



الموضوع

دور الأسواق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية

- دراسة سوق عمان للأوراق المالية -

خلال الفترة 2005/2016

مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص : مالية واقتصاد دولي

إشراف الأستاذ الدكتور:

- مرغاد لخضر

إعداد الطالبة:

-سلطاني مريم

السنة الجامعية: 2016_2017



" 114 " **وقل رب زدني علما**

الآية 114 من سورة طه.

شكر وتقدير

قال الله تعالى: "وقل اعملوا فسيرى الله عملكم ورسوله والمؤمنون"

سورة التوبة الآية 105

نحمد الله عز وجل الذي أعاننا على إتمام هذا البحث المتواضع ونشكره جل وعلا على حسن توفيقه وجميل صنيعه بأن وفقنا لإنجازه.

ومن باب العرفان بالجميل لا يسعني إلا أن أتقدم ببالح صيغ الشكر وأسمى عبارات التقدير والاحترام

لأستاذي *مرغاد لخضر* الذي تفضل بالإشراف على هذه المذكرة

رغم انشغالاته الكثيرة،

وعلى ما قدمه لي من توجيهات قيمة على مستوى المنهجية وعلى مستوى

المضمون العلمي.

كما أسجل شكري وتقديري لكل من قدم لي يد المساعدة، من قريب أو من بعيد، في إنجاز هذا العمل ولو

بالكلمة الطيبة .

في الأخير نتمنى من الله عز وجل أن يرشدنا إلى سواء السبيل ويحقق هدفنا النبيل فإن أصبنا فمن الله

وحده وإن أخطأنا فمن أنفسنا ومن الشيطان

سلطاني مريـم

الإهداء

بعد هذا العمل خالصا لوجه الله عز وجل، فالإهداء
موصول بإذنه تعالى أولا إل رسولنا الكريم
إل والداي العزيزين شكرا وعرفانا لتضحياتهما
وتشجيعهما .

إلى أبي تقديرا واحتراما، الذي

كان نبراس حياتي

وأمي حبا وحنانا، التي كانت نور دربي إل أن وصلت
ما أنا عليه،

إلى إخوتي وأخواني إلى أهلي جميعا

إل زملائي في الدراسة

إلى كل من عرفناهم من قريب أو بعيد

إلى من فتح هذه الوريقات وتصفحها بعدي

المخلص :

إن التحولات الاقتصادية التي طرأت على العالم بأكمله صارت تفرض مواكبة ما يحدث من تطورات هيكلية في الاقتصاد العالمي و البحث عن أنسب الطرق لتحقيق التنمية الاقتصادية و لعل من أسرع و أعمق من لتحولات تلك التي عرفها الجانب المالي من خلال ظهور مؤسسات مالية تمويلية جديدة تتقدم مع تقد المشاريع و تكبر لتستوعب ضخامتها و رؤوس أموالها و التي نجد من أهمها الأسواق المالية .

فقد أصبحت هذه الأسواق قوة مالية هامة في العديد من الدول و بالأخص المتقدمة منها و حلقة ضرورية لربط المستثمر (المقترض) بالمدخر (المقرض) و عنصرا هاما لتأمين السيولة الضرورية للحياة الاقتصادية . و ركزت هذه الدراسة على الأسواق المالية و دورها في التنمية الاقتصادية خاصة الأردن والتي يعاني قطاعها المصرفي تأخرا كبيرا بالإيفاء بالحاجات التمويلية للنشاط الاقتصادي بها و ضعف في الكفاءة التشغيلية و المالية كذلك أعتدها على نظام المديونية .

الكلمات المفتاحية : السوق المالية ، التنمية الاقتصادية ، البورصة ، كفاءة السوق المالي

Résumé :

Les transformations économiques qui se sont produits dans le monde entier sont devenus imposer face à l'évolution en cours de la structure de l'économie mondiale et la recherche de la manière la plus appropriée pour atteindre le développement économique, et peut-être l'un des plus rapide et le plus profond quel a été les chiffres d'affaires qu'il connaissait le plan financier grâce à l'émergence des institutions financières de nouveaux financements progressent avec l'avancement du projet et poussent à accueillir l'ampleur et leur capital et dans lequel on trouve les marchés les plus importants sont les marchés financiers Ils sont devenus ces marchés solidité financière sont importants dans de nombreux pays, notamment les pays développés, et la boucle est nécessaire pour connecter l'investisseur (l'emprunteur) économiseur (prêteur), et un élément important pour assurer la liquidité nécessaire à la vie économique. Cette étude a porté sur les marchés financiers et leur impact sur le développement économique

Les Mots clés: marché financier, le développement économique, le marché boursier, l'efficacité des marchés financiers.

