان ذلك من شأنه أن يحول جزء كبير من الأموال من سوق الأسهم إلى سوق السندات الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم.

الفرع الثاني: مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق المالية.

من بين أهم المؤشرات التي تساعد في حساب درجة السيولة يمكن التركيز على مؤشر معدل التداول الذي يحدد حجم الصفقات المبرمة في السوق ، إضافة إلى مؤشر معدل الدوران والذي يحدد درجة نشاط التداول في سوق الأوراق المالية ، بالإضافة إلى مقياس مكمل وهو درجة تقلب العوائد ، وهي كالتالي:

01-معدل حجم التداول :يقصد بحجم التداول قيمة ما يتم تداوله من أسهم في سوق الأوراق المالية و بمختلف الأسعار خلال مدة زمنية ، وهذا يعد مؤشرا جيدا لقياس مستوى نشاط السوق ، و إذا نسب هذا المؤشر إلى حجم الناتج المحلي الإجمالي فيصبح مقياس مهم لمعرفة قدرة سوق الأوراق المالية في تمويل الاقتصاد ككل و بالتالي فهو يعكس مدى سيولة السوق ، وهذا المؤشر يعطي إضافة هامة لمؤشر رسملة السوق (القيمة السوقية لما هو مدرج في السوق) بحيث أنه قد تكون قيمة رسملة السوق كبيرة الا انها لا تعبر عن حجم تمويل كبير للاقتصاد إذا كان هنا حجم التداول صغير، و بالتالي من المهم أن استخدام المؤشرين معا. (2)

$$VTR: VT / GDP$$

ويحسب هذا المعدل بالصيغة الآتية:

1 : بلجبلية سمية ،مرجع سابق ،ص 86.
2 : إيمان عيد المطلب حسن المولى، مرجع سابق ،ص 06 .

حيث: $VTR = \text{معدل حجم التداول} \times \text{Value Traded ration}$.

$VT = \text{قيمة الأوراق المالية المتداولة (حجم التداول)} \times \text{Value of shares Traded}$.

$GDP = \text{الناتج المحلي الإجمالي}$.

* وفي غياب تكاليف التداول داخل السوق وعدم اليقين من تداول بعض الأوراق المالية، فإن النموذج النظري لسيولة البورصة والنمو الاقتصادي ينشطان بصورة مباشرة قيمة التداول، فمعدل الأوراق المتداولة يقيس التداول المنظم لأسهم الشركات كحصة من إجمالي الأسهم المدرجة وهي تعكس سيولة السوق.

02-معدل الدوران: هذا المؤشر يقيس قيمة الأوراق المالية المتداولة كنسبة إلى قيمة رسملة السوق ككل ويبدل المعدل المرتفع إلى انخفاض تكاليف الصفقات في السوق أي مستوى عالي من الكفاءة، ويكمل هذا المؤشر بدوره معدل القيمة السوقية ، فالسوق ذات الحجم الكبير والتي تتسم بالركود قد تدل على اتساعها ، و هنا بالرغم من ارتفاع القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق إلا أن معدل الدوران بها منخفض مثلا، وفي هذه الحالة يستوجب استخدام مؤشر معدل الدوران إلى جانب مؤشر رسملة السوق لمعرفة مدى مساهمة السوق في تمويل الاقتصاد ككل و قياس درجة سيولة سوق الأوراق المالية ، ويحسب كالتالي:

$$\text{معدل الدوران} = \frac{\text{حجم التداول}}{\text{القيمة السوقية}} \text{ أو } \frac{\text{عدد الاسهم المتداولة}}{\text{عدد الاسهم المدرجة}}$$

ويعد هذا المؤشر من المؤشرات المهمة التي تقيس سيولة سوق الأوراق المالية و يستخدم معدل الدوران العالي أي سيولة عالية، في معظم الأحيان ، بوصفه مؤشرا يدل على أن كلفة إتمام الصفقات أو المعاملات المالية منخفضة في سوق الأوراق المالية.⁽¹⁾

03-درجة التقلب: يمكن حساب هذا المؤشر بطريقتين: الأولى بقسمة معدل التداول على تقلبات عائدات أسعار الأوراق المالية، أما الثانية فيمكن حسابها بقسمة معدل دوران على تقلبات عائدات أسعار الأوراق المالية. فالبورصة التي تتمتع بمعدلات مرتفعة من مؤشر حجم التداول و معدل الدوران يكون حجم التداول فيها مرتبط بتقلبات أسعار الأوراق المالية بحيث كلما اختلفت الأسعار صعودا أو نزولا تقلبت العوائد و يتأثر عدد الصفقات المبرمة في السوق وبالتالي يعتبر هذا مؤشرا على درجة سيولة السوق .

¹ : إيمان عبد المطلب حسن المولى، مرجع سابق ، ص 06 .

المبحث الثالث : أهمية المعلومات و اتجاهات رفع الكفاءة و مؤشر السيولة في سوق الأوراق المالية.

بما أن سلوك المستثمر في سوق الأوراق المالية يكون نتيجة تتبعه لحركة الأسعار، وهذه الأخيرة تتأثر بكل معلومة ترد إلى السوق وهي تنعكس في تغير سعر الأوراق المالية ، ولهذا سنحاول توضيح أهمية المعلومة و تأثيرها على كفاءة و سيولة سوق الأوراق المالية من خلال ما يلي.

المطلب الأول:أهمية المعلومات و تأثيرها على سوق الأوراق المالية

تقوم المعلومات بدور هام في سوق الأوراق المالية بحيث" تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات شراء أو بيع الأوراق المالية المختلفة، لأن المعلومات من العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية.

وتنعكس أهمية المعلومات في ثقة المستثمرين والمتعاملين بكفاءة سوق الأوراق المالية .وتتحدد درجة هذه الثقة بنوعية وكمية المعلومات المتاحة لعموم المستثمرين بتكلفة زهيدة ومنفعة كبيرة بشرط أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للورقة المالية وظروف سوق تداولها، إضافة إلى الوضع الاقتصادي العام في الدولة، والمعلومات توفر قدرة في توقع العائد المبني على أساس مستوى مخاطر معينة لورقة أو محفظة استثمارية، وتمكن المستثمر من تحديد القيمة المحورية * ،أساس القرار الاستثماري لكن كون المعلومات المتاحة للجميع لا يعني أنهم يصلون إلى توقعات متشابهة في الوقت نفسه، إذ أن قرارات بعضهم تكون أدق بسبب الخبرة مقارنة بآخرين ولكن في الأمد الطويل لا بد أن تعكس أسعار الأوراق المالية مضمون المعلومات وتقرب توقعات المستثمرين من القيمة الحقيقية.

وحيث أن كفاءة سوق الأوراق المالية تتوقف على كفاءة نظم المعلومات المالية وعلى هذا الأساس فإن نجاح سوق الأوراق المالية تحتاج إلى معلومات تبنى على أساس العناصر الآتية⁽¹⁾:

- 1-إظهار الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة السوق المالي، وهو ما يعرف بالإفصاح العام الذي يوفر قدر كافي من المعلومات يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة
- 2-توفر المعلومات التي تعكس المركز المالي للمؤسسة المعنية لحساب القيمة الحقيقية لها.
- 3-وهناك طرفين تتعامل بالمعلومات وفقا لمنطق الرشادة الاقتصادية يحددان عن طريق عرض أو طلب المعلومات وهما:

الطرف الأول: معدي ومنتجي المعلومات ولديهم أربعة حالات ممكنة لعرضها وهي:

- مراعاة الاستخدام الخاص بالمعلومات وإنتاج شيء ذو قيمة وبيعه في السوق.
- بيع المعلومات مباشرة للمستخدمين.

*: القيمة المحورية يقصد بها القيمة العادلة المحسوبة و التي تعني القيمة الحقيقية بحيث تمكن المستثمر بمقارنتها بالقيمة السوقية فيتخذ قرار الاستثمار فيها.
1 : محمد أحمد سلام ، مرجع سابق ، ص103.

- النشر المجاني للمعلومات لتشجيع شراء سلع أخرى.
- التضليل والخداع في المعلومات.

الطرف الثاني: مستخدم المعلومات ولديهم أربعة حالات ممكنة لاستخدامها وهي:

- الحصول عن المعلومات بالطريقة المباشرة عن طريق السؤال والبحث.
- شراء المعلومات من السوق مباشرة .
- الحصول على المعلومات مجاناً.
- تقييم المعلومات المتاحة.

و مما سبق ذكره يتضح أن أهمية المعلومات ومدى توفرها في سوق الأوراق المالية وعدم تكافؤ المستثمرين أي المتعاملين في الحصول عليها من شأنه أن يؤثر على سير أداء السوق المالي الفعال ،وفي حالة عدم تكافؤ فرص حصول المتعاملين على المعلومات في سوق الأوراق المالية تسمى هذه الحالة بعدم تماثل المعلومات، أي امتلاك بعض المتعاملين لمعلومات لا يمتلكها الآخرون و هذا ينعكس في استمرارية النشاط داخل السوق من خلال عمليات البيع و الشراء و بالتالي زيادة عدد الصفقات في السوق يضمن شراء أو بيع أي سهم و هذا ما يرفع من مؤشر سيولة سوق الأوراق المالية.

المطلب الثاني: اتجاهات رفع الكفاءة وتحسين السيولة في سوق الأوراق المالية.

رغم التناقض الواضح في الكثير من الحالات بين السيولة والكفاءة إلا انه يمكن التوفيق بينهما و كتجربة ناجحة في أسواق رأس المال الأمريكية التي تعتبر هي الرائدة أو السبابة في هذا المجال، لذلك فإننا سنحاول من خلال هذه الدراسة إلقاء الضوء على مختلف السياسات والأساليب المستخدمة من أجل تحسين سيولة وكفاءة سوق رأس المال، وهذا من خلال تجارب الدول المتقدمة في هذا المجال انطلاقاً من ذلك نجد أن من أهم الاتجاهات المعتمدة لتحسين كفاءة وسيولة السوق الأمريكية يمكن أن نذكر :عمولة السمسرة، تحديث أدوات التعامل في سوق الأوراق المالية ، توحيد سوق الأوراق المالية أو خلق سوق الأوراق المالية قومي موحد .

01-عمولة السمسرة : يعتبر التحول من فرض عمولة سمسرة ثابتة إلى فتح المجال للتفاوض بشأن هذه العمولات من بين الإجراءات التي من شأنها أن تزيد من كفاءة وسيولة سوق رأس المال.فتخفيض العمولة من شأنه أن يشجع الاستثمار مما يساهم في زيادة حجم الأوامر واستمرارها ⁽¹⁾، بمعنى المساهمة في تحقيق صفتي العمق والاتساع بالشكل الذي يخلق السيول ، كما أن تخفيض عمولة السمسرة يعتبر أحد شروط تحقيق الكفاءة الكاملة وهكذا نستطيع القول أنه يمكننا الجمع بين السيولة والكفاءة من خلال تخفيض العمولة.

02-تحديث أدوات التعامل : "في مارس 1976 أدخلت بورصة نيويورك نظام الكتروني لإبلاغ الأوامر DOT

1 : لطرش سميرة ، السيولة والكفاءة ، مرجع سابق ،ص، ص:220،221.

(Designated Order Turnaround) ، يسمح للسماز الذي يتمتع بعضوية النظام بإبلاغ أوامر السوق الصغيرة مباشرة إلى المكان الذي يوجد به المتخصص الذي يتعامل في السهم محل الأمر، وذلك من خلال طرف الحاسوب المتصل بالنظام ، دون أن يمر الأمر بالمقصورة التي يوجد فيها السماسرة الوكلاء وبمجرد تنفيذ الأمر يقوم المتخصص بإبلاغ بيت السمسرة بذلك من خلال طرف الحاسوب أيضا ، كل ذلك في خلال فترة لا تتجاوز في المتوسط دقيقتين. (1)

هذا، وفي البداية كان الحد الأقصى لعدد الأسهم التي يتضمنها الأمر 100 سهم ثم ارتفع بعد ذلك إلى 599 سهم. والآن زادت طاقة النظام وأصبح قادرا على تناول أوامر السوق على الأسهم الفردية بحد أقصى 2099 سهم ومن ثم فقد أطلق عليه بنظام سوبر دوت SUPER DOT .

ليس هذا فقط ، بل يقدم النظام الجديد الضمان بتنفيذ الأمر وإبلاغ النتيجة لمن أصدره، وذلك في حدود ثلاث دقائق. و إذا لم يبلغ صاحب الشأن في خلال تلك المدة فإن هذا يعد بمثابة رسالة ضمنية بأن الأمر قد تم تنفيذه بالسعر الذي كان يجري به التعامل في لحظة صدور الأمر وإلى جانب ذلك يتعامل "السوبر دت" مع أوامر سوق أكبر في حدود 30099 سهم ولكن دون ضمان لوقت التنفيذ.

إن إن إدخال هذا النوع من الأنظمة على أسواق رأس المال من شأنه أن يعفي المستثمرين من دفع عمولة تجار الصالة وهو ما يساهم في رفع كفاءة وسيولة السوق.

03-خلق سوق رأسمال أمريكي موحد : في محاولة لرفع كفاءة وسيولة أسواق رأس المال أدخل الكونجرس الأمريكي في عام 1975 ، تعديلات على قوانين الأوراق المالية أعطيت بمقتضاها لجنة الأوراق المالية والبورصة صلاحية التصرف من أجل توحيد كافة أسواق الأوراق المالية المنظمة وغير المنظمة في سوق قومي واحد وذلك من خلال ربط كافة الأسواق بشبكة اتصالات إلكترونية ، من شأنها أن تزيد من حجم المعلومات المتاحة وضمان سرعة وصولها إلى الأطراف المعنية هذا بالإضافة إلى إتاحة أفضل فرص ممكنة للمستثمرين لأن يبرموا الصفقات في ظل أفضل الشروط. (2) وكننتيجة لذلك تزيد مؤشرات كفاءة السوق من خلال توفير المعلومات و سهولة تداولها ووصولها إلى المستخدمين بتكاليف منخفضة تقريبا إلى جانب التشجيع للاستثمار في هذه السوق الموحدة الكفاءة وهذا ما يجعلها أكثر سيولة بزيادة النشاط فيها و تضاعل تكاليف التعامل فيها.

ولخلق سوق موحدة لا بد من توفر مجموعة من العوامل منها مركزية التقارير والمعلومات، ومركزية المعلومات عن الأسعار، ومركزية دفتر الأوامر المحددة ، بالإضافة إلى المنافسة المفتوحة.

ومما سبق نجد أن العمل على جعل سوق الأوراق المالية أكثر كفاءة و أكثر جاذبية للاستثمار فيها من خلال توفير مناخ يمتاز بقله التكاليف و وسائل تواصل متطورة ، هذا يجعل حجم الصفقات و التداول في سوق

1 : منير إبراهيم هندي ، مرجع سابق ، ص 195.

2 : لطرش سميرة ، السيولة والكفاءة ، مرجع سابق ، ص 221 .

الأوراق المالية أكثر اتساعا و سوف ينعكس كل ذلك على زيادة مؤشر سيولة السوق مما يجعل المستثمر أكثر ثقة للتعامل في هذه السوق القومية الموحدة.

المطلب الثالث: دور صانع السوق في تحقيق سيولة أكثر و كفاءة أكثر لسوق الأوراق المالية.

نظرا لتكرار الأزمات المالية أصبح تدخل الهيئات المنظمة لعمل سوق الأوراق المالية (خاصة البورصة) بإيجاد حلول تضمن عدم تكرار الأزمات من بينها صانع السوق وفي ما يلي نبذة عن مهامه وواقع صانع السوق في الدول العربية و المتقدمة.

الفرع الأول : مفهوم صانع السوق و مهامه.

إن صناع السوق هم جهات مرخص لها للعمل باستمرار علي تحديد سعر لسهم معين هو متخصص به أو أكثر بهدف تحقيق طلب وعرض أي سيولة دائمة ومستمرة علي ذلك السهم أو تلك الأسهم وصانع السوق لا يهدف إلي الربح وإنما يحققه من خلال القيام بمهمته. ويلتزم صانع السوق في كل يوم من أيام التداول بوضع أسعار معلنة لشراء وبيع ورقة مالية معينة ، أو أكثر، بحيث يفصل هامش صغير بين السعرين.⁽¹⁾

ويتاح للسماسة، عبر شاشات التداول ، متابعة الأسعار المعلنة من كافة صناع السوق ، وتكون هذه الأسعار المعلنة بالنسبة للصفقات التي تتم على عدد محدود من الأسهم ، أما بالنسبة للصفقات الكبيرة فيكون السعر المعلن قابلاً للتفاوض، وتعقد جميع الصفقات عبر الهاتف مع نشر الأنباء الخاصة به.