قائمة الأشكال

صفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
14	المتعاملون الرئيسيون في السوق المالية	(01)
18	الأسواق المالية	(02)
21	أدوات التعامل في السوق النقدية	(03)
26	أنواع أسواق رأس المال	(04)
88	الهيكل التنظيمي لبورصة عمان	(05)
97	أحجام التداول لبورصة عمان للأوراق المالية للفترة 2005 ، 2016	(06)
101	معدل دوران الأسهم في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة 2005 ، 2016	(07)
104	القيمة السوقية في بورصة عمان للفترة 2005 ، 2016	(08)
107	عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2005 ، 2016	(09)

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	صفحة
(01)	مراحل وأوقات تداول السوقيين الأولي والثانوي وسوق حقوق الاكتتاب وسوق السندات	81
(02)	مراحل و أوقات جلسات السوق الثالث	82
(03)	توزيع إصدارات السوق الأولية لسوق عمان للأوراق المالية للفترة 2005 ، 2016	93
(04)	أحجام تداول الأسهم في بورصة عمان خلال الفترة (2005 ، 2016)	96
(05)	مؤشر معدل دوران الأسهم لبورصة عمان للأوراق المالية للفترة 2005 ، 2016	100
(06)	مؤشر القيمة السوقية الأسهم لبورصة عمان للأوراق المالية	103
(07)	مؤشر عدد الشركات في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة 2005 ، 2016	106
(08)	تطور الوضع الاقتصادي و المالي لبورصة عمان للأوراق المالية 2005 ، 2015	110

الصفحة	الفهرس
I	شكر و عرفان
II	الإهداء
III	الملخص بالعربية
IV	الملخص بالفرنسية
V	قائمة الأشكال
VI	قائمة الجداول
VII - VII	الفهرس
أ, ب, ج, د, هـ, و, ز	المقدمة العامة
8	الفصل الأول : الإطار النظري للسوق المالي
9	تمهيد
10	المبحث الأول : ماهية للسوق المالية
10	المطلب الأول : أساسيات الأسواق المالية
10	الفرع الأول : نشأة الأسواق المالية
12	الفرع الثاني : تعريف الأسواق المالية
13	الفرع الثالث : وظائف الأسواق المالية
13	الفرع الرابع : عناصر الأسواق المالية
14	أولا: المقترضون أو الطالبون للأموال
15	ثانيا: العارضون للأموال أو المقرضون
15	ثالثا : مؤسسات الوساطة المالية
17	المطلب الثاني : أنواع الأسواق المالية
18	الفرع الأول: سوق النقد
18	أولا / تعريف سوق لنقد و خصائصه
20	ثانيا / أدوات التعامل في سوق النقدي
24	الفرع الثاني : سوق رأس المال
24	أولا / تعريف سوق رأس المال وخصائصه
25	ثانيا / تقسيمات سوق رأس المال
30	ثالثا / أدوات التعامل في سوق رأس المال
39	المطلب الثالث : بورصة الأوراق المالية