وفي السنوات الأخيرة ، أصبح لدى الأسواق الأكثر تقدماً نظماً تسمح بتنفيذ الطلبات الصغيرة اليكترونياً مع استمرار التفاوض بشأن أسعار تنفيذ الطلبات الكبيرة بواسطة الهاتف مع تأكيدها اليكترونياً وكما ذكرنا فإن رأسمال صانع السوق معرض للمخاطر ولا يسمح له بتقاضي عمولات عن البيع والشراء وإنما يحقق أرباحه من خلال الفرق بين السعر الذي يدفعه لشراء الأسهم والسعر الذي يبيعهها به ، وهذا ما يعرف بالفارق ، وفي ضوء دور صانعي السوق فإن تداول الأوراق المالية خارج البورصة يعتمد علي السعر المعلن ، والذي يتم التفاوض عليه مع صانعي السوق مستقبلاً.

وفي الأسواق التي تعتمد علي المزادات المستمرة يقوم بعض السماسرة الأعضاء ، ويطلق عليهم اسم الوسطاء الماليين المتخصصين ، بدور مماثل لصانعي السوق فهم يتعاملون علي ورقة مالية معينة أو أكثر لحسابهم الخاص بغرض تخفيض الفرق بين العرض والطلب علي الورقة المالية، ويقومون بدور المحفز بالنسبة

¹ : رمضان الشراح ، "صناع السوق التجربة الكويتية" ، مجلة جسر التنمية ، العدد 27 ، مارس 2004 ، ص 02.

للطلبات الكبيرة وذلك بالجمع بين مختلف السماسرة الذين يرغبون في شراء وبيع نفس الورقة المالية ويوفر المتخصصون عنصر استقرار في السوق بقيامهم بدور المشتري عندما تسود رغبة البيع بين المستثمرين وبدور البائع عندما يغلب الطلب.

الفرع الثاني: أهمية صناع السوق.

تظهر أهمية وجود صناع لأسواق رأس المال خاصة عندما تكون أسعار كثير من أسهم الشركات المدرجة بالسوق مرتفعة بنسب كبيرة اعتماداً على الإشاعات والمضاربات ، ومن دون مبررات منطقية بحيث تصبح أسعار أسهم هذه الشركات لا تتناسب ومستوي أدائها أو القيمة الحقيقية لأصولها، ويلعب صانعي السوق دوراً بالغ الأهمية في كل أسواق الأوراق المالية العالمية ، والبعض لا يتصور إمكان الاستغناء عنهم من دون التسبب في تعطيل حركة التداول وتهميش آليات السوق وانخفاض كفاءتها. فلا يمكن في وجود صناع للسوق أن تتدفق عروض بيع من دون أن يقابلها طلب شراء ، أو وجود طلبات شراء من دون أن يقابلها في الجانب الآخر طلبات بيع. وبالتالي تحتفظ الأسواق دائماً بحال من التوازن بين العرض والطلب وانحسار الفجوة بين سعري البيع والشراء ، ويتحقق لهذه الأسواق أهم وظائفها وهي القدرة علي تسهيل الأوراق المالية بسرعة وسهولة وإيجاد توازن مستمر بين العرض والطلب ، مما يحد من تقلبات الأسعار صعوداً أو هبوطاً ويؤدي إلى استقرارها واقتربها من الثمن العادل ، فضلاً عن ضمان استمرارية السوق في القيام بواجباتها وتحقيق أهدافها بعيداً عن الأزمات المالية.⁽¹⁾

الفرع الثالث: واقع صانع السوق في الدول المتقدمة و الدول العربية.

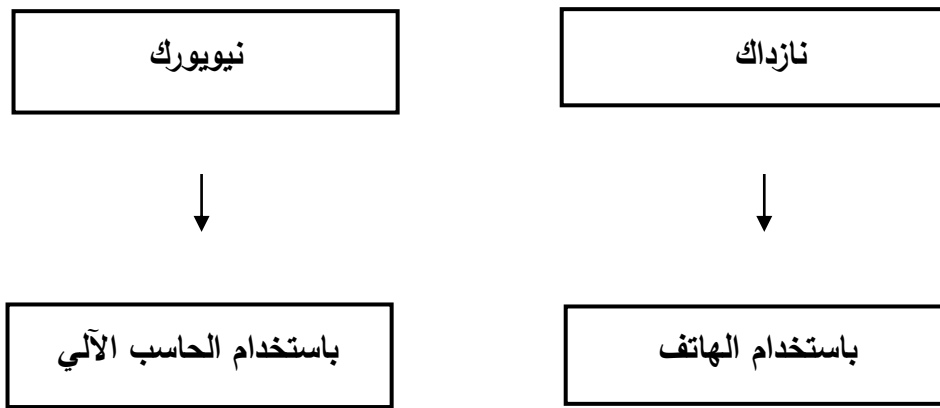
01-صانع السوق في الدول المتقدمة.

- الولايات المتحدة الأمريكية: إن عدد المتخصصين في بورصة نيويورك يتجاوز 350 شخصاً والشخص المتخصص هو الذي يجمع بين وظيفة المتعامل والوسيط ، فحينما يبيع ويشترى لحسابه ، فهو يقوم بعمل المتاجر أو المتعامل ، ويحقق بذلك هامشاً من الربح الناتج من الفارق بين الشراء والبيع ، بينما يتقاضى عمولة من عمليات البيع والشراء للجمهور أو من عملائه ، ويقتصر عمل هذا المتخصص عادة علي عدد قليل من الأوراق المالية أو الأسهم. وفي الأوقات التي تنشط فيها السوق. فإنه يتعامل في ورقة واحدة أو أسهم شركة واحدة وبسبب التخصص ، يصبح صانع السوق ملماً بكل ما يتعلق بالورقة المالية أو أسهم الشركة التي يعمل لها ، من حيث تاريخها المالي وكفاءة إدارتها وربحياتها وسلامة مركزها المالي والتصورات المستقبلية لأدائها

¹ : زياد فراس الذنبيات ، مرجع سابق ،ص 168 .

والسعر العادل لأسهمها، وبالتالي يتدخل صانع السوق عندما يجد عروض بيع علي أسهم الشركة في شكل مبالغ فيه ومن دون مبرر منطقي، فيتدخل في هذه الحال كمشتتر والعكس صحيح فيبيع عندما تتوافر طلبات شراء بكميات كبيرة من أسهم الشركات من دون وجود مبررات منطقية لهذا الطلب، وصانع السوق يعلن يومياً عن أسعار البيع والشراء للورقة المالية المتخصص بها. (1)

- **بريطانيا:** في بورصة لندن يوجد مجموعة من صانعي السوق المرخص لهم ولكن للشركات الصغيرة قليلة التداول وليس للشركات الكبيرة ذات التداولات النشطة.



02-صانع السوق في الأسواق المالية العربية: في ظل غياب صناع السوق في الأسواق المالية العربية فمن المفترض بالاستثمار المؤسسي والذي يتكون من المحافظ الاستثمارية الجماعية (صناديق الاستثمار المشتركة) وصناديق التقاعد والمعاشات إضافة إلي محافظ المصارف وشركات التأمين وغيرها من محافظ الشركات المساهمة العامة ، أن يلعب دوراً مشابهاً لدور صانع السوق من خلال الحفاظ علي استقرار الأسواق المالية العربية ، من حيث شراء أسهم الشركات المساهمة العامة المدرجة عندما تنخفض الأسعار دون قيمتها العادلة وبيع الأسهم عندما ترتفع فوق قيمتها العادلة ، وبالتالي يحافظ على استقرار الأسواق وكفاءتها ومصداقيتها إضافة إلي أهميته في تعزيز أداء الأسواق المالية وارتفاع مستوى نشاطها في ظل وجود متخصصين محترفين يشرفون علي إدارة هذه الصناديق والمحافظ الاستثمارية ، وامتلاكها سيولة عالية وحجماً كبيراً من الأسهم المتداولة. (2)

إن محدودية الدور الذي لعبه الاستثمار المؤسسي خلال فترة تصاعد حدة المضاربات التي تعرضت لها

¹ :منير إبراهيم هندي ، مرجع سابق ، ص 107 .
² : زياد فراس الذنبيات ، مرجع سابق ، ص 168 .

الأسواق المالية العربية ، ومحدودية دورها خلال الفترة التي تتراجع فيها أسعار أسهم كثير من الشركات القيادية والواعدة من دون مبررات منطقية، ويعود ذلك إلي أسباب عدة منها محدودية حجم الاستثمار المؤسسي في مقابل حجم أموال المضاربين بمختلف شرائحهم ، وحيث وصلت قيمة أموال المضاربين بعد الاتساع الكبير في قاعدتهم إلى أضعاف حجم الاستثمار المؤسسي .⁽¹⁾

إضافة إلي أن عدداً كبيراً من مديري المحافظ الاستثمارية ، تحولوا إلي مضاربين سواء بالبيع أو الشراء بهدف تحقيق أعلى مستوى من الأرباح بغض النظر عن الأسعار العادلة لأسهم الشركات المدرجة والمتداولة إضافة إلي تجاهل مكبرات الربحية التي تجاوزت الحدود المقبولة في الأعراف الاستثمارية وبالتالي أنضم مديرو هذه المحافظ إلي شريحة المضاربين في تجاهل المؤشرات المالية للشركات وتجاهل القيمة الحقيقية لأصولها، وما تشهده معظم الأسواق الخليجية والعربية خلال الفترة الماضية من تصحيحات مؤلمة ، كما يري بعض المحللين ، هو نتاج طبيعي لمجموعة من التطورات السلبية والأخطاء الفنية التي ظلت تتراكم علي هذه الأسواق طيلة الفترة الماضية ، والتي لم يلتفت إليها أحد في ظل ربحية جميع المستثمرين والمضاربين في الأسواق ، وفي ظل غياب الرؤية الواضحة لدى المتعاملين بالأسهم ، واستمرار مفهوم المضاربة علي الاستثمار حتى بلغت هذه الظاهرة من العمق والحضور و الانتشار درجة أصبحت معها الأصل في التعامل وليس الاستثناء ، ما أنتج تشويهاً واضحاً لعميلة اتخاذ القرار الاستثماري.

المطلب الرابع: علاقة السيولة بعائد السوق في سوق الأوراق المالية.

لقد عرفنا مما سبق ذكره، أنه يقصد بسيولة السوق إمكانية شراء وبيع الأوراق المالية بسهولة وبسرعة، وكلما كان سوق الأوراق المالية يتمتع بالسيولة كلما دل ذلك على كفاءته وفي المقابل نجد أن تطور سوق الأوراق المالية يتبعه زيادة في عائد السوق النابع من زيادة في قيمة المؤشر العام للسوق وفي ما يلي توضيح للعلاقة التي تربط بين كل من المؤشرين السيولة و عائد السوق في سوق الأوراق المالية و بداية نستعرض أهم الأزمات المالية التي مست أسواق الأوراق المالية في العالم ونتائجها على تراجع معدلات التداول و كذا أثر ذلك على المؤشر العام للسوق.

الفرع الأول: الأزمات المالية وأهم نتائجها على أسواق رأس المال.

لدراسة الأزمات المالية التي مست أسواق رأس المال لا بد أولاً من إعطاء تعريف لها.

¹ : السيد عليوة ، مرجع سابق ، ص 165.

أولاً: تعريف الأزمة المالية: وهي تعني الانخفاض المفاجئ في أسعار نوع أو أكثر من الأصول ، و الأصول إما رأس مال مادي و إما أصول مالية ، وهي حقوق ملكية لرأس المال المادي ،مثل الأسهم و حسابات الادخار أو إنها حقوق ملكية للأصول المالية (مشتقات مالية) ، فإذا انهارت قيمة الأصول فجأة ، فان ذلك قد يعني إفلاس أو انهيار قيمة المؤسسة التي تملكها ، وقد يحدث مثل هذا الانهيار المفاجئ في أسعار الأصول نتيجة انفجار فقاعة سعرية مثلاً و التي تعني بيع و شراء كميات ضخمة من نوع أو أكثر من الأصول المالية أو المادية بأسعار تفوق أسعارها الطبيعية أو الحقيقية.(1)

إن يدل مفهوم الأزمة المالية على وجود انخفاض أسعار الأصول المالية إلى جانب تحقق خسارة وهما يتعلقان بمؤشري السيولة و عائد السوق مما يعني وجود رابط بين هاذين المؤشرين ،وفي ما يلي نستعرض نتائج أهم الأزمات المالية على أسواق رأس المال.

ثانياً: نتائج أهم الأزمات المالية على سوق الأوراق المالية:

01- أزمة عام 1866 :

تعتبر هذه الأزمة من أقدم الأزمات التي عرفها العالم و تسمى أيضا بأزمة الجمعة الأسود و التي نتج عنها إفلاس العديد من البنوك البريطانية، كان بدايتها بإفلاس بنك overend & Gurney maison d'escompte و كذلك بأزمة سيولة حادة بينك Mid-Wales Railway Company ، و توالى بعدها إفلاس العديد من البنوك متسببة بانهيار البورصة في يوم 11 ماي 1866 بسبب خسارة كبيرة في قيمة مؤشرات السوق، حيث عرف هذا اليوم بيوم الجمعة الأسود ، و انتقلت عدوى هذه الأزمة لتصيب كامل أوروبا .(2)

02- أزمة الكساد العظيم 1929 :

في يوم 24 أكتوبر 1929 و الذي عرف باسم الخميس الأسود تم طرح 19 مليون سهم للبيع دفعة واحدة فكان العرض أكبر بكثير من الطلب، مما أدى إلى هبوط حاد لأسعار الأسهم بنسبة 13 % ، و انهارت بذلك بورصة "وول ستريت (يعني تراجع حاد في قيمة المؤشر العام)" ،حيث انخفضت الودائع لدى البنوك بنسبة 33% ووصل عدد البنوك المفلسة 40 % وانخفضت أسعار الفائدة في بداية الأزمة نتيجة تزايد الطلب على النقود (تراجع الطلب على الأوراق المالية) مما أدى إلى إطالة مدة الأزمة ، ثم توالى الانهيارات والخسائر في أسواق

1 : مفتاح الصالح ، "الأزمة الاقتصادية العالمية" ، مجلة اقتصادية و إدارية ، جامعة محمد خيضر بسكرة ، العدد 08 ، سنة 2010 ، ص 2.
2 : سلطان مونية ، "كفاءة الأسواق المالية الناشئة و دورها في الاقتصاد الوطني" ، أطروحة دكتوراه علوم اقتصادية تخصص النقود و البنوك و الأسواق المالية ، جامعة محمد خيضر بسكرة ، سنة 2015 ، ص 118.

المال العالمية لتمتد آثار هذه الأزمة المروعة إلى اقتصاديات دول العالم (1).

03- الأزمة الآسيوية (النمور الآسيوية):

شهدت الأسواق المالية لدول جنوب شرق آسيا (النمور الآسيوية) انهيارا كبيرا منذ يوم الاثنين 1997/10/2، والذي أطلق عليه بيوم الاثنين المجنون حيث ابتدأت الأزمة من تايلندا ثم انتشرت بسرعة إلى بقية دول المنطقة حينما سجلت أسعار الأسهم فيها معدلات منخفضة بشكل حاد، فانخفض مؤشر البورصة فيها بنحو 1211 نقطة لأول مرة منذ أكثر من ثلاثين سنة، إضافة إلى انخفاض مؤشرات بقية بورصات دول المنطقة، دون أن يكون متوقعا انهيار هذه الأسواق بهذه الدرجة و السرعة نظرا لما تتمتع به اقتصاديات الدول المعنية من معدلات نمو مرتفعة في السنوات الأخيرة (7% - 8% كمتوسط)، وتنوع قاعدتها التصديرية، واندماج أسواقها و اقتصادياتها في الأسواق العالمية، حيث أدى انتشار التخوف من تداعيات عجز الموازنة وخاصة عجز الميزان التجاري لدولة تايلندا، أدى إلى طرح عدد كبير من الأسهم للبيع كمحاولة لهروب رأس المال الأجنبي و التخلص من الأوراق المالية في ظل حرية حركة رؤوس الأموال الدولية وبالتالي انخفضت قيمة الأسهم بأكثر من 50 %، فانهار المؤشر العام للسوق في ظل التراجع المستمر للأسعار.