39	الفرع الأول: : نشأة سوق الأوراق المالية
40	الفرع الثاني : تعريف بورصة الأوراق المالية
41	الفرع الثالث : خصائص بورصة الأوراق المالية ووظائفه
41	أولا / خصائص سوق الأوراق المالية
42	ثانيا / وظائف بورصة الأوراق المالية
44	المبحث الثاني : كفاءة و مؤشرات السوق المالي
44	المطلب الأول : ماهية كفاءة أسواق المال
44	الفرع الأول : مفهوم و خصائص كفاءة سوق المال
44	أولا / تعريف كفاءة سوق المال
45	ثانيا / خصائص كفاءة رأس المال
45	الفرع الثاني : أنواع الكفاءة
45	أولا / الكفاءة الكاملة
45	ثانيا / الكفاءة الاقتصادية
46	المطلب الثاني : متطلبات كفاءة الأسواق المالية و مستوياتها
46	الفرع الأول : متطلبات كفاءة سوق المال
46	أولا / كفاءة التسعير"الكفاءة الخارجية
46	ثانيا / كفاءة التشغيل "الكفاءة الداخلية
48	الفرع الثاني : الصيغ (المستويات) المختلفة لكفاءة السوق المالية
48	أولا / الصيغة الضعيفة
48	ثانيا / الصيغة شبه القوية
49	ثالثا / الصيغة القوية
50	خلاصة الفصل الأول
51	الفصل الثاني : تمويل السوق المالي للتنمية الاقتصادية
52	تمهيد
53	المبحث الأول : تمويل التنمية الاقتصادية
53	المطلب الأول : عموميات حول التنمية الاقتصادية
53	الفرع الأول : مفهوم التنمية الاقتصادية وعناصرها
53	أولا / مفهوم التنمية الاقتصادية
55	ثانيا /عناصر التنمية الاقتصادية

55	الفرع الثاني : تطور مفهوم التنمية الاقتصادية
56	الفرع الثالث : أهداف التنمية الاقتصادية
58	الفرع الرابع : مؤشرات قياس التنمية
58	أولاً: المؤشرات الاقتصادية الحقيقية
60	ثانياً: المؤشرات الاقتصادية النقدية
62	ثالثاً المؤشرات الاجتماعية
63	المطلب الثاني : تمويل التنمية الاقتصادية
63	الفرع الأول : تعريف التمويل
64	الفرع الثاني : أهمية التمويل
64	الفرع الثالث: مصادر تمويل التنمية الاقتصادية
64	أولاً / الموارد المحلية
66	ثانياً / الموارد الأجنبية
68	المبحث الثاني : دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية
68	المطلب الأول: موقع السوق المالية من النشاط الاقتصادي
69	المطلب الثاني: دور السوق المالي في النشاط الاقتصادي
70	المطلب الثالث: التأثير الإيجابي للسوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية
73	خلاصة الفصل الثاني
74	الفصل الثالث : دور سوق عمان المالي في تمويل التنمية الاقتصادية 2005-2016
75	تمهيد
76	المبحث الأول : بطاقة تعريفية لسوق عمان المالي
76	المطلب الأول : نشأة و تطور سوق عمان المالي
76	الفرع الأول : نشأة سوق عمان المالي
77	الفرع الثاني : مراحل تطور السوق المالي
77	الفترة الأولى : من سنة 1930 إلى سنة 1960
78	الفترة الثانية : من سنة 1960 إلى سنة 1976
78	الفترة الثالثة : ما بعد 1976
79	المطلب الثاني : هيكل سوق عمان المالي
79	الفرع الأول : هيئة الأوراق المالية

80	الفرع الثاني : مركز إيداع الأوراق المالية
80	الفرع الثالث : بورصة عمان
83	المطلب الثالث : مميزات سوق عمان المالي
85	المبحث الثاني : بورصة عمان للأوراق المالية
85	المطلب الأول : الإطار التنظيمي لبورصة عمان
85	الفرع الأول: الهيئة العامة
86	الفرع الثاني : مجلس الإدارة
86	الفرع الثالث : المدير التنفيذي
89	المطلب الثاني : تقسيمات بورصة عمان للأوراق المالية و الأدوات المتداولة فيها
89	الفرع الأول : تقسيمات بورصة عمان للأوراق المالية
89	أولا / السوق الأولي
89	ثانيا / السوق الثانوي
90	ثالثا / السوق الثالث
91	الفرع الثاني : الأدوات المتداولة في بورصة عمان للأوراق المالية
92	المطلب الثالث : أهداف بورصة عمان للأوراق المالية
93	المبحث الثالث : دور سوق عمان المالي للأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية للأردن خلال الفترة 2005-2016
93	المطلب الأول : واقع السوق الأولية لبورصة عمان
94	المطلب الثاني : أداء السوق الثانوي لبورصة عمان للأوراق المالية
95	الفرع الأول : مؤشر سيولة السوق
95	أولا / مؤشر حجم تداول الأسهم
99	ثانيا /مؤشر معدل دوران الأسهم
102	الفرع الثاني : مؤشر حجم السوق
102	أولا / مؤشر القيمة السوقية
106	ثانيا / مؤشر عدد الشركات
109	المطلب الثالث : العوامل المؤثرة على أداء بورصة عمان للأوراق المالية
109	الفرع الأول : تأثير العوامل الداخلية (التنظيمية) على حركة أسعار الأسهم
110	الفرع الثاني : تأثير العوامل الخارجية (الأزمات و الحروب) على حركة أسعار الأسهم
111	خلاصة الفصل الثالث