04- أزمة فقاعات شركات الانترنت وتكنولوجيا المعلومات عام 2000:

عرف قطاع تكنولوجيا المعلومات و الانترنت في الولايات المتحدة الأمريكية تطور كبيرا قبل سنة 2000 الأمر الذي أدى إلى إدخال أسهم الكثير من شركات هذا القطاع في سوق الأوراق المالية فارتفعت أسعار أسهم هذا القطاع بالولايات المتحدة الأمريكية و الذي يعرف باسم مؤشر ناسداك (Nasdaq) المكون لتلك الشركات بصورة كبيرة، و لكن مع التخوفات والذعر الذي أصاب العالم من إمكانيات توقف أجهزة الإعلام الآلي و حصول اختلال في الأنظمة الإلكترونية مع مطلع سنة 2000 أدى إلى هبوط حاد في مؤشر نازداك محققا خسائر كبيرة تبعا لمحاولة التخلص من أسهم شركات تكنولوجيا المعلومات.(2)

05- الأزمة المالية العالمية 2008 :

من أهم نتائج هذه الأزمة كان تراجع أسواق السويد وهولندا والنرويج وبلجيكا والنمسا والدنمارك وفنلندا، وانخفض مؤشر فاينانشيال تايمز البريطاني وداكس الألماني وكاك 40 الفرنسي وفوستي البريطاني وميبتل الإيطالي وتوبكس الأوسع نطاقا والذي سجل أدنى نقطة منذ نوفمبر من عام 2006 ومؤشر نيكاي الياباني الذي

1 : سلطان مونية، مرجع سابق، ص 118.

2 : نفس المرجع، ص 119.

أقل عند أقل معدل له منذ ثمانية أشهر لنفس السنة ، وذلك بعد أن انعكست مشاعر المستثمرين المضطربة بشكل واضح على مؤشر داو جونز الصناعي الذي اهتز بعنف لينخفض إلى مستويات أدنى من حاجز 13000 نقطة، بينما فقد مؤشر ناسداك نحو 1.7 % من قيمته وهذا بسبب تراجع معدلات التداول و تمثلت الأوامر في السوق في عمليات البيع وهذا أدى انخفاض مستويات الأسعار مؤدية إلى ضرب قيم مؤشرات أسواق الأوراق المالية و زادت الأمور توترا بعد فشل بنكي الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، والبنك المركزي الأوروبي في التخفيف من حدة تراجع المؤشرات على الرغم من ضخ نحو 121.6 مليار دولار لطمأنة المستثمرين ووقف نزيف التراجع، حيث إنه خلال يوم واحد من التعامل فقد مؤشر داو جونز قرابة 400 نقطة في حين تراجع مؤشر ستاندرد آند بورز بواقع 150 نقطة.

ومن خلال هذه النتائج التي هزت أسواق رأس المال العالمية عبر هذه الأزمات ، الملاحظ هو اشتراكها في سبب واحد وهو سيادة حالة الخوف و الذي قد يصل إلى حد الرعب من المجهول الذي يضمه إطار الأزمة ، وهو ما أسماه الاقتصاديون بالذعر المالي في أسواق رأس المال وبالتالي هذا الذعر يترجم في انسحاب المستثمرين من الأسواق والذي ينعكس في تراجع معدلات حجم التداول مسببا خسائر في قيمة المؤشر العام للسوق محدثا خسائر في عوائد المستثمرين في هذه البيئة من أسواق رأس المال.

الفرع الثاني: علاقة السيولة بعائد السوق في سوق الأوراق المالية.

إن زيادة قيمة مؤشر السيولة في سوق الأوراق المالية إنما تدل على زيادة حجم التداول في سوق الأوراق المالية وهذا واضح من خلال المفاهيم المقدمة سابقا، و في المقابل هذا سيؤدي حتما إلى نمو في عائد السوق و الذي يمكن قياسه و تتبع تغيراته بواسطة مؤشرات سوق الأوراق المالية ، كما سبق أن تطرقنا إليه ،إذن الرابط بين سيولة السوق و عائد السوق هو حجم التداول بحيث أن زيادة هذا الأخير تعني زيادة حجم الصفقات المبرمة في السوق أي زيادة العرض و الطلب على الأسهم في سوق الأوراق المالية وهذا ما يسمح للمؤشر العام للسوق بالارتفاع عما كان عليه محققا معدلات عائد أكبر.

و من جهة أخرى فإن حجم التداول ما هو إلا ناتج عن سلوك المستثمرين في سوق الأوراق المالية فمجموع الصفقات المبرمة (القيمة السوقية) يساوي حجم التداول ، و كما أشرنا سابقا فإن سلوك المستثمر يتأثر بأي معلومة تتاح داخل سوق الأوراق المالية ، و لتتبع أثر سيولة السوق على عائد السوق سوف نستعرض أهم الأزمات المالية التي مست أسواق رأس المال ، لأنها أفضل مثال عن ما قد يسببه تبخر حجم التداول بسبب المعلومات الخاطئة أو الإشاعة الذي ينتج عنه الذعر المالي ، و بالتالي نتائج ذلك على أسواق رأس المال وعوائده .

الخلاصة:

من خلال تطرقنا لمفهوم سيولة سوق الأوراق المالية الذي يعتبر كمؤشر من مؤشرات كفاءة السوق و بالإضافة إلى علاقتها بعائد السوق اتضح لنا ما يلي :

- ✓ سيولة السوق تعني زيادة عدد الصفقات المبرمة بحيث تتم بدون تغيير كبير في الأسعار و بأقل التكاليف .
- ✓ هناك دور كبير تلعبه المعلومات الواردة إلى السوق من خلال التأثير في أسعار الأوراق المالية .
- ✓ هناك علاقة طردية بين سيولة السوق و العائد بحيث أن زيادة معدلات مؤشر السيولة الواضحة في زيادة حجم الصفقات و حجم التداول تنعكس على قيمة المؤشر العام لسوق الأوراق المالية بالزيادة في نفس الاتجاه، و العكس صحيح ، كما ورد في ظل الأزمات المالية حيث أن تراجع قيم حجم التداول أو تبخرها في بعض الأزمات نتيجة الذعر المالي ،أدى ذلك إلى تراجع حاد في عائد السوق و تحقيق خسائر كبيرة.

وفي الفصل الموالي سنختبر هذه العلاقة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2000-2015.

تمهيد:

نظرا للتطور الكبير الذي تعرفه بورصة عمان للأوراق المالية و تحولها إلى قطب هام لجذب رؤوس الأموال الباحثة عن العائد و الأرباح و خاصة بعد الأزمة المالية العالمية 2008 ، و لهذا وتماشيا مع موضوع البحث ، تم تخصيص هذا الفصل لاختبار أثر السيولة على عائد السوق في سوق الأوراق المالية في بورصة عمان للأوراق المالية ، و لذلك سنحاول دراسة سوق عمان للأوراق المالية في الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى سنة 2015 ، كمحاولة لإسقاط ما تم تناوله في الجانب النظري وتم التطرق في هذا الفصل نبذة عن نشأة وتطور بورصة عمان للأوراق المالية في المبحث الأول، وكذا محاولة تحليل للبيانات المستخلصة من بورصة عمان للأوراق المالية بخصوص مؤشر السيولة و كذا المؤشر العام للبورصة وحساب عائد السوق بواسطته بالإضافة إلى مبحث ثاني نحاول من خلاله تحديد العلاقة بين مؤشري السيولة وعائد السوق وبناء نموذج قياسي يمكن من خلاله توضيح العلاقة بين عائد السوق و مؤشرات السيولة.

المبحث الأول: ماهية بورصة عمان للأوراق المالية.

سنعرض في هذا المبحث لنشأة و تطور سوق الأوراق المالية بالأردن ثم لهيكله من خلال الإصلاحات التي تم استحداثها و تطويرها ، وأخيرا أهداف بورصة عمان للأوراق المالية.

المطلب الأول: نشأة سوق الأوراق المالية الأردنية.

بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن والتداول بأسهم هذه الشركات منذ فترة طويلة سبقت إنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية، فقد بدأ الجمهور الأردني الاكتتاب بالأسهم والتعامل بها منذ أوائل الثلاثينات حيث تم تأسيس البنك العربي عام 1930 كأول شركة مساهمة عامة في الأردن وشركة التبغ والسجائر الأردنية عام 1931 وشركة الكهرباء الأردنية عام 1938 وشركة مصانع الأسمنت الأردنية عام 1951 ، كما تم إصدار سندات القرض لأول مرة في الأردن في أوائل الستينات ونتيجة لذلك فقد ظهرت في الأردن سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية وذلك من خلال مكاتب غير متخصصة مما دعا الحكومة إلى التفكير جدياً بإنشاء سوق لتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وكذلك حماية صغار المدخرين وذلك من خلال إيجاد آلية لتحديد السعر العادل للورقة المالية بناء على قوى العرض والطلب وقد دعت خطط التنمية الاقتصادية المتعاقبة لإنشاء مثل هذا السوق حيث بدأت الجهات المختلفة وبدعم من الحكومة بالتحضير لإنشاء سوق منظم للأوراق المالية ، حيث قام البنك المركزي خلال عامي 1975 و 1976 وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية (International Finance Corporation IFC) المنبثقة عن البنك الدولي بإجراء دراسات مكثفة تبين منها بأن حجم الاقتصاد الوطني ومساهمة القطاع الخاص فيه من خلال الشركات المساهمة العامة وتوزيع مساهمته فيها على عدد كبير من المستثمرين يبرر إنشاء هذه المؤسسة ، إذ من المتوقع منها أن تضيف إلى السوق المالي الأردني أعمالاً تقتضى التطور الاقتصادي تغطيتها وتلبيتها دعماً له وبعثاً لمزيد من النشاط الاقتصادي وكثيرة لهذه الجهود فقد صدر القانون المؤقت رقم (31) لسنة 1976 والذي تم بموجبه تأسيس ما كان يعرف بسوق عمان المالي Amman Financial Market AFM وتم تشكيل لجنة لإدارة سوق عمان المالي بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 1977/03/16 ، وبأشرت اللجنة مهمتها منذ ذلك التاريخ ، كما باشر السوق أعماله بتاريخ 1978/01/01 ، وكان قانون سوق عمان المالي قد حدد أهداف السوق آنذاك بتنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية ، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني وتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وبما يضمن مصلحة البلاد المالية وحماية صغار المدخرين، بالإضافة إلى توفير البيانات والإحصائيات اللازمة

لتحقيق أهداف السوق .ومنذ إنشاء السوق أوكل إليه القيام بدورين أساسيين وهما دور الهيئة المنظمة لسوق رأس المال أو ما يعرف ب: Securities and Exchange Commission SEC ، وكذلك القيام بدور البورصة التقليدية للأوراق المالية¹ Stock Exchange.

المطلب الثاني: الإصلاحات الهيكلية لسوق رأس المال الأردني.

تبنّت الحكومة الأردنية سياسة إصلاح شاملة لسوق رأس المال تقوم على أساس البناء على ما تم إنجازه خلال العشرين سنة الماضية، وذلك تعزيزاً لنمو القطاع المالي وتوسيع وتنويع قاعدة الاقتصاد الأردني وسعيًا للارتقاء إلى المعايير الدولية في مجال تنظيم سوق الأوراق المالية .وتتمثل أهم ملامح التوجه الجديد في إحداث تغييرات مؤسسية في سوق رأس المال واستخدام أنظمة التداول والتسوية والمقاصة الإلكترونية وإزالة كافة معوقات الاستثمار وتقوية الرقابة على سوق رأس المال وصولاً إلى أعلى مستوى من الشفافية وتحقيق سلامة التعامل بالأوراق المالية، وبما يتناسب مع التوجه نحو العولمة والانفتاح على العالم الخارجي.⁽²⁾

وقد كان صدور قانون الأوراق المالية المؤقت رقم 23 لسنة 1997 من أهم معالم هذه التطورات حيث يعتبر هذا القانون نقلة نوعية ونقطة تحول هامة في سوق رأس المال الأردني، حيث هدف هذا القانون إلى إعادة هيكلة وتنظيم سوق رأس المال الأردني واستكمال بنيته التحتية بما يتفق والمعايير الدولية تحقيقاً للشفافية وسلامة التعامل بالأوراق المالية .ويتمثل الطابع المركزي في إعادة الهيكلة في فصل الدور الرقابي والتشريعي لسوق رأس المال عن الدور التنفيذي والذي سيترك للقطاع الأهلي حيث تتولى هيئة الأوراق المالية الدور الرقابي والتشريعي ، وتتولى بورصة عمان " سوق الأوراق المالية ومركز إيداع الأوراق المالية " الدور التنفيذي وبموجب هذه الأهداف فقد تضمن القانون إنشاء ثلاث مؤسسات جديدة لتحل محل سوق عمان المالي وهي:هيئة الأوراق المالية، مركز إيداع الأوراق المالية، و بورصة عمان للأوراق المالية.³

الفرع الأول: هيئة الأوراق المالية (Jordan Securities Commission) .

هيئة الأوراق المالية هي هيئة ترتبط برئيس الوزراء مباشرة، كما وأنها تتمتع بالاستقلال المالي والإداري عن دوائر الدولة . والهدف من إنشاء هذه الهيئة هو توفير المناخ المناسب لضمان سلامة التعامل في الأوراق المالية وتنظيم سوق الأوراق المالية وسوق رأس المال ،بالإضافة إلى حماية المستثمرين في السوق من الغش

¹ : زيد حياة ،"دور التحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري بالأسهم"،مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير علوم اقتصادية تخصص الأسواق المالية و البورصات،جامعة محمد خيضر ببيكرة ،سنة 2015، ص 150.

² : زياد فراس الذنبيات ، مرجع سابق ،ص 203.

³ : نفس المرجع ، ص 203.

والخداع ، وللهيئة مجلس يسمى مجلس المفوضية والذي يتكون من خمسة أعضاء طبيعيين متفرعين ومتخصصين (ومن بينهم الرئيس ونائب الرئيس).

والمهمة الأساسية لهذه الهيئة تنظيم ومراقبة كل ما يتعلق بالأوراق المالية وسوقها في المملكة الأردنية وإدراجها وتداولها وتسوية أثمانها، واعتماد أنواع الأوراق المالية المقبولة للتداول، والتحقق في أي مخالفات لأحكام قانون الأوراق المالية والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاه، والإشراف والرقابة على البورصة وعلى مركز إيداع الأوراق المالية، وشركات الخدمات المالية، والشركات المساهمة العامة المسجلة في السوق وصناديق الاستثمار.⁽¹⁾

الفرع الثاني: مركز إيداع الأوراق المالية (Securities Depository Center) .

وهو مركز لتسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية في البورصة، ولتسوية أثمان تلك الأوراق المالية بين الوسطاء الماليين، ويكون هو الجهة الوحيدة في المملكة المصرح لها بموازنة هذا العمل، ويتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري، وله بهذه الصفة القيام بجميع التصرفات القانونية بما في ذلك إبرام العقود وتملك الأموال المنقولة وغير المنقولة والتصرف بها، وأن ينبى عنه في الإجراءات القضائية احد المحامين ويهدف المركز إلى الحفاظ الأمين لملكية الأوراق المالية المدرجة في البورصة، ولا يهدف المركز إلى الربح ولا يخضع لقانون الشركات، ولا يجوز له القيام بالأعمال التجارية أو أن يكون له نفع خاص في أي مشروع أو أن يفتني أو يمتلك أي أوراق مالية⁽²⁾ .

ويتم تسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية المتداولة في البورصة، وتسوية أثمان تلك الأوراق بين الوسطاء الماليين ، بموجب قيود تدون في سجلات المركز، وتعد القيود المدونة في سجلات المركز وحساباته سواء أكانت مدونة يدويا أو الكترونيا أو أي وثائق صادرة عنه دليلا قانونيا على ملكية الأوراق المالية المبينة فيها، وعلى تسجيل ونقل ملكية تلك الأوراق المالية ، وعلى تسوية أثمانها بين الوسطاء الماليين، وذلك بتاريخ تلك السجلات أو الحسابات أو الوثائق ما لم يثبت عكس ذلك.

الفرع الثالث: إنشاء بورصة عمان للأوراق المالية (Amman Stock Exchange).

تولت بورصة عمان اعتبارًا من 1999/03/11 مهامها كمؤسسة أهلية مستقلة إداريا وماليًا ولا تهدف إلى

¹ زيد حياة ، مرجع سابق ،ص 150.

² لطرش سميرة ،"كفاءة سوق الأوراق المالية و أثرها على قرار الاستثمار بالأسهم"،مرجع سابق ،ص 112.

الريح وكجبهة وحيدة مصرح لها مزاوله العمل كسوق نظامي لتداول الأوراق المالية في المملكة الأردنية الهاشمية تخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية وذلك استناداً إلى أحكام قانون الأوراق المالية رقم (23) لسنة 1997. ثم صدر قانون الأوراق المالية الجديد رقم (76) لسنة 2002 والذي سمح بإنشاء أكثر من سوق لتداول الأوراق المالية في المملكة.

وكما ذكرنا سابقاً لقد جاء إصدار قانون الأوراق المالية لعام 1997 في الأردن بهدف إعادة هيكلة وتنظيم سوق رأس المال الأردني واستكمال البنية التحتية لسوق الأوراق المالية ليواكب الأسواق المالية الدولية و يكمن الطابع الأساسي في هذه الهيكلة الجديدة في فصل الدور الرقابي لسوق رأس المال عن الدور التنفيذي حيث كان سوق عمان المالي يقوم بهذين الدورين معاً، وقد شكلت هيئة الأوراق المالية كهيئة رقابية حكومية للإشراف على سوق رأس المال وتم تأسيس بورصة عمان سوق الأوراق المالية ومركز إيداع الأوراق المالية كمؤسستين مستقلتين تداران من قبل القطاع الخاص .

فبورصة عمان مؤسسة خاصة ، تتفرد بممارسة التعامل بالأوراق المالية كسوق نظامية ولا تخضع لقانون الشركات وتضم الوسطاء الماليين كأعضاء في الهيئة العامة ويديرها مجلس إدارة يتكون من سبعة أعضاء ثلاثة منهم يمثلون شركات الخدمات المالية ،كوسطاء ماليين ، وعضوين يمثلان البنوك التي تمارس شركات الخدمات المالية والوساطة المالية ، المملوكة من قبل البنوك أو التابعة لها .وأخيراً عضوين تعينهما هيئة الأوراق المالية من ذوي الخبرة القانونية والمالية.⁽¹⁾

الفرع الرابع: قانون الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان.

في إطار تشجيع الاستثمار الأجنبي صدر نظام رقم 54 لسنة 2000 ليلغي النظام السابق لسنة 1997، والذي ألغى الحد الأقصى لملكية الأجانب والبالغة 50 % وأصبح المستثمرون الأجانب يعاملون معاملة المستثمرين الأردنيين ، ويستطيعون امتلاك كل أو جزء من رأس مال الشركات أو المشاريع باستثناء بعض القطاعات التي يجب أن لا تتجاوز ملكيتهم فيها 50 %، وهي ثلاث قطاعات إستراتيجية البناء والتجارة والصناعة .

وأيضاً تم اتخاذ قرار جد هام في نفس السنة وهو إلغاء القيود على التحويلات المالية، وأما فيما يخص

¹ : تقارير سنوية منشورة في الموقع الرسمي لبورصة عمان للأوراق المالية (www.exchange.jo) ،يوم:2017/04/08 ، الساعة 21:25 .

الضرائب فقد تم إعفاء الأرباح الرأسمالية من أي ضرائب، ويبقى فقط الضريبة على الأرباح المحصلة من قبل شركات المساهمة العامة الأردنية ب: 10 %.

والجدول التالي يبين لنا :

الجدول رقم (01): مساهمة الأجانب في القيمة السوقية لبورصة عمان في فترة (2010-2015)

السنة	2010	2011	2012	2013	1014	2015
النسبة من القيمة السوقية	49.562	51.326	51.743	49.890	48.843	49.538

المصدر: تقارير سنوية لبورصة عمان لسنوات 2010 إلى 2015.

ويلاحظ من الجدول أن التحفيز والامتيازات المقدمة من طرف دولة الأردن للمستثمرين الأجانب أنت أكلها حيث نلاحظ الاستقرار لمساهمة الأجانب في القيمة السوقية حيث لم تتغير كثيرا النسبة من 49,562 % سنة 2010 إلى 49,538 % في سنة 2015، كما أنها تعتبر أكبر نسبة بالمقارنة بالبورصات العربية الأخرى.

المطلب الثالث: أهداف بورصة عمان للأوراق المالية: تعمل بورصة عمان على تحقيق مجموعة من الأهداف تتمثل في:

- خلق بيئة استثمارية جاذبة وأمنة: و ذلك من خلال وضع معايير توفير كافة الوسائل التقنية والتشريعية الأزمة لجعلها محط اهتمام وجذب المستثمرين المحليين والأجانب.
- تطوير عمليات وأساليب تداول الأوراق المالية في البورصة: و ذلك من خلال توفير أنظمة الكترونية ووسائل ربط، وقاعات مجهزة بالأدوات والوسائل التقنية الحديثة.
- تطبيق أحدث المعايير العالمية: بالاعتماد على وضع وتطبيق الإجراءات وأساليب العمل الكفيلة بضمان تداول كفؤ وشفاف.
- نشر معلومات التداول إلى أكبر عدد ممكن من المتعاملين والمهتمين.
- زيادة نشر الوعي لكافة فئات المجتمع وبشكل خاص المتعاملين بالأوراق المالية.
- الشفافية والمصداقية في تعاملات البورصة.

- توفير سوق عادل للتعامل بالأوراق المالية يمتاز بدرجة عالية من الشفافية والكفاءة والسيولة والعمق.
- القيام بدورها في خدمة وتنمية الاقتصاد الوطني.
- مراقبة عمليات التداول في السوق والتنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات.
- كسب ثقة المتعاملين فيها من خلال التدريب والخبرة والكفاءة الإدارية لأعضائها.
- الانفتاح على العالم من خلال إقامة علاقات تعاون مع البورصات والجمعيات والمنظمات العالمية وإبرام الاتفاقيات معها، والمشاركة في المؤتمرات.

المبحث الثاني: مؤشرات بورصة عمان للأوراق المالية.

تبعاً لموضوع البحث ، سيتم تبيان كيفية حساب المؤشر العام لبورصة عمان للأوراق المالية والتغيرات التي وردت في كيفية حسابه ، بالإضافة إلى التطرق وتحليل لمؤشرات تطور عدد الشركات المدرجة في السوق و مؤشر حجم رأس المال السوقي و مؤشر السيولة و أخيراً تطور المؤشر العام و كذا قيمة العائد وهذا خلال فترة الدراسة الممتدة من سنة 2000 إلى سنة 2015.

المطلب الأول : المؤشر العام لبورصة عمان للأوراق المالية و طريقة حسابه.

لقد مرت عملية اعتماد طريقة حساب قيمة المؤشر العام لبورصة عمان للأوراق المالية بعدة مراحل نلخصها في المراحل التالية وصولاً إلى طريقة حساب المؤشر العام الحالي:

الفرع الأول: المرحلة الأولى: بدأ سوق عمان المالي منذ عام 1980 باحتساب رقم قياسي غير مرجح لأسعار الأسهم ، وتم اختيار عينة مكونة من 38 شركة من كافة القطاعات وذلك لاحتساب الرقم القياسي العام ، وقد تم تحديد أسعار افتتاح التداول الأول من شهر جانفي 1980 كفترة أساس بحيث تكون قيمة الرقم القياسي 100 نقطة، وقد تم تغيير قيمة الأساس إلى 1000 نقطة اعتباراً من بداية عام 2004 ، علماً بأنه إضافة إلى الرقم القياسي العام يتم احتساب أرقام قياسية لكافة القطاعات (مؤشرات قطاعية) وهي: قطاع البنوك والشركات المالية، التأمين، الخدمات والصناعة.

الفرع الثاني: المرحلة الثانية : ومن أجل مواكبة التطور، بدأ سوق عمان المالي منذ مطلع عام 1992 باحتساب رقم قياسي جديد مرجح بالقيمة السوقية وتم تحديد 31 ديسمبر 1991 كفترة أساس (قيمة الأساس للمؤشر العام= 100 نقطة)، تم تغييره إلى 1000 اعتباراً من بداية عام 2004. ويقوم هذا الرقم على أساس اختيار عينة مكونة من خمسين شركة ممثلة للسوق تم زيادتها إلى ستين شركة في عام 1994 والى سبعين شركة في عام 2001 والى 100 شركة في العام 2007 ، ولاختيار هذه العينة فقد تم اعتماد خمس معايير تعكس حجم الشركات ومدى سيولتها حيث تمثل هذه المعايير: القيمة السوقية للشركة ، وعدد أيام التداول ومعدل

دوران السهم وحجم التداول وعدد الأسهم المتداولة، كما يتم أخذ التمثيل القطاعي بعين الاعتبار عند اختيار العينة. (1)

الفرع الثالث: المرحلة الثالث: ونتيجة للتطورات العالمية في مجالات احتساب الأرقام القياسية وبهدف زيادة قدرة هذه الأرقام على عكس أداء السوق، قامت البورصة بتطوير رقم قياسي جديد مبنى على الأسهم الحرة (المتاحة للتداول) بحيث يعطي تمثيل أفضل لتحركات أسعار الأسهم في السوق ويخفف حدة تأثير الشركات ذات القيمة السوقية العالية بحيث يخفض ثقلها حيث تم احتساب هذا الرقم من خلال الترجيح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول في الشركات وليس بعدد الأسهم الكلي المدرج لكل شركة. وهذا الأسلوب معتمد من قبل عدد كبير من البورصات العالمية التي تقوم باحتساب هذا الرقم القياسي في بورصات معظم الدول مثل مؤشر ستاندراند اند بور مؤشري داوجونز و ستوكس.

وقد تم تطبيق معايير مؤشر داوجونز في اختيار عينة الشركات التي يتم احتساب هذا الرقم على أساسها ويشتمل نطاق المؤشر على جميع الشركات المحلية والمدرجة في بورصة عمان فيما يتم استثناء الشركات التي تمثل بمجموعها اقل 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 المؤشر بالقيمة السوقية للأسهم الحرة فيما تحدد أوزان الأسهم الفردية بنسبة 10% كحد أقصى بهدف منع هيمنة الأسهم الفردية على المؤشر. 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، و يتم احتساب الأرقام القياسية في بورصة عمان بناءً على آخر أسعار إغلاق متوفرة للشركات التي ضمن العينة ويتم نشر هذه الأرقام بشكل يومي. ولتمكين الرقم القياسي من عكس الصورة الحقيقية لتغيرات أسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصة، يتم مراجعة العينة بشكل دوري كل 3 أشهر من خلال دراسة نشاط الشركات المدرجة في البورصة بحيث تضاف الشركات النشيطة إلى العينة ويتم سحب الشركات غير النشيطة، ويمكن إجراء بعض التعديلات الطارئة وذلك في حالة إيقاف شركات عن التداول لفترة طويلة أو شطب إدراج هذه الشركات.

¹ حياة زيد، مرجع سابق، ص 150.

أما بخصوص المراقبة يتم إجراء التعديلات اللازمة على الأرقام القياسية وذلك لاستبعاد اثر أي تغيرات ناجمة عن عوامل غير العادية كالمضاربة على أسعار الأسهم وذلك لكي تعكس الأرقام القياسية التغيرات في أسعار الأسهم فقط.

المطلب الثاني: تطور أداء بورصة عمان للأوراق المالية في الفترة 2000-2015.

في ما يلي نستعرض تطور لمؤشرات بورصة عمان للأوراق المالية و المتمثلة في مؤشر عدد الشركات المدرجة أسهمها في بورصة عمان للأوراق المالية ، ومؤشر رسملة السوق ، ومؤشر سيولة السوق ومؤشر عائد السوق ، وهذا بالتفصيل كل على حدا ، ثم سنقوم بقراءة تحليلية بين هذه المؤشرات خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى غاية سنة 2015 .

الفرع الأول: تطور مؤشر عدد الشركات المدرجة في السوق.

إن مؤشر عدد الشركات يمثل عدد الشركات التي منحت رخصة من هيئة تنظيم البورصة ،تسمح لها بطرح أسهمها في البورصة للتداول ، و من أجل تتبع تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية سنقوم بقراءة و تحليل البيانات الخاصة بهذا السوق خلال الفترة 2000-2015 حسب الجدول رقم (01) وهذا من أجل إعطاء نظرة عن تطور هذا السوق في مجال جذبه لمؤسسات المساهمة و شركات الأعمال بحيث أن زيادة عدد الشركات المدرجة ومعدل تطور هذا العدد يعطي معنى حول تطور هذا السوق أي توسعه و عمقه و العكس في حالة تراجع هذا المعدل وهذا ما سنعرفه في ما يلي من خلال تتبع هذا المؤشر من خلال ما يلي.

جدول رقم(02):تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية 2000-2015.

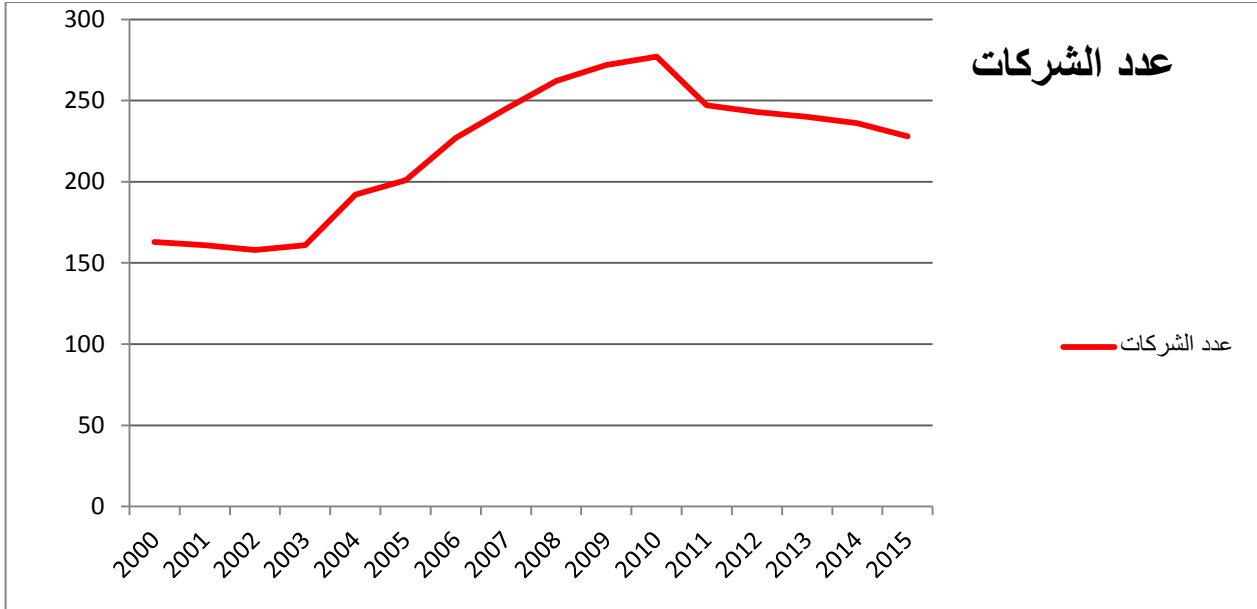
السنة	عدد الشركات المدرجة	معدل تطور عدد الشركات المدرجة* (%)
2000	163	08
2001	161	01.2 -
2002	158	01.8 -
2003	161	01.9
2004	192	19.2
2005	201	04.6
2006	227	12.9
2007	245	08.9
2008	262	06.9
2009	272	03.8
2010	277	01.8
2011	247	10.8 -
2012	243	01.6 -
2013	240	01.2
2014	236	01.6
2015	228	03.4 -

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على النشرات الإحصائية السنوية 2000-2015 المنشورة في الموقع الرسمي لبورصة عمان للأوراق المالية (www.exchange.jo) ، يوم : 2017/04/08 ، الساعة 21:25 .

من خلال الجدول أعلاه يمكننا ملاحظة تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية بحيث أن هناك نمو واضح في هذا المؤشر خلال فترة الدراسة من 2000-2015 حيث كان عدد الشركات المدرجة 163 شركة سنة 2000، و وصل إلى العدد 228 شركة خلال سنة 2015 وهذا دليل على اتساع السوق، وذلك لكونه أصبح مناخا جاذب للاستثمار، حيث سجل هذا المؤشر ارتفاعا كبيرا خصوصا خلال سنة 2004 بعد تطبيق منظومة قانونية جديدة و احتساب قيمة الأساس للمؤشر العام عند قيمة 1000 نقطة بالإضافة إلى الارتفاع المعترف خلال السنوات 2006 و 2007 ، فزيادة قيمة هذا المؤشر إنما تعبر عن الظروف الملائمة للتمويل التي توفرها السوق لمؤسسات المساهمة ، وهذا رغم بعض التراجعات التي عرفها هذا المؤشر خلال بعض السنوات وهذا راجع للتذبذب في أداء بعض مؤسسات المساهمة ويظهر الرسم البياني الموالي تطور عدد الشركات المدرجة بحيث يظهر جليا هذا النمو المتزايد فيها.

* : تم حساب معدل تطور عدد الشركات لسنة 2000 بحيث أن عدد الشركات المدرجة لسنة 1999 كان 151 شركة.

الشكل (01): تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية 2000-2015.



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على معطيات الجدول رقم (01).

الفرع الثاني: تطور مؤشر رسملة السوق (رأس المال السوقي).

باعتبار أن رسملة السوق هي قيمة مجمل الأسهم المدرجة في السوق بسعر السوق حيث أن معظم المحللين الاقتصاديين يعتبرون أن مؤشر القيمة السوقية يرتبط ارتباطا وثيقا بتعبئة رؤوس الأموال و بالتالي يعكس مستوى النشاط في السوق ، فارتفاع قيمة هذا المؤشر يدل على جذب أكثر لرؤوس الأموال وبالتالي اتساعها من خلال زيادة عدد الشركات المدرجة أو زيادة عدد الأسهم المدرجة أو ارتفاع أسعار هذه الأخيرة أو كليهما معا وهذا ما يعكس ارتفاع النشاط الاقتصادي ككل وفي ما يلي جدول يبين قيم هذا المؤشر في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2000-2015 .