114-112	خاتمة عامة
121-115	قائمة المراجع
127-122	الملاحق

تحتل الأسواق المالية مركزا حيويا في النظام الاقتصادي المعاصر، خاصة التي تعتمد على نشاط القطاع العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف التنمية الاقتصادية ، وتتمتع الأسواق المالية بأهمية خاصة لما تزاوله من نشاط.

وفي ظل ما يشهده العالم من انفتاح اقتصادي متزايد و سيطرة الرأسمالية العالمية يبقى تطوير الأسواق المالية أمرا ضروريا و حتميا خاصة في الدول النامية و التي تعاني عدم فعالية قنوات التمويل و هذا ما عرقل عملية التنمية الاقتصادية و التحرر الاقتصادي في هذه الدول

و تزداد أهمية الأسواق المالية كأحد أهم قنوات التمويل للقطاعات الإنتاجية ، خاصة في ظل العولمة و حركة رؤوس الأموال الدولية و لكن رغم هذه الأهمية فقد بدت لدى البعض في السنين الأخيرة بعض الشكوك حول فعالية السوق المالية في توزيع الموارد الاقتصادية بالوجه المطلوب بالنظر لعدم استقرار للأموال السائلة عبر هذه الأسواق وحركتها المتذبذبة .

ومن ضمن الأسواق المالية العربية المهمة نجد سوق عمان للأوراق المالية الذي مارس نشاطه منذ سنة 1976 م كمؤسسة عامة لها شخصية اعتبارية و استقلال مالي و إداري ، و يعتبر إنشاء هذا السوق خطوة مهمة من خطوات تطوير القطاع المالي و الاستثماري في الأردن بهدف تحقيق استغلال أمثل للموارد المتاحة ، كما لها دور مهم في تمويل الاستثمارات و منه الى المساهمة في دفع عجلة التنمية الاقتصادية في الأردن .

و مما سبق يمكن صياغة الإشكالية الرئيسية للموضوع بشكل التالي:

• الإشكالية الرئيسية:

ما دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية ؟

• الأسئلة الفرعية :

و من خلال الإشكالية الرئيسية يمكن صياغة الأسئلة الفرعية التالية :

1- ما هي الجوانب النظرية للأسواق المالية و ما هي الأسواق المالية الكفؤة ؟

2- ما هي أهم تقسيمات الأسواق المالية ؟

3- ما هي أساليب تأثير الأسواق المالية على التنمية الاقتصادية ؟

- 4- هل توجد علاقة بين سوق عمان للأوراق المالية و التنمية الاقتصادية ؟
- و للإجابة عن الأسئلة الفرعية نطرح الفرضيات التالية :
- 1- تعتبر الأسواق المالية أداة تمويلية هامة تقوم بتوفير الحوافز للحصول على المال و استثماره ، و تتباين هذه الأسواق من حيث مستويات الكفاءة فيها .
- 2- ينقسم السوق المالي إلى قسمين الأول يضم الأوراق المالية قصيرة الأجل و السوق الثاني يضم الأوراق المالية طويلة الأجل .
- 3- تقتضي التنمية الاقتصادية إحداث العديد من التغيرات في الهيكل الاقتصادي و تعتمد في تمويلها على مصادر تمويلية أهمها الأسواق المالية .
- 4- يعاني سوق عمان المالي من تخلف شديد من حيث التعامل ، كما يعاني تأخر من حيث دوره في تمويل النشاط الاقتصادي .

• أهداف الدراسة :

يسعى هذا العمل إلى بلوغ مجموعة من الأهداف يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

- 1- محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية المتعلقة بالأسواق المالية باعتبارها أهم مصدر تمويلي حديث
- 2- إبراز الدور الهام الذي تلعبه لأسواق المالية في التنمية الاقتصادية.
- 3- التأكد من صحة الدراسة النظرية من خلال دراسة حالة في سوق المال الأردني .
- 4- تحليل واقع سوق عمان للأوراق المالية و مدى مساهمته في التنمية الاقتصادية في الأردن .