جدول رقم(03):تطور مؤشر رسملة السوق في بورصة عمان للأوراق المالية 2000-2015.

السنة	قيمة رسملة السوق (مليون دينار)	معدل تطور رسملة السوق* (%)
2000	3509.6	15.56-
2001	4476.4	27.54
2002	5024	12.23
2003	7772.8	54.71
2004	13033.8	67.68
2005	26667.1	104.59
2006	21078.2	20.95-
2007	29215	38.60
2008	25407	13.03-
2009	22527	11.33 -
2010	21858	02.96-
2011	19273	11.82-
2012	19142	00.68-
2013	18233	04.75-
2014	18083	00.082-
2015	17985	00.54-

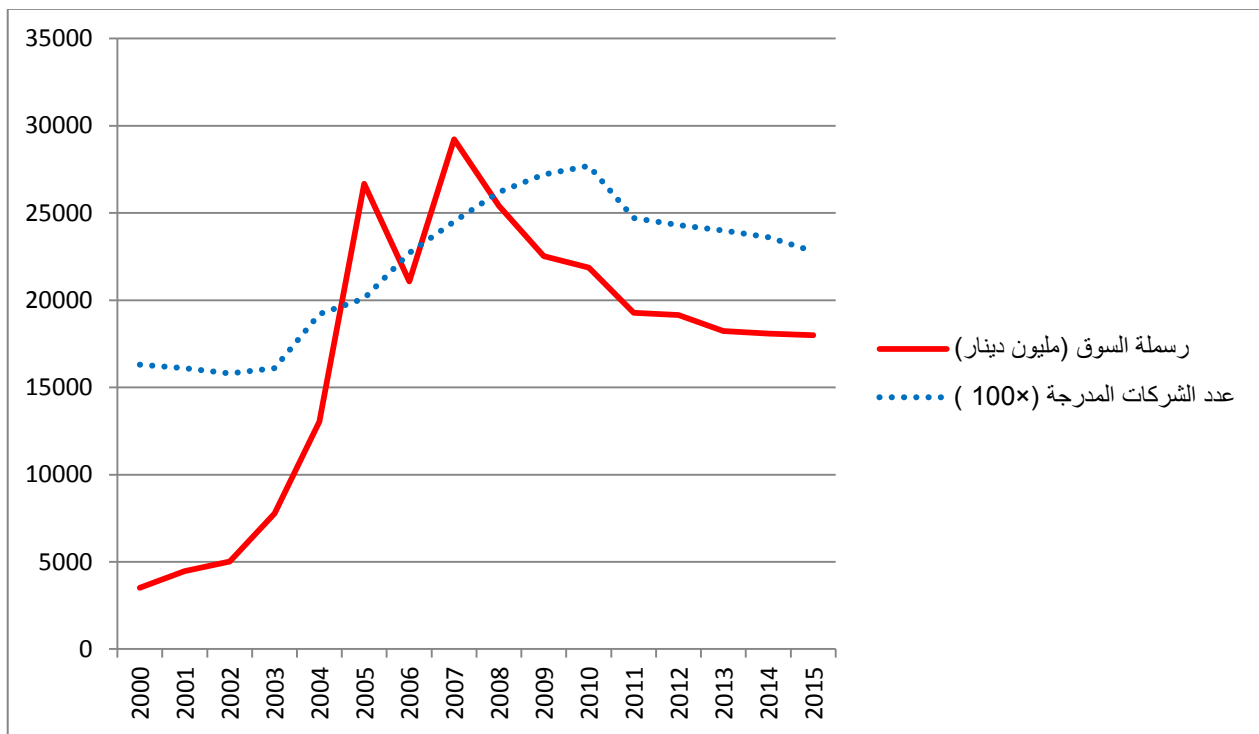
المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على النشرات الإحصائية السنوية 2000-2015 المنشورة في الموقع الرسمي لبورصة عمان للأوراق المالية (www.exchange.jo) ، يوم: 2017/04/08 ، الساعة 21:25 .

حسب الجدول رقم (02) أعلاه الذي يبين تطور مؤشر رسملة السوق في بورصة عمان للأوراق المالية خلال فترة الدراسة 2000-2015 بحيث نجد أن قيمة رسملة السوق كانت في سنة 2000 في حدود 3509.6 مليون دينار أردني ، في حين انه بلغ 29215 مليون دينار أردني سنة 2007 وهذا نتيجة تطور المنظومة التشريعية المنظمة لنشاط البورصة و هيئاتها و تطبيق نظم تكنولوجيا معلومات متطورة ، هذا ما جعل عدد الشركات المدرجة يزيد و بالتالي زيادة عدد الأسهم المدرجة في البورصة هذا من جانب ، ومن جانب آخر الجو الملائم للاستثمار الذي توفره هذه السوق تجعل ثقة المستثمرين تزيد فيقبلون أكثر على الاستثمار فيها و بالتالي يجعلون حركة الأسعار في ارتفاع مستمر وهذا ما يجعل قيمة رسملة السوق تزيد ولكن بعد 2007 نجد أن قيمة رسملة السوق كانت في تراجع حيث بلغت قيمتها سنة 2015 17985 مليون دينار أردني وهذا راجع إلى تراجع

* : تم حساب معدل تطور رسملة السوق لسنة 2000 حيث أن قيمة الرسملة لسنة 1999 كانت 4156.6 مليون دينار .

أداء البورصة نتيجة تأثرها بالأزمة العالمية 2008 كباقي أسواق المال في العالم إضافة إلى الأوضاع السياسية و الأمنية لدول الجوار وهذا ما ينعكس في تراجع أداء بعض الشركات الذي أدى إلى انسحابها من البورصة وفي ما يلي الشكل رقم (02) يوضح تطور هذا المؤشر وتأثره بعدد الشركات المدرجة خلال فترة 2000-2015 .

شكل رقم:(02):تطور رسملة السوق لبورصة عمان للأوراق المالية 2000-2015.



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على معطيات الجدول رقم (02).

الفرع الثالث:تطور مؤشر سيولة السوق.

لنتبع تطور مؤشر السيولة في بورصة عمان للأوراق المالية تتبعنا مؤشرات السيولة التي تطرقنا لها في الجانب النظري وهي حجم التداول ،معدل التداول و معدل دوران السهم خلال الفترة 2000-2015 حسب الجدول رقم (03):

جدول رقم(04):تطور مؤشر سيولة السوق في بورصة عمان للأوراق المالية 2000-2015.

السنة	حجم التداول (مليون دينار)	مؤشر السيولة (%)		تطور مؤشر السيولة (%)	
		معدل حجم التداول	معدل دوران السهم	تطور معدل حجم التداول*	تطور معدل دوران السهم**
2000	334.7	1.4	11.3	12.5 -	41.88-
2001	668.7	2.8	19.9	100	76.11
2002	950.3	3.8	26.5	35.71	33.16
2003	1855.2	7.7	49.1	102.63	85.28
2004	3793.2	15.4	58.2	100	18.53
2005	16871	69.1	94.1	348.70	61.68
2006	14209.9	58.7	101.1	15.05 -	07.44
2007	12348.1	50	91.2	14.82 -	09.79 -
2008	20318	82.9	91.5	65.8	00.33
2009	9665.3	38.8	91.3	53.20 -	00.22 -
2010	6690	26.8	102.2	30.92 -	11.93
2011	2850.3	11.5	58.2	57.09 -	43.05 -
2012	1978.8	7.9	33.9	31.30 -	41.75 -
2013	3027.3	12.4	38	56.96	12.09
2014	2263.4	9.1	32.8	26.61 -	13.68 -
2015	3417.1	13.9	37.3	52.74	13.72

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على النشرات الإحصائية السنوية 2000-2015 المنشورة في الموقع الرسمي لبورصة عمان للأوراق المالية (www.exchange.jo) ، يوم: 2017/04/08 ، الساعة 21:25 .

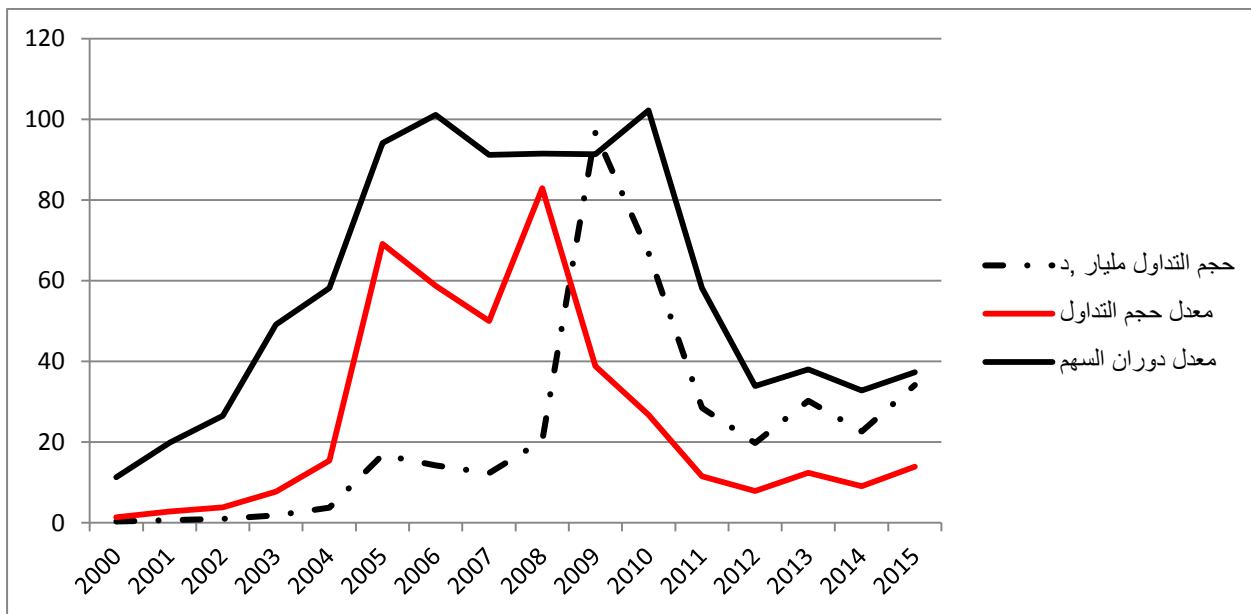
من خلال الجدول نجد أن هناك زيادة مستمرة في قيمة حجم التداول حيث كانت في سنة 2000 334.7 مليون دينار أردني ، لتصل إلى أعلى قيمة خلال فترة الدراسة سنة 2007 في حدود 12348.1 مليون دينار أردني وهذا راجع لتطور أداء البورصة من خلال تطوير الجانب التنظيمي و اعتماد نظم تكنولوجيا معلومات متطور، أما بعد سنة 2008 فنلاحظ تراجع في قيمة حجم التداول حيث سجل القيمة 3417.1 مليون دينار أردني وهذا راجع لتأثر البورصة بالأزمة المالية 2008 و الأوضاع السياسية والأمنية الإقليمية المحيطة بالبورصة ، وفي المقابل نجد هناك نمو متزايد في قيمة مؤشرات السيولة بحيث كانت قيمة معدل حجم التداول

* : تطور معدل دوران السهم لسنة 2000 محسوب باعتبار أن معدل دوران السهم لسنة 1999 كان 19.1 .
 ** : تطور معدل دوران السهم لسنة 2000 محسوب باعتبار أن معدل دوران السهم لسنة 1999 كان 19.1 .

عند القيمة 1.4 % من قيمة رسمة السوق سنة 2000 لتقفز عند مستوى 82.9 % سنة 2008 وفي المقابل نجد أيضا أن مؤشر معدل دوران السهم يتطور في نفس الاتجاه بحيث كانت قيمة هذا المؤشر سنة 2000 في حدود 11.3 لتقفز إلى حدود 101.1 سنة 2006 و تستقر عند القيمة 91.5 سنة 2008 وهذا نتيجة التطور الذي بلغته بورصة عمان للأوراق المالية بحيث أصبحت مناخا أكثر ملائمة للاستثمار ، في حين أنه بعد سنة 2008 تراجعت هذه المؤشرات و هذا يعود لتأثر السوق بالأزمة المالية العالمية 2008 الذي انعكس في تراجع حجم التداول بالإضافة إلى الظروف المحيطة بالبورصة .

وفي ما يلي رسم بياني يوضح تطور مؤشرات السيولة و حجم التداول خلال الفترة 2000-2015.

شكل رقم (03): تطور مؤشرات سيولة السوق(معدل حجم التداول و معدل دوران السهم) في بورصة عمان للأوراق المالية 2000-2015.



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على معطيات الجدول رقم (03).

الفرع الرابع: تطور المؤشر العام و عائد السوق.

من أجل تتبع تطور عائد السوق في بورصة عمان للأوراق المالية سنعتمد على قراءة و تحليل لبيانات قيمة المؤشر العام لبورصة عمان للأوراق المالية إلى جانب حساب قيمة العائد لكل سنة خلال فترة الدراسة من سنة 2000 إلى سنة 2015 ، بحيث أنه تم اعتماد 1000 نقطة كقيمة الأساس للمؤشر العام سنة 2004 .

جدول رقم(05):تطور المؤشر العام و عائد السوق في بورصة عمان للأوراق المالية 2000-2015.

السنة	حجم التداول(مليون دينار)	قيمة المؤشر العام(نقطة)	عائد السوق(نقطة)
2000	334.7	133.1	34.3-
2001	668.7	172.7	39.6
2002	950.3	170.0	2.7-
2003	1855.2	261.5	91.5
2004	3793.2	4245.6	3245.6
2005	16871	8191.5	3945.9
2006	14209.9	5518.1	2673.4-
2007	12348.1	7519.3	2001.2
2008	20318	6243.1	1276.2-
2009	9665.3	2533.5	3709.6-
2010	6690	2373.6	159.9-
2011	2850.3	1995.1	378.5-
2012	1978.8	1957.6	37.5-
2013	3027.3	2065.8	108.2
2014	2263.4	2165.5	99.7
2015	3417.1	2136.3	29.2-

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على النشرات الإحصائية السنوية 2000-2015 المنشورة في الموقع الرسمي لبورصة عمان للأوراق المالية (www.exchange.jo) ، يوم: 2017/04/08 ، الساعة 21:25 .

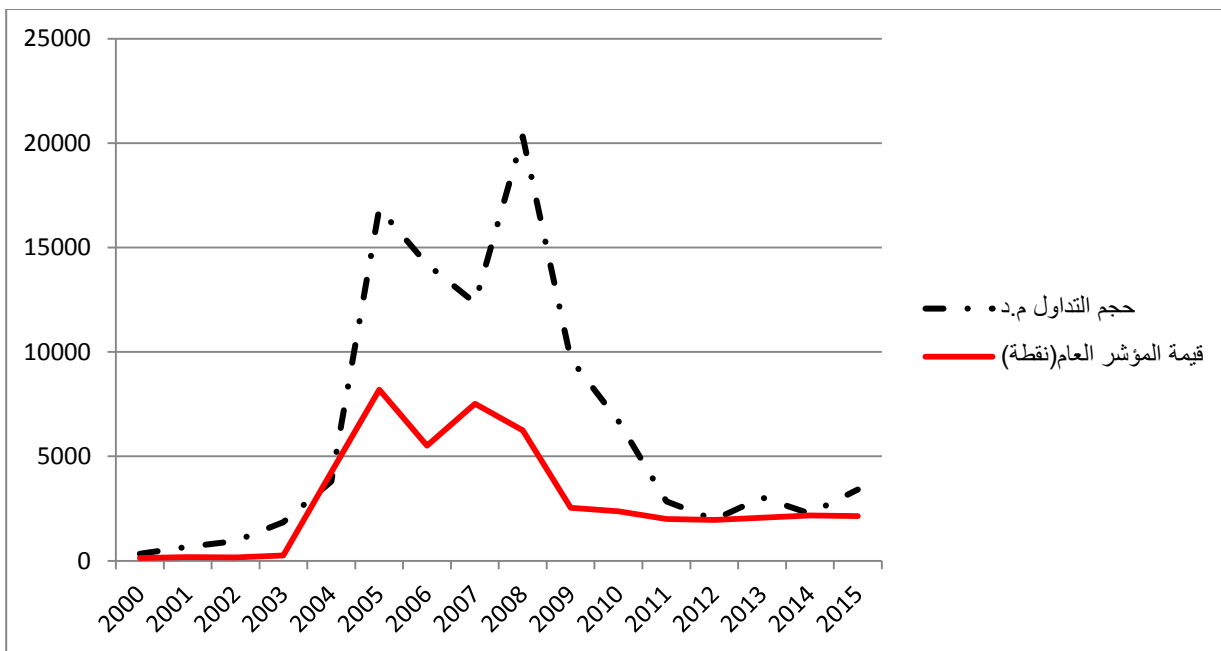
من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن هناك نمو متزايد في كل من حجم التداول يرافقه نمو في قيمة المؤشر العام لبورصة عمان للأوراق المالية حيث كانت قيمة المؤشر العام سنة 2000 في حدود 133.1 نقطة (قيمة الأساس هي 100 نقطة واعتمدت 1000 نقطة سنة 2004) ، و قفزت لتصل حدود 7519.3 نقطة سنة 2007 لتستقر عند القيمة 6243.1 نقطة سنة 2008 ، وفي المقابل سجلت قيمة حجم التداول سنة 2000 حدود 334.7 مليون دينار أردني مقابل 20318 مليون دينار أردني سنة 2008 وهذه النتائج تأتي بعد

المجهودات و الإجراءات التي طبقت خلال هذه الفترة التي أدت إلى تطوير البورصة و تحسين أدائها وهذا ما يعكسه تزايد قيمة حجم التداول خلال هذه الفترة .

بعد سنة 2008 سجل المؤشر العام تراجعاً محسوساً حيث سجل قيمة 2136.3 نقطة سنة 2015 مقابل 6243.1 نقطة سنة 2008 ، وفي المقابل أيضاً سجل حجم التداول تراجعاً كبيراً حيث كانت قيمة التداول لسنة 2015 في حدود قيمة 3417.1 مليون دينار أردني ، مقابل 20318 مليون دينار أردني لسنة 2008 وهذا التراجع كان نتيجة تأثر البورصة كغيرها من الأسواق المالية العالمية بالأزمة المالية العالمية 2008 بالإضافة إلى تأثرها بالأوضاع السياسية والأمنية في منطقة الشرق الأوسط حيث سجلت البورصة خلال هذه الفترة أي بعد سنة 2008 تراجع في قيمة الاستثمار الأجنبي غير المباشر وكذا الاستثمار المالي المحلي .

ومن خلال ما سبق نجد ان هناك تطور كبير في أداء بورصة عمان للأوراق المالية خلال هذه الفترة 2000-2015 وهذا راجع لتطبيق نظم تنظيم جديدة كفئة إلى جانب تطبيق أحدث أنظمة تكنولوجيا الاتصال التي تزيد من كفاءة السوق من خلال تسهيل عمليات التداول ، و نلاحظ أن هناك تأثير كبير لحجم التداول على قيمة المؤشر العام للسوق و بالتالي عائد السوق حيث أن أي تغيير في قيمة حجم التداول تنعكس في تغيير قيمة العائد و في نفس الاتجاه وهذا ما يوضحه الشكل رقم (04) الموالي.

شكل رقم(04): تطور المؤشر العام لبورصة عمان للأوراق المالية 2000-2015.



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على معطيات الجدول رقم (04).

المبحث الثالث: قياس أثر سيولة السوق على عائد بورصة عمان للأوراق المالية.

يلخص هذا المبحث جل الدراسة النظرية السابقة من خلال دراسة قياسية لأثر السيولة على عائد السوق في بورصة عمان للأوراق المالية بحيث سيتم اختبار درجة تأثير المتغيرات المحددة لمؤشر السيولة على المتغير التابع عائد السوق دون استبعاد متغيرات أخرى من خارج سوق الأوراق المالية والتي لها تأثير في عائد السوق ولذلك سيتم الاعتماد على أسلوب الانحدار الخطي المتعدد لتحديد أفضل صيغة لنموذج قياسي يفسر العلاقة المتغيرات المستقلة و المتغير التابع و ذلك بالاعتماد على البيانات الربعية لبورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الربع الرابع لسنة 2009 إلى غاية الربع الأول لسنة 2017 (Q1.2017-Q4.2009) والتي تضم 30 مشاهدة تكفي لإجراء الدراسة القياسية.

المطلب الأول: توصيف النموذج.

يهدف توضيح اثر سيولة السوق على عائد السوق في بورصة عمان للأوراق المالية تم الاعتماد على البيانات المنشورة على الموقع الرسمي لهذه الأخيرة ، وفي ما يلي نستعرض كل من الإطار الزمني و مصادر البيانات المعتمدة لإجراء الدراسة.

أولاً: الإطار الزمني للدراسة و مصادر البيانات.

اعتمدت الدراسة على البيانات المنشورة على الموقع الرسمي لبورصة عمان للأوراق المالية و تقارير هيئة الأوراق المالية لبورصة عمان للأوراق المالية ، بحيث تم اختيار سلاسل زمنية تمثل بيانات ربعية للمتغيرات المختارة خلال الفترة 2009 إلى 2017 تحتوي 30 مشاهدة حسب الملحق رقم (01).

ثانياً: متغيرات الدراسة.

1- المتغير التابع: و يمثل قيمة المؤشر العام للبورصة معبرا عنه بالنقطة ، ونشير هنا إلى التعذر لاستعمال قيم عائد السوق لاحتوائها على إشارة (-) والتي لا تعني قيم سالبة بالمفهوم الرياضي و لكنها تعني تحقيق خسارة و تقاديا للوقوع في الخطأ استعمالنا قيم المؤشر العام لأنه أساس حساب العائد في البورصة ورمزنا له بالرمز IND.

2- المتغيرات المستقلة: وتشمل مؤشرات السيولة بالإضافة إلى متغيرات من خارج السوق وهي:

أ- معدل الدوران: ويمثل حجم الأسهم المتداولة على قيمة إجمالي الأسهم المدرجة في السوق وهو من مؤشرات

سيولة السوق ويتعلق بحجم التداول و بالتالي فهو يؤثر في المتغير التابع المؤشر العام للسوق كما تبين ذلك في الجانب النظري ، و رمزنا له بالرمز ROT .

ب-معدل التداول : و يعبر عن حجم التداول داخل سوق الأوراق المالية وله علاقة مباشرة بين السيولة والمؤشر العام للسوق و بالتالي عائد السوق كما تم توضيحه في الجانب النظري ، و رمزنا له بالرمز VOLU .

ج-درجة التقلب :وهو من مؤشرات السيولة داخل السوق التي لها علاقة بعائد السوق كما أوضحنا ذلك في الجانب النظري ، و قد رمزنا له بالرمز VOLA .

د-عرض النقود : وهو متغير من خارج سوق الأوراق المالية ويعبر عن عرض النقود في الاقتصاد بالمفهوم الواسع (نقود + أشباه النقود) ونظريا يمكن اعتبار العلاقة بين هذا المتغير المستقل و المتغير التابع المؤشر العام للسوق بأنها علاقة عكسية بحيث أن زيادة المعروض النقدي في الاقتصاد يؤدي إلى زيادة السيولة لدى الأعوان الاقتصاديين ما يتيح فرص استثمار مالي جديدة و هذا ما ينعكس في زيادة حجم التداول و زيادة قيمة المؤشر العام، و رمزنا له بالرمز M2 .

هـ-سعر الفائدة : وهو متغير من خارج السوق و يمثل سعر إعادة الخصم في البنوك التجارية و له تأثير في قرارات الاستثمار المالي في البورصة بحيث يبدو نظريا أن هناك علاقة عكسية بين هذا المتغير المستقل والمؤشر العام للسوق بحيث أن سعر الفائدة المرتفع يؤدي إلى جذب رؤوس الأموال إلى البنوك طمعا في العائد الأكبر حيث أن خروج رؤوس الأموال من البورصة يؤدي إلى تراجع حجم التداول و بالتالي تراجع قيمة المؤشر العام و العكس بالعكس ، و رمزنا له بالرمز TAUX .

المطلب الثاني: طريقة القياس و نتائج التقدير.

بعد ضبط المتغيرات و توصيفها يمكننا صياغة النموذج الرياضي التالي:

$$IND = F(ROT, VOLU, VOLA, M2, TAUX)$$

بافتراضنا أن النموذج خطي تصبح المعادلة الرياضية بالشكل التالي:

$$IND = B_0 + B_1 \cdot ROT + B_2 \cdot VOLU + B_3 \cdot VOLA + B_4 \cdot M2 + B_5 \cdot TAUX.$$

-إذا يمكننا صياغة النموذج الاقتصادي كالتالي :

$$IND = B_0 + B_1 \cdot ROT + B_2 \cdot VOLU + B_3 \cdot VOLA + B_4 \cdot M2 + B_5 \cdot TAUX + e_i .$$

بحيث :

✓ e_i : حد الخطأ العشوائي ، التغير في قيمة التابع الغير مفسرة بالمتغيرات المستقلة في النموذج الاقتصادي.

✓ B_1, B_2, B_3, B_4, B_5 : وهي معاملات النموذج الاقتصادي المقترح و هي تعبر عن محددات الانحدار الخطي المتعدد.

✓ يفترض في نموذج الانحدار الخطي المتعدد المقترح ما يلي:

-IND هو دالة خطية في كل من : $TAUX, M2, VOLA, VOLU, ROT$.

-القيمة المتوقعة لحد الخطأ e_i تساوي الصفر و أن تباينه ثابت أي بمعنى: $E(e_i) = 0$ / $VAR(e_i) = E^2$.

-الخطأ يكون مستقلا عن المتغيرات المستقلة بالنسبة لكل مشاهدة.

-الخطأ موزع توزيعا طبيعيا.

-أن تكون درجات الحرية موجبة.

- عدم وجود ارتباط بين المتغيرات المستقلة.

ولدراسة النموذج الاقتصادي المقترح تم استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) ، و ذلك لتحديد علاقة الانحدار المتعدد بين المتغير التابع المؤشر العام للسوق و المتغيرات الأخرى المستقلة المقترحة ولمعالجة البيانات سيتم استخدام احد برامج الاقتصاد القياسي و المتمثل في برنامج (Eviews.8) ، للحصول على نتائج أدق و لسهولة التحكم بالمتغيرات من خلاله و ذلك باستخدام البيانات الموجودة في الملحق رقم (01).

من خلال نتائج الدراسة و التحليل الإحصائي و مخرجات برنامج " Eviews.8 " الموضحة في الجدول

رقم (05) التالي:

معادلة النموذج القياسي و باستخدام التدرج في حذف المتغيرات التي تأثيرها على المتغير التابع ليس له دلالة إحصائية نصل إلى الشكل النهائي النموذج القياسي الموالي ، بالاعتماد على مخرجات برنامج " Eviews.8 " حسب الجدول رقم (06) التالي:

جدول رقم (07) : نتائج اختبار الانحدار الخطي المتعدد للنموذج المقترح.

Dependent Variable: IND
Method: Least Squares
Date: 05/17/17 Time: 14:49
Sample: 1 30
Included observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TAUX	-363.1077	75.11510	-4.834017	0.0000
VOLU	918.1243	283.7761	3.235383	0.0032
C	3663.626	330.5190	11.08446	0.0000
R-squared	0.554689	Mean dependent var		2198.563
Adjusted R-squared	0.521703	S.D. dependent var		250.3608
S.E. of regression	173.1470	Akaike info criterion		13.24080
Sum squared resid	809457.2	Schwarz criterion		13.38092
Log likelihood	-195.6120	Hannan-Quinn criter.		13.28562
F-statistic	16.81591	Durbin-Watson stat		0.885579
Prob(F-statistic)	0.000018			

المصدر : مخرجات برنامج " Eviews.8 "

إذا المعادلة النهائية تكون كالتالي:

$$IND = 3663,62 + 918,12.VOLU - 363,10.TAUX + e_i.$$

$$t\text{-statistique} \rightarrow \begin{matrix} \downarrow \\ (3,23)^* \end{matrix} \quad \begin{matrix} \downarrow \\ (-4,83)^* \end{matrix}$$

$$R^2 = 55,46\%$$

$$F = 16,81$$

وكانت النتائج كما يلي :

$$R^2 = 52,17\%$$

$$DW = 0,88$$

المطلب الثالث: تقييم النموذج.

بعد الحصول على النموذج الاقتصادي النهائي يجب تحليل و تقييم النتائج المتحصل عليها كما يلي:

أولاً: التقييم الإحصائي للنموذج.

1-معامل التحديد R^2 : لدينا من خلال النتائج المتحصل عليها $R^2 = 0.5546$ مما يدل على أن النموذج له قدرة تفسيرية عالية في مستوى معنوية 0,05، فالمتغيرات المختارة تفسر ما نسبته 55,46% من التغير في قيمة المؤشر العام لبورصة عمان للأوراق المالية بينما تبقى ما نسبته 44,54 % مفسرة بعوامل أخرى غير العوامل المختارة ، و هنا فهذا النموذج يتمتع بمعنوية إحصائية كبيرة تفسر التغيرات في المتغير التابع ، وهذا ما عززته قيمة معامل التحديد المصحح (R^2) البالغة قيمته 0,5217 أي أن هذا النموذج استطاع تفسير ما نسبته 52,17% من الظاهرة المدروسة في مستوى معنوية 0,05.

2-اختبار ستيودنت (T) : يستخدم هذا الاختبار لتقييم تأثير المتغيرات المستقلة في المتغير التابع في نموذج الانحدار الخطي المتعدد ، و يعتمد هذا الاختبار على الفرضيتين التاليتين:

- فرضية العدم: عدم وجود علاقة بين المتغيرات المستقلة و المتغير التابع أي:

$$H_0 : B_1=B_2=.....=0$$

- الفرضية البديلة: وجود علاقة بين المتغيرات المستقلة و المتغير التابع أي:

$$H_1 : B_1 \neq B_2 \neq \neq 0$$

وبالتالي من خلال نتائج مخرجات برنامج " Eviews.8 " نقوم بمقارنة القيم المطلقة لـ T المحسوبة لكل متغير الموضحة بين قوسين أعلاه بقيمة T الجدولية ، بحيث إذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من الجدولية نقبل الفرضية البديلة أي وجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.05 ، وإذا كانت القيمة المحسوبة اقل من القيمة الجدولية نقبل فرضية العدم أي عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.05 وعليه بحسب النتائج المحصل عليها نجد:

✓ من أجل المعامل المحدد B_1 للمتغير المستقل معدل حجم التداول : نجد أن قيمة T المحسوبة هي 3.23 وهي أكبر من قيمة T الجدولية 1.69 عند مستوى معنوية 0.05 ، أي أن تأثير المتغير معدل حجم التداول في سوق الأوراق المالية على المؤشر العام للسوق ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.05.

✓ من أجل المعامل المحدد B_2 للمتغير المستقل سعر الفائدة : نجد أن قيمة T المحسوبة هي 4.83 وهي أكبر من قيمة T الجدولية 1.69 عند مستوى معنوية 0.05 ، أي أن تأثير المتغير سعر الفائدة على

المؤشر العام للسوق ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.05 والإشارة السالبة تدل على العلاقة العكسية بين المتغيرين.

3- اختبار فيشر F: يستخدم هذا الاختبار لدراسة معنوية كل المعلمات في آن واحد ، بحيث نستخدم الفرضيتين التاليتين:

$$- \text{ فرضية العدم : } H_0 : B_1=B_2=\dots=0$$

$$- \text{ الفرضية البديلة : } H_0 : B_1 \neq B_2 \neq \dots \neq 0$$

بحيث يتم اختبار المعنوية الكلية للانحدار بمقارنة قيمة **F** المحسوبة عند مستوى معنوية 0.05 بالقيمة الجدولية لـ **F** ، بحيث إذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من الجدولية نقبل الفرضية البديلة أي أن العلاقة بين المتغيرات المستقلة و المتغير التابع ذات معنوية إحصائية ، وإذا كانت القيمة المحسوبة اقل من القيمة الجدولية نقبل فرضية العدم أي عدم وجود معنوية للعلاقة بين المتغيرات المستقلة و المتغير التابع وعليه بحسب النتائج المحصل عليها نجد أن قيمة **F** المحسوبة هي 16.81 في حين أن قيمة **F** الجدولية هي 3.35 عند مستوى معنوية 0.05 ، وهذا يعني أن المتغيرات المستقلة المختارة في النموذج القياسي المقترح ذات تأثيرات معنوية على المؤشر العام لبورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة محل الدراسة و أن معادلة النموذج القياسي ذو معنوية إحصائية.

ثانيا: التقييم الاقتصادي للنموذج.

وهنا نحن بصدد اختبار معلمات التحديد المحسوبة من الناحية الاقتصادية ، و تفسير إشارة هذه المعلمات اقتصاديا بحيث ومن خلال النتائج لدينا:

1-معدل التداول (VOLU): يتضح من خلال التقديرات الموضحة في المعادلة رقم (02) وجود علاقة طردية بين معدل التداول كمؤشر لسيولة السوق من جهة ، وقيم المؤشر العام لسوق الأوراق المالية وهذا ما تظهره إشارة المعلمة **B₁** ، وهو ما يتفق مع منطق النظرية الاقتصادية في سوق الأوراق المالية ، فزيادة حجم التداول في سوق الأوراق المالية يعني زيادة حجم المعاملات بيعا و شراء وهذا ما يؤثر في حركة الأسعار صعودا و بالتالي زيادة قيمة المؤشر العام للسوق، بحيث من خلال النموذج المقترح فان زيادة معدل حجم التداول بقيمة وحدة واحدة تؤدي إلى زيادة في قيمة المؤشر العام بقيمة 918,12 وحدة.