• أهمية الدراسة :

تعد الأسواق المالية أداة مهمة للاقتصاديات الرأسمالية ، لذلك اهتم العديد من الاقتصاديين بدراسة علاقة السوق المالي بمتغيرات الاقتصاد القومي وقدرته على تمويل القطاعات الاقتصادية ومن هنا برزت أهمية الأسواق المالية من حيث توفيرها لقنوات جذب المدخرات فهي توفر تعبئة كبيرة من الموارد المالية ،تحولها إلى تدفقات مالية للشركات والمؤسسات التي تمارس أنشطة اقتصادية مختلفة ، مما يساهم في رفع الاستثمارات الحقيقية ، وبناء على ذلك تكمن أهمية الدراسة في مساهمة الأسواق المالية كآلية تستهدف توفير التدفقات المالية اللازمة لتلبية احتياجات الاقتصاد و رفع التنمية الاقتصادية.

- **أسباب اختيار الموضوع :**

- الاطلاع المسبق على بعض المقالات والأعمال في الموضوع ، أعطاني نظرة عامة شجعتني على اختيار الموضوع كرسالة تخرج.
- ارتباط الموضوع بمجال تخصصي - مالية و اقتصاد دولي - .

- **حدود الدراسة :**

سنتطرق في هذا البحث إلى الأسواق المالية كأداة تمويلية للنشاط الاقتصادي والتنمية الاقتصادية ، كما تم التركيز في هذه الدراسة على سوق عمان للأوراق المالية كونه سوق مالية عربية تسعى إلى التطور وتحسين الأداء .

أما بالنسبة للفترة الزمنية فقد تم التركيز على الفترة الممتدة من سنة 2005 إلى سنة 2016 باعتبارها مرحلة نهضة الأسواق المالية في الدول النامية و تبني الأردن لنظام التداول الالكتروني و كذا الأزمات التي مست الأسواق المالية العالمية و العربية من أزمة الرهن العقاري 2008 و التوترات السياسية التي شاهدها الدول العربية منذ سنة 2011 و التي لا تزال تلقي بظلالها على اقتصاديات الدول العربية .

- **وسائل تجميع البيانات :**

لإتمام الدراسة تم الاعتماد على عدة مصادر من كتب و أطروحات دكتوراه و مذكرات ماجستير ، مجلات ملتقيات ، تقارير الاعتماد على شبكة الانترنت للحصول على المعلومات الحديثة و خاصة تلك المتعلقة بدراسة الحالة التي يتعذر الحصول عليها من المكتبات.

- **البرنامج المعتمد :**

تم الاعتماد على برنامج Excel في جمع المعلومات و حسابها وهو برنامج يستخدم لإنشاء جداول البيانات ، القوائم ، الميزانيات ، و الرسوم البيانية . excel مفيد لمعالجة البيانات و قد يستخدم للقيام بعمليات حسابية متقدمة

- **الدراسات السابقة :**

لم يتم الاعتماد على دراسة سابقة شاملة لكل متغيرات الدراسة وكل الدراسات المستعان بها كانت حول أحد جوانب الموضوع .

• **الدراسة الأولى :**

سميحة بن محياوي ، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية ، دراسة حالة بعض الدول العربية ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية، تخصص تجارة دولية قامت هذه الدراسة بتحليل و دراسة دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية .

***الفصل الأول :** حيث خصص للمبادئ والمفاهيم المتعلقة بالأسواق المالية، حيث تناولت فيه أهميتها

ووظائفها ، الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي ومستحدثات الأسواق من الأدوات المالية، أقسام السوق المالي وكفاءته ووسطاء السوق المالي. وللمؤشرات المنفردة لكل سوق ، وفي الأخير عرض خصائص ومعوقات الربط بين البورصات .وكذا تطرقت لبعض الإسهامات لتنشيط الأسواق المالية العربية ورفع كفاءتها ، مع دراسة إمكانية التكامل فيما بينها والوصول إلى بورصة عربية موحدة.