2- سعر الفائدة (TAUX): هنا تدل الإشارة السالبة التي تسبق المعلمة B_2 على وجود علاقة عكسية بين التغير في سعر الفائدة و قيمة المؤشر العام لسوق الأوراق المالية ، وهو ما يتفق مع منطق النظرية الاقتصادية حيث أن أسعار الفائدة المرتفعة تغري المستثمر للحصول على العائد المرتفع إذا كانت أكبر من عائد سوق الأوراق المالية ، فتنسحب رؤوس الأموال باتجاه البنوك ، والعكس في حالة انخفاض أسعار الفائدة حيث تصبح سوق الأوراق المالية مستقطب لرؤوس الأموال الباحثة عن الاستثمار ذو عائد أكبر من أسعار الفائدة البنكية.

بحيث من خلال النموذج القياسي المقترح فان تغير سعر الفائدة بقيمة وحدة واحدة يؤدي إلى تراجع في قيمة المؤشر العام للسوق بقيمة 363,10 وحدة.

و من خلال التقييم الاقتصادي للنموذج الاقتصادي المقترح نجد أنه مقبول اقتصاديا بحيث أن المتغيرات المستقلة هي متغيرات تفسيرية للمتغير التابع اقتصاديا.

الخلاصة:

من خلال هذا الفصل تم التوصل إلى الاستنتاجات التالية :

- ✓ بورصة عمان للأوراق المالية متطورة و محفزة للاستثمار فيها و هذا واضح من خلال المؤشرات المالية فيها خلال فترة الدراسة.
- ✓ هناك أثر مهم لسيولة سوق الأوراق المالية على المؤشر العام لسوق الأوراق المالية و بالتالي التأثير على عائد السوق من خلال عملية التحليل 2000-2015 ، حيث لما كانت قيمة حجم التداول 334.7 مليون دينار أردني كانت قيمة المؤشر العام في حدود 133.1 نقطة سنة 2000، و بزيادة حجم التداول 14209.9 مليون دينار أردني سنة 2007 كانت قيمة المؤشر العام 7519.3 نقطة ، في حين أنه لما كانت قيمة حجم التداول 3417.1 مليون دينار أردني سنة 2015 فكانت قيمة المؤشر العام 2136.3 نقطة.
- ✓ يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين مؤشرات سيولة سوق الأوراق المالية (معدل التداول) والمؤشر العام للسوق عند مستوى معنوية 0.05. بحيث أن التغيير في سيولة سوق الأوراق المالية تؤدي إلى تغيير في قيمة المؤشر العام لسوق الأوراق المالية و بالتالي عائد السوق وفي نفس الاتجاه .
- ✓ الوصول إلى هذه النتائج إثبات على صحة العلاقة بين سيولة سوق الأوراق المالية وعائد السوق المذكورة في الجانب النظري.
- ✓ من خلال دراسة و تحليل العلاقة بين سيولة سوق الأوراق المالية و عائد السوق في بورصة عمان للأوراق المالية خلال فترة الدراسة 2000-2015 تبين أن هناك تأثير قوي لمؤشر السيولة على عائد السوق وهذا راجع للتطور الذي تمتاز به هذه السوق المالية و خاصة في فترة الدراسة حيث عرفت نموا كبيرا في حجم التداول في البورصة نابع من الإقبال الكبير للمستثمرين خاصة بعد الأزمة المالية العالمية 2008 ، حيث تعتبر الأسواق المالية العربية بديلا عن الأسواق المالية الأوروبية والأمريكية لما تشهده من تطور .

الأختام العامة

حاولنا من خلال هذا البحث توضيح مفهوم سيولة سوق الأوراق المالية و تأثيرها على عائد السوق وكذا دورها في رفع درجة كفاءة وتطور سوق الأوراق المالية ، وأوضحنا كيف أن سيولة السوق تتحدد من خلال عوامل عديدة أهمها ربحية السهم و وتوزيعات الأرباح و أسعار الفائدة في البنوك ، بحيث أن هذا التأثير ينعكس في تغير أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق من خلال زيادة أو نقصان حجم التداول و كنتيجة لهذا تظهر التغيرات في قيم المؤشر العام لكونه يقيس التغيرات السعرية الحاصلة في السوق ككل و بالتالي يتحدد عائد المستثمر في هذه الأوراق المالية .

ومن خلال دراسة بورصة عمان للأوراق المالية بتتبع مؤشرات السيولة و عائد السوق فيها خلال الفترة 2000-2015 وجدنا أن هناك تغير مستمر في هاذين المؤشرين بحيث أن هذا التغير كان في نفس الاتجاه بحيث في حالة تزايد قيم سيولة السوق وجدنا تزايد في قيم المؤشر العام للسوق و بالتالي زيادة العائد و العكس في حالة تناقص قيم سيولة السوق ، مما يثبت صحة العلاقة بين هاذين المتغيرين التي تطرقنا إليها في الجانب النظري من الدراسة ، وهذا ما يدعم أهمية موضوع البحث التي تتجلى في النتائج التالية :

✓ نتائج الدراسة:

1- يتحدد عائد سوق الأوراق المالية بتأثير عوامل عديدة أهمها سيولة السوق ، سعر الفائدة ، عائد الاستثمارات الأخرى ، الأوضاع السياسية المحيطة بالسوق ، أما في بورصة عمان للأوراق المالية فوجدنا أن العائد يتحدد بشكل رئيسي من خلال سيولة السوق المتمثلة في معدل التداول و سعر الفائدة(سعر إعادة الخصم) ، فمن خلال النموذج القياسي أثبتنا أن تأثيرهما ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.05.

2- يؤثر معدل التداول طرديا في عائد السوق حيث كلما تغير هذا المعدل بوحدة واحدة يتغير عائد السوق بـ 918,12 وحدة . في حين وجود علاقة عكسية بين سعر الفائدة و عائد السوق ، بحيث أن تغير سعر الفائدة بوحدة واحدة يؤدي الى تغير عائد السوق بمقدار 363,10 وحدة ، ولهذا يمكن القول ان معدل التداول هو المحدد الرئيسي لعائد السوق في بورصة عمان للأوراق المالية.

3- سيولة السوق من مؤشرات كفاءة السوق و تطور أداء سوق الأوراق المالية وتتحدد من خلال ربحية السهم وتوزيعات الأرباح، درجة الرافعة المالية ، المعروض النقدي في الاقتصاد ،...الخ.

4-بلغت بورصة عمان للأوراق المالية درجة عالية من التطور و أصبحت من أهم الأسواق المالية العربية وهذا من خلال الإصلاحات التي قامت بها خاصة في شقها التنظيمي المتمثل في تقسيم هذا السوق إلى ثلاث هيئات مستقلة وهي هيئة الأوراق المالية و البورصة و مركز إيداع الأوراق المالية ، وأيضاً انفتاح هذا السوق على الاستثمار الأجنبي و زيادة درجة الشفافية و الإفصاح ، هذا ما انعكس على أداء السوق حيث تطور بشكل كبير في الفترة 2000-2008 ولكن تراجع نوعاً ما بسبب الأزمات المالية الدولية و أيضاً الأزمات الإقليمية .

✓ نتائج اختبار الفرضيات:

1- تم إثبات صحة الفرضية الأولى و المتمثلة في " تعتبر مؤشرات السيولة المحدد الرئيسي للعائد في بورصة عمان " ، من خلال النموذج القياسي حيث وجدنا أن هناك تأثير كبير لمعدل التداول على عائد السوق ولكن ليس المؤثر الوحيد بل هناك أيضاً عامل خارجي مهم والمتمثل في سعر الفائدة.

2- أما بخصوص الفرضية الثانية المتمثلة في " تتحدد سيولة سوق الأوراق المالية من خلال عوامل داخلية خاصة بالبورصة " فثبت عدم صحتها من خلال طرح الفصل الثاني حيث تبين أن سيولة سوق الأوراق المالية تحدد بمجموعة من العوامل الداخلية و الخارجية أهمها ربحية السهم و التوزيعات التي يحصل عليها، عرض النقد في الاقتصاد و أسعار الفائدة .

3- أما الفرضية الثالثة المتمثلة في " يتأثر أداء بورصة عمان للأوراق المالية بشكل رئيسي بالعوامل الداخلية الخاصة ببورصة عمان كالإصلاحات التنظيمية التي قامت بها و أيضاً انفتاحها على الاستثمار الأجنبي... الخ" ثبت عدم صحتها و ذلك من خلال الفصل التطبيقي حيث وجدنا أن أداء البورصة تأثر أيضاً بعوامل خارجية منها تقلبات أسعار الفائدة إضافة إلى الأزمة المالية 2008 ، وأيضاً الأزمات والأوضاع السياسية في الدول الإقليمية .

✓ الاقتراحات:

من خلال هذه الدراسة لمؤشري السيولة و عائد السوق المالي أمكننا طرح بعض الاقتراحات لعلها تساهم في تفعيل أداء سوق الأوراق المالية و منها:

1- إن الدور الكبير الذي تمارسه سوق الأوراق المالية في تنمية الاقتصاد يلزم الاهتمام بتطويرها و تحسين أدائها خصوصا أن كفاءة و سيولة السوق تعتمدان على درجة الأمان التي توفرها هذه السوق المالية للمستثمر .

2- إن تطوير سوق الأوراق المالية يتيح للمؤسسات الفاعلة في الاقتصاد مجالا واسعا للتمويل طويل الأجل بدل التمويل قصير الأجل من السوق النقدية ، وهذا ما يعني فتح المجال لتحقيق معدلات نمو أكبر في الاقتصاد .

3- إن لكفاءة السوق دور كبير في تحسين أداء السوق ، و لهذا ومن اجل تطوير أسواق الأوراق المالية العربية يجب الاعتماد على تكنولوجيا المعلومات المتطورة و تفعيلها مما يسمح بتوفير المعلومات بكل شفافية وبأقل التكاليف ، هذا ما يشجع على خلق بيئة ملائمة للاستثمار في هذا المجال .

آفاق الدراسة:

يمكننا في هذا الإطار أن نقترح التوسع في هذا الموضوع من خلال دراسة " تأثير محددات سيولة سوق الأوراق المالية على عائد السوق"، واستخدام نموذج انحدار خطي متعدد للوصول إلى نتائج أفضل تصل إلى تفسير التغير في عائد سوق الأوراق المالية .

قائمة المراجع

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

أولاً-كتب بالعربية:

- 1- السيد عليوة ، " تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة و الأوراق المالية " ،دار الأمين للطبع و النشر و التوزيع ،مصر ، 2006.
- 2- إيهاب الدوسي ، "اقتصاديات كفاءة السوق " ، دار النهضة العربية ، القاهرة - مصر ، ط2000،1.
- 3- بن الضيف محمد عدنان ، " مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية " ، دار النفائس للنشر والتوزيع ،الأردن ، ط 01 ، 2013.
- 4- خالد أحمد سيف شعراوي ، " الإطار القانوني لعمليات التداول في البورصة " ، دار الجامعة الجديدة ،الإسكندرية-مصر،2015.
- 5- دريد كمال آل شبيب ، "الأسواق المالية و النقدية " ، دار مسيرة للنشر و توزيع و طباعة، عمان-الأردن، 2012.
- 6- عصران جلال عصران ،" تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية " مدخل مقارن ، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر و التوزيع ،2010.
- 7- عصام حسين ، " أسواق الأوراق المالية (البورصة) "،دار أسامة للنشر و التوزيع ،الأردن -عمان ، ط1، 2008.
- 8- عاطف وليد اندرواس ،" السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005.
- 9- عبد الغفار حنفي ، "أساسيات الإدارة المالية " ، الدار الجامعية للطباعة و النشر، الإسكندرية-مصر،2001.
- 10-شمعون شمعون ،" البورصة (بورصة الجزائر)"، دار هومة للطباعة والنشر و التوزيع ،الجزائر ،2005.
- 11-محفوظ جبار ، " سلسلة التعريف بالبورصة -الجزء 03-(تنظيم وإدارة البورصة)" ، دار هومة للطباعة والنشر و التوزيع ،الجزائر ،ط2002،1.

- 12- محفوظ جبار ، " سلسلة التعريف بالبورصة -جزء02-(الأوراق المالية المتداولة في البورصة)" ،دار هومة للطباعة و النشر و التوزيع ،الجزائر ،ط01، 2002.
- 13-محمد أحمد سلام ، " الشفافية والإفصاح في سوق الأوراق المالية "،دار النهضة العربية ،القاهرة -مصر ،2013.
- 14-محمد صلاح الحناوي - طارق الشهاوي ، " الاستثمار في سوق الأوراق المالية "،دار التعليم الجامعي للطباعة و النشر و التوزيع ،الإسكندرية -مصر ،2014.
- 15- محمد عوض عبد الجواد- علي إبراهيم الشديفات ، " الاستثمار في البورصة(أسهم-سندات-أوراق مالية)" ، دار الحامد للنشر والتوزيع ،عمان-الأردن ،ط01، 2006.
- 16- محمد صالح الحناوي- نهال فريد مصطفى- جلال العبد ، " تقييم الأسهم و السندات -مدخل الهندسة المالية " ،المكتب الجامعي الحديث للنشر والطباعة ، مصر، ط01 ، 2007.
- 17- منير إبراهيم هندي ، " أساسيات الاستثمار و تحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات) " ، مركز دلتا للطباعة ، الإسكندرية-مصر ، 2008.
- 18- محمد أحمد سلام ، "الشفافية و الإفصاح في سوق الأوراق المالية "، دار النهضة العربية ،القاهرة - مصر،2013.
- 19- محمد صبح ،"التحليل المالي و الاقتصادي للأسواق المالية " ، عالم الكتب للنشر، عين شمس عمان-الأردن ، ط3 ، بدون سنة نشر .
- 20- محمد أحمد الحضيبي ، " كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة "، ايتراك للنشر و التوزيع ، القاهرة-مصر ، ط2، بدون سنة النشر .
- 21- فيصل محمود الشاورة ، "الاستثمارات في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية"، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2008.
- 22- ضياء مجيد الموسوي،"البورصات أسواق رأس المال وأدواتها. الأسهم والسندات"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية ، 1998.

- 23- منير إبراهيم هندي ، "أساسيات الاستثمار و تحليل الأوراق المالية((الأسهم و السندات))" ، مركز دلتا للطباعة و النشر ،الإسكندرية-مصر ،2008 .
- 24- زياد فراس الذنبيات ، " كيف تتاجر في الأسهم" تجربة حياة ، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر والتوزيع ، عمان -الأردن ، طبعة أولى ،2009.
- 25-محمد أمين زويل ، " بورصة الأوراق المالية، موقعها من الأسواق و أحواله" ، دار الوفاء للطباعة، الإسكندرية، مصر، 2000.
- 26-محمد سحنون، "الاقتصاد النقدي و المصرفي" دار بهاء الدين للنشر و التوزيع، قسنطينة، الجزائر، 2003.
- 27-محمد عثمان إسماعيل حميد، "أسواق رأسمال بورصة المالية و مصادر تمويل مشروعات الأعمال"، دار النهضة العربية، مصر، 1993.
- 28-محمد علي سويلم، "أدوات الاستثمار في البورصة (دراسة مقارنة)"، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، 2013.
- 29-محمد مطر، "إدارة الاستثمارات (الإطار النظري و التطبيقات العلمية)"، دار وائل للنشر و التوزيع، الأردن، عمان، 2006.
- 30- جويدان جمال ، "دراسات في الأسواق المالية والنقدية"، دار الصفاء للنشر والتوزيع ،عمان ،الأردن ،2000.
- 31-مروان عطون ،"الأسواق النقدية و المالية، البورصات و مشكلاتها"، ديوان المطبوعات الجامعية، 2003،
- 32-معراج هواري ، حاج سعيد عمر، "التمويل التاجيري (المفاهيم و الأسس)"، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر و التوزيع، عمان، 2012
- 33-منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999.
- 34-مؤيد عبد الرحمن الدوري، سعيد جمعة عقل، "إدارة المشتقات المالية"، إثراء للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2012.
- 35- خطيب شذا جمال ، "العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأسمال" ، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع ، عمان ،الأردن،1429-2008.
- 36-نهال فريد مصطفى، السيدة عبد الفتاح إسماعيل، "الأسواق و المؤسسات المالية" ، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.

- 37-هوشيار معروف، "الاستثمارات والأسواق المالية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2003.
- 38-مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه، "بورصات الأوراق المالية"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2009.
- ثانيا: كتب بالفرنسية:

01-LUC BUMET-ROLANDE,(Principes de technique bancaire),21ieme édition ,dunod ,PARIS,2001.

02-J.Gangros-P. Navette,(Bourse-Les option Négociables),AUBIN imprimerie -France,1987.

3-Mohammed Salah,(les valeur mobilières), ibne khaldoune imprimeur ,ORAN-Algéri ,2001.

4-- Luc bernen- Rolande- **principes de techniques bancaire** , 21^{ème} édit dunod , paris 2001.

5- Bernard bleutant , **Dictionnaire de la bourse et des marchés** , paris , haïtien ,1996.

ثالثا: رسائل و أطروحات:

- 1- بلجبلية سمية، " أثر التضخم على عوائد الأسهم"، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير تخصص تسيير المؤسسة، جامعة متتوري قسنطينة، 2010 .
- 2-قط سليم، "مفاضلة بين الاستثمار في سوق الأوراق المالية المعاصرة و سوق الأوراق المالية الإسلامية"، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير نخصص نقود و تمويل،جامعة محمد خيضر بسكرة، 2016.
- 3- لطرش سميرة، "كفاءة سوق الأوراق المالية أثرها على القيمة السوقية للسهم"، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير تخصص علوم اقتصادية،جامعة قسنطينة، 2010.
- 4- زيد حياة، "دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم"، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير نخصص الأسواق المالية و البورصات،جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015 .

5- سلطان مونية ، "كفاءة الأسواق المالية الناشئة و دورها في الاقتصاد الوطني" ، أطروحة دكتوراه علوم اقتصادية تخصص النقود و البنوك و الأسواق المالية ، جامعة محمد خيضر بسكرة ،سنة 2015 .

رابعاً: المجالات.

1-إيمان عبد المطلب حسن المولى ، " مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق المالية و أثرها في النمو الاقتصادي" ، مجلة تكريت للعلوم الإدارية و الاقتصادية ، جامعة تكريت -كلية الإدارة والاقتصاد ، عدد 23 المجلد:7، 2011 .

2- لطرش سميرة ، "السيولة والكفاءة" ،مجلة العلوم الإنسانية ،العدد 32 ، ديسمبر 2009 .

3- رمضان الشراح ، "صناع السوق التجربة الكويتية" ، مجلة جسر التنمية ، العدد 27 ، مارس 2004 .

4- مفتاح الصالح ، " الأزمة الاقتصادية العالمية" ، مجلة اقتصادية و إدارية ، جامعة محمد خيضر بسكرة ، العدد 08 ،سنة 2010 .

5- مازن نجيب محمد الوظائفى ، "دور التشريعات في تطور أسواق الأوراق المالية و تشجيع الاستثمار"، ورقة عمل مقدمة خلال مؤتمر الاستثمار في إقليم الشمال و أفاق تطويره،عمان-الأردن ،4-5 ماي 1999.

خامساً: المواقع الالكترونية.

1- www.amf.org.ae (الموقع الرسمي لصندوق النقد العربي) .

2- www.exchange.jo (الموقع الرسمي لبورصة عمان للأوراق المالية) .

الملاحق

الملاحق:

الملحق (01): المؤشرات الإحصائية لبورصة عمان 1999-2003

المؤشرات الإحصائية الرئيسية لنشاط بورصة عمان

2003	2002	2001	2000	1999	
161	158	161	163	151	عدد الشركات المدرجة
7,772.8	5,029.0	4476.4	3509.6	4137.7	القيمة السوقية (مليون دينار)
1,855.2	950.3	668.7	334.7	389.4	حجم التداول (مليون دينار)*
7.7	3.8	2.8	1.4	1.6	المعدل اليومي لحجم التداول (مليون دينار)*
1,008.6	461.8	340.6	228.4	271.1	عدد الأسهم المتداولة (مليون)*
786.2	448.6	295.5	133.3	154.6	عدد العقود المتغلدة (بالآلاف)*
241	249	241	243	242	عدد ايام التداول
49.1	26.5	19.9	11.3	19.1	معدل دوران السهم (X)
261.5	170.0	172.7	133.1	167.4	الرقم القياسي للربح لاسعار الاسهم (نقطة)
111.8	69.2	64.6	57.6	64.2	الرقم القياسي غير الربح لاسعار الاسهم (نقطة)
72.3	49.4	89.0	197.6	85.4	عدد السندات المتداولة (بالآلاف)
11.4	9.7	7.2	7.2	4.1	قيمة السندات المتداولة (مليون دينار)
21.7	13.0	15.3	14.8	14.3	نسبة القيمة السوقية الى العائد (مرة)
1.9	1.2	1.4	1.1	1.4	نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية (مرة)
2.4	3.2	2.7	3.6	2.9	نسبة الارباح الموزعة الى القيمة السوقية (X)
38.8	37.4	38.5	41.7	43.1	نسبة مساهمة غير الاردنيين في القيمة السوقية (X)
281.1	233.4	104.5	53.0	94.3	شراء غير الاردنيين (مليون دينار)
199.2	232.5	212.0	64.8	78.8	بيع غير الاردنيين (مليون دينار)
81.9	0.9	(107.5)	(-11.8)	15.5	صافي استثمار غير الاردنيين (مليون دينار)
116.8	80.4	71.5	58.4	72.3	القيمة السوقية الى الناتج المحلي (X)

الملحق (02): المؤشرات الإحصائية لبورصة عمان 2004-2008

المؤشرات الإحصائية الرئيسية لنشاط بورصة عمان

2008	2007	2006	2005	2004	
262	245	227	201	192	عدد الشركات المدرجة
25,406.3	29,214.2	21,078.2	26,667.1	13,033.8	القيمة السوقية (مليون دينار)
20,318.0	12,348.1	14,209.9	16,871.0	3,793.2	حجم التداول (مليون دينار)
82.9	50.0	58.7	69.1	15.4	المعدل اليومي لحجم التداول (مليون دينار)
5,442.3	4,479.4	4,104.3	2,582.6	1,338.7	عدد الاسهم المتداولة (مليون)
3,780.9	3,457.9	3,442.6	2,392.5	1,178.2	عدد العقود المنفذة (بالآلاف)
245	247	242	244	246	عدد ايام التداول
91.5	91.2	101.1	94.1	58.2	معدل دوران السهم (%)
6243.1	7519.3	5518.1	8191.5	4245.6	الرقم القياسي لاسعار الاسهم المرجح بالقيمة السوقية (نقطة)
2758.4	3675.0	3013.7	4259.7	2729.1	الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالأسهم الحرة (نقطة)
1235.5	1798.1	1608.1	2171.0	1535.9	الرقم القياسي غير المرجح لاسعار الاسهم (نقطة)
0.4	1.6	1.2	3.4	10.4	عدد السنوات المتداولة (بالآلاف)
0.6	3.8	1.9	3.1	6.0	قيمة السنوات المتداولة (مليون دينار)
18.8	28.0	16.7	44.2	31.1	نسبة القيمة السوقية إلى العائد (مرة)
2.2	3.0	2.9	3.2	2.7	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (مرة)
2.5	1.8	2.3	1.6	1.7	نسبة الأرباح الموزعة إلى القيمة السوقية (%)
49.2	48.9	45.5	45.0	41.3	نسبة مساهمة غير الأردنيين في القيمة السوقية (%)
4219.8	2,825.3	1,995.1	2,152.2	380.3	شراء غير الأردنيين (مليون دينار)
3910.0	2,359.1	1,814.5	1,739.2	311.4	بيع غير الأردنيين (مليون دينار)
309.8	466.2	180.6	413.0	68.9	صافي استثمار غير الأردنيين (مليون دينار)
226.3	289.0	233.9	326.6	184.7	القيمة السوقية إلى الناتج المحلي (%)

الملحق (03): المؤشرات الإحصائية لبورصة عمان 2009-2013

2013	2012	2011	2010	2009	
240	243	247	277	272	عدد الشركات المدرجة
18,233.5	19,141.5	19,272.8	21,858.2	22,526.9	القيمة السوقية (مليون دينار)
3,027.3	1,978.8	2,850.3	6,690.0	9,665.3	حجم التداول (مليون دينار)
12.4	7.9	11.5	26.8	38.8	المعدل اليومي لحجم التداول (مليون دينار)
2,705.8	2,384.1	4,072.3	6,988.9	6,022.5	عدد الاسهم المتداولة (مليون دينار)
1,074.4	975.0	1,318.3	1,880.2	2,964.6	عدد العقود المنفذة (بالالف)
245	251	247	250	249	عدد ايام التداول
38.0	33.9	58.2	102.2	91.3	معدل دوران السهم (%)
2065.8	1957.6	1995.1	2373.6	2533.5	الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالأسهم الحرة (نقطة)
4336.7	4593.9	4648.4	5318.0	5520.1	الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية (نقطة)
585.1	552.3	606.8	834.4	1057.7	الرقم القياسي غير المرجح لأسعار الأسهم (نقطة)
2.1	0.0	0.6	0.1	0.8	عدد السندات المتداولة (بالألف)
2.0	0.0	0.6	0.1	2.5	قيمة السندات المتداولة (مليون دينار)
14.7	15.6	22.6	26.3	14.4	نسبة القيمة السوقية الى العائد (مرة)
1.3	1.5	1.5	1.7	1.8	نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية (مرة)
4.6	4.6	3.3	2.7	2.8	نسبة الارباح الموزعة الى القيمة السوقية (%)
49.9	51.7	51.3	49.6	48.9	نسبة مساهمة غير الاردنيين في القيمة السوقية (%)
939.5	322.9	555.8	1,036.6	2,135.5	شراء غير الاردنيين (مليون دينار)
792.6	285.3	477.2	1,051.2	2,139.3	بيع غير الاردنيين (مليون دينار)
146.9	37.6	78.6	-14.6	-3.8	صافي استثمار غير الاردنيين (مليون دينار)
83.0	93.5	102.7	122.7	149.6	القيمة السوقية الى الناتج المحلي

الملحق (04): المؤشرات الإحصائية لبورصة عمان 2011-2015

المؤشرات الإحصائية الرئيسية لنشاط بورصة عمان

2015	2014	2013	2012	2011	
228	236	240	243	247	عدد الشركات المدرجة
17,984.7	18,082.6	18,233.5	19,141.5	19,272.8	القيمة السوقية (مليون دينار)
3,417.1	2,263.4	3,027.3	1,978.8	2,850.3	حجم التداول (مليون دينار)
13.9	9.1	12.4	7.9	11.5	المعدل اليومي لحجم التداول (مليون دينار)
2,585.8	2,321.8	2,705.8	2,384.1	4,072.3	عدد الاسهم المتداولة (مليون)
899.0	956.0	1,074.4	975.0	1,318.3	عدد العقود المنفذة (بالآلف)
246	249	245	251	247	عدد ايام التداول
37.3	32.8	38.0	33.9	58.2	معدل دوران السهم (%)
2136.3	2165.5	2065.8	1957.6	1995.1	الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالأسهم الحرة (نقطة)
4229.9	4237.6	4336.7	4593.9	4648.4	الرقم القياسي لاسعار الاسهم المرجح بالقيمة السوقية (نقطة)
533.3	585.8	585.1	552.3	606.8	الرقم القياسي غير المرجح لاسعار الاسهم (نقطة)
0.01	0.02	2.1	0.0	0.6	عدد السندات المتداولة (بالآلف)
0.85	0.02	2.0	0.0	0.6	قيمة السندات المتداولة (مليون دينار)
14.0	15.3	14.7	15.6	22.6	نسبة القيمة السوقية الى العائد (مرة)
1.3	1.3	1.3	1.5	1.5	نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية (مرة)
3.6	4.2	4.6	4.6	3.3	نسبة الارباح الموزعة الى القيمة السوقية (%)
49.5	48.8	49.9	51.7	51.3	نسبة مساهمة غير الاردنيين في القيمة السوقية (%)
981.7	362.7	939.5	322.9	555.8	شراء غير الاردنيين (مليون دينار)
971.1	384.8	792.6	285.3	477.2	بيع غير الاردنيين (مليون دينار)
10.6	-22.2	146.9	37.6	78.6	صافي استثمار غير الاردنيين (مليون دينار)
70.7	75.8	83.0	93.5	102.7	القيمة السوقية الى الناتج المحلي (%)

احصائيات بورصة عمان للفترة Q42009-Q12017 :

الشهر	حجم التداول (مليون دينار)	مؤشر السيولة %			المؤشر (نقطة) IND	العائد (نقطة)	التغير في عرض النقد M2	عرض النقد M2	سعر الفائدة (سعر اعادة الخصم)	GDP (م,دينار)
		درجة التقلب VOLA	معدل دوران السهم ROT	معدل حجم التداول VOLU					TAUX	
/	/	/	/	/	2688,2	/	/	195545	/	/
Q4.2009	1418.25	45.84	7.88	0.576	2533.5	0,059270-	0,02346263	20013.3	4.8	2459,8
Q1.2010	929.48	49.43	14.24	0.405	2517.7	0,006256-	0,013895759	20291.4	4.2	2294,9
Q2.2010	492.67	99.69	7.11	0.197	2348.6	0,069526-	0,024709976	20792.8	4.2	2492,4
Q3.2010	559.89	37.07	8.16	0.21	2306.5	0,018088-	0,039749336	21619.3	4.2	2659,5
Q4.2010	354.22	18.71	6.98	0.139533601	2373.6	0,028677	0,031795664	22306.7	4.2	2538,6
Q1.2011	289.71	109.09	5.96	0.123454212	2175.6	0,087103-	0,010508054	22541.1	4.2	2346,7
Q2.2011.	368.87	37.55	5.34	0.144524546	2093.5	0,038467-	0,021786869	23032.2	4.5	2552,3
Q3.2011	198.25	33.76	5.05	0.072674951	1991.6	0,049899-	0,033405406	23801.6	4.5	2727,9
Q4.2011.	181.14	27.49	2.81	0.069219305	1995.1	0,001756	0,013331037	24118.9	4.5	2616,9
Q1.2012	226.74	22.31	4.11	0.093826036	1990.4	0,002359-	0,016004047	24504.9	5	2416,6
Q2.2012.	132.32	57.76	2.2	0.050398019	1882.1	0,055947-	0,010348951	24758.5	5	2625,5
Q3.2012	139.56	16.86	3.1	0.049874919	1902.7	0,010886	0,020021407	25254.2	5	2798,2
Q4.2012.	197.58	14.57	2.91	0.073861682	1957.6	0,028445	0,01223955-	24945.1	5	2675
Q1.2013	405.18	27.59	6.18	0.163405387	2101.4	0,070885	0,021503221	25481.5	5	2479,6
Q2.2013	233.68	38.36	3.05	0.086362628	1980.5	0,059254-	0,029853031	26242.2	5	2705,8
Q3.2013	144.4	46.62	2.09	0.050205131	1850.6	0,067839-	0,034448331	27146.2	4.8	2876,2
Q4.2013	209.61	57.17	2.5	0.076185803	2065.8	0,110008	0,00800112	27363.4	4.5	2751,3
Q1.2014	219.84	30.66	3.55	0.085942142	2148.9	0,039439	0,01526126-	26945.8	4.2	2558
Q2.2014.	207.8	25.63	2.58	0.074702520	2113	0,016847-	0,068162756	28782.5	4.2	2781,7

قائمة الملاحق

Q3.2014	163.53	10.68	2.28	0.055146017	2115	0,000946	0,01334144	29166.5	4.2	2965,4
Q4.2014.	270.68	18.26	4.34	0.095226033	2165.5	0,023596	0,002533729	29240.4	4.2	2842,5
Q1.2015.	223.85	25.05	2.97	0.085828764	2135.4	0,013997-	0,024678185	29962	4	2608,1
Q2.2015	271.73	24.96	3.16	0.095430919	2115.6	0,009316-	0,024988319	30710.7	4	2847,4
Q3.2015	202.07	28.98	2.42	0.066422325	2045.2	0,033843-	0,015209683	31177.8	3.8	3042,2
Q4.2015	635.16	33.26	3.47	0.217781587	2136.3	0,043580	0,013718094	31605.5	3.8	2916,5
Q1.2016	291.5	13.9	3.36	0.109208751	2708.1	0,237172	0,012937622	32014.4	3.8	2669,2
Q2.2016	138.7	18.98	1.66	0.047786391	2735.2	0,009957	0,003182943	32116.3	3.8	2902,5
Q3.2016	138.69	17.64	1.96	0.045180310	2688.2	0,017333-	0,018763058	32718.9	3.8	3069,7
Q4.2016	586.41	28.63	1.7	0.197139111	2533.5	0,059270-	0,004807619	32876.2	3.8	2974,6
Q1.2017	189.5	29.63	2.33	0.061670940	2250.2	0,118583-	0,02780431-	31962.1	4.5	3072,76

معدل التقلب = الانحراف المعياري للعوائد اليومية
 للمدة 03 أشهر
 العائد = لوغاريتم المؤشر الحالي - لوغاريتم
 المؤشر السابق