***الفصل الثاني :** تناولت واقع الأسواق المالية العربية، حيث تضمن النشأة التاريخية لأسواق المالية العربية

ونظم وتشريعات البورصات العربية بالإضافة إلى التعرض بالدراسة لأداء الأسواق المالية العربية خلال الفترة ما بين 2007 و 2013 من خلال دراسة المؤشر الإجمالي لصندوق النقد العربي ، وللمؤشرات المنفردة لكل سوق

، وفي الأخير تم عرض خصائص ومعوقات الربط بين البورصات .وكذا تطرقت لبعض الإسهامات لتنشيط الأسواق المالية العربية ورفع كفاءتها ، مع دراسة إمكانية التكامل فيما بينها والوصول إلى بورصة عربية موحدة

***الفصل الثالث :** فخصص لقطاع التجارة الخارجية للدول العربية وأساليب تمويلها، وفيما تتمثل أهم صادرات

وواردات هذه الدول ، ما استعرضت السياسات التجارية في الدول العربية و تطرقنا لأهم المعوقات والمشاكل التي تواجه هذا القطاع خاصة التمويلية منها ، وفي الأخير تعرضت بالدراسة و التحليل لتطور حجم الصادرات والواردات .العربية خلال الفترة 2002 إلى 2012

***الفصل الرابع :** والأخير فقد ألقى الضوء على مدى إسهام الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة العربية

ومساهمة صندوق النقد العربي في برنامج تمويل التجارة الخارجية للدول العربية كما قامت بالدراسة و التحليل أداء التمويلي و المالي لبرنامج تمويل التجارة العربية خلال 2005-2013 .

• الدراسة الثانية :

دراسة محمد غزال ، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية ، دراسة حالة سوق المال الماليزي ، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاديات الأعمال و التجارة الدولية ، جامعة فرحات عباس ، سطيف و تناولت هذه الدراسة دور الصكوك الإسلامية، كأداة تمويلية حديثة متفقة مع أحكام الشريعة، بالاعتماد على كتب الفقه وعديد الفتاوى المعاصرة ؛ حيث نجد تفصيلا لشروطها وأحكامها، وما تقوم به من دور في سوق الأوراق المالية .وتختص الرسالة بدراسة هذا الموضوع من الجوانب الاقتصادية والمالية في إطار القواعد المالية الإسلامية و تم التطرق في هذه الدراسة إلى :

-الصكوك الشرعية دون غيرها من الأسهم أو السندات.

-دراسة دور الصكوك الإسلامية، دون غيرها من الأدوات المالية، في تنشيط سوق الأوراق المالية بالخصوص.

-أخذ السوق المالية الماليزية، كمثال للدراسة دون غيرها من بلدان جنوب شرق آسيا، لكونها سوق مالية ناشئة،

و كذا لأنها مركزا ماليا كبيرا رغم حداثة سوقها المالي، بالإضافة لتمتعها بميزة الإبداع والابتكار في الأدوات

التمويلية، من الفترة 1990 إلى 2012 .

• الدراسة الثالثة :

حليمة عطية (دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات - دراسة حالية بورصة عمان (2008 ، 2013) قدمت هذه الدراسة كمذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص أسواق مالية و بورصات بجامعة محمد خيضر بسكرة

و قد خلصت هذه الدراسة إلى النتائج التالية :

1- يعتبر سوق المال أحد القنوات الهامة لإحداث التوازن و تحقيق التنمية الاقتصادية من خلال تجسيد المشاريع الحقيقية بتوفير التمويل اللازم لها ، و قد تبين من خلال الاستعراض الوصفي و التحليلي للإطار النظري للدراسة أنه من شأن سوق رأس المال التي يتم تشغيلها بكفاءة المساهمة في دعم معدلات النمو الاقتصادي من خلال عدة نواحي تتمثل في توفير القدر اللازم من التمويل اللازم للاستثمارات

2- تعتبر السوق المالية المحور الأساسي لتوجيه مختلف الأنشطة الاقتصادية و لهذا فان المستثمر في الأوراق المالية المدرجة في تلك الأسواق حتى يتميز قراره الاستثماري بنوع من الرشادة يتطلب عليه إجراء تحليلات مستمرة لمؤشرات السوق دون الإغفال عن بعض المتغيرات الكلية ذات التأثير على جانب القرار إذ بإمكانها أن تشكل مع مؤشرات السوق نمودجا يساعد على اتخاذ القرار .

3- يعتبر حجم السوق من أهم مؤشرات تطور أداء البورصة وهو يوضح أهمية البورصة في الاقتصاد ودرجة اعتماد القطاعات الاقتصادية على البنوك وأسواق الأوراق المالية في تمويل العمليات الاقتصادية، فإتساع حجم السوق وكفاءته يرتبط ايجابيا مع قابلية أكبر لتنشيط رأس المال وتنوع المخاطر خصوصا للأوراق المدرجة رسميا بالسوق .

- **منهج البحث :**

للإحاطة بمختلف جوانب الدراسة تم إتباع المناهج التالية :

1- **المنهج الوصفي :** في الجانب النظري المتبع في الدراسات الاقتصادية المتعلقة بتقديم السوق

المالي بشكل عام ودوره في التنمية الاقتصادية.

2- **المنهج التاريخي :** في سرد المراحل التاريخية لنشأة الأسواق المالية و كذا تطور مفهوم التنمية

الاقتصادية إضافة إلى نشأة و تطور سوق عمان للأوراق المالية .

3- **المنهج التحليلي في الفصل التطبيقي** حيث تم تحليل الأرقام المجمعة بهدف الوصول إلى نتائج

البحث .

- **صعوبات البحث :**

واجهتنا عدة صعوبات في هذا البحث أبرزها :

- ضبط حدود الدراسة كون الموضوع واسع و متفرع

- عدم التمكن من الحصول على دراسات سابقة من الجامعات و مراكز البحث الأردنية .

- تقسيم البحث :

ينقسم البحث إلى ثلاث فصول :

• **الفصل الأول :** تم فيه تناول الإطار النظري للسوق المالي. حيث تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين ، و درسنا في المبحث الأول و الذي كان يحمل عنوان ماهية الأسواق المالية مفاهيم حول الأسواق المالية و أهميتها و أقسامها ، كما تم التعرض فيه لماهية أسواق الأوراق المالية فيما كان المبحث الثاني مخصصا مؤشرات كفاءة أسواق الأوراق المالية و تم فيه التطرق إلى مفهوم الكفاءة و أنواعها و كذا متطلباتها و مستوياتها .

• **الفصل الثاني** عنون بدور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية فقد قسمنا هذا الفصل إلى مبحثين تم من خلال المبحث الأول التطرق إلى أساسيات حول التنمية الاقتصادية ثم تمويلها و المبحث الثاني فقد خصص لدراسة موقع السوق المالي في النشاط الاقتصادي .

• **الفصل الثالث:** خصص للدراسة التطبيقية و تم فيه التطرق لسوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2005-2015 نشأته و هيكله ، ثم تطرقنا في المبحث الثاني إلى الإطار التنظيمي لبورصة عمان و تقسيماتها والأدوات المتداولة فيها وكذا أهدافها أما المبحث الثالث فقد خصص لتحليل نتائج الدراسة التي تم التوصل إليها و استنتاج دور سوق عمان للأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية في الأردن .

الفصل الأول

تمهيد

تساهم الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية الأمر الذي جعلها تحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة و النامية على حد سواء وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية و توجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي و تزيد من معدلات الرفاهة للأفراد .

إضافة إلى أن إنشاء سوق مالية يقتضي توفر مجموعة من الشروط حتى تؤدي الدور الموكل لها على جميع الأصعدة من بيئة تشريعية ملائمة ،ظروف اقتصادية جاذبة وكذا استقرار الأوضاع السياسية لتكون في مجموعها المناخ المناسب لإنشاء و تطوير هذا السوق و للإلمام بمختلف جوانب الأسواق المالية و دورها في التنمية تم تقسيم هذا الفصل إلى العناصر التالية :

المبحث الأول : ماهية الأسواق المالية

المبحث الثاني : كفاءة و مؤشرات الأسواق المالية

المبحث الأول : ماهية السوق المالية

تعمل السوق المالية على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب و قوى العرض و تتيح الحرية الكاملة لإجراء المعاملات و المبادلات كافة ، و تزداد أهمية الأسواق المالية و تتبلور ضرورتها في المجتمعات التي تتسم بحرية الاقتصاد و التي يعتمد الاقتصاد فيها على المبادرة الفردية و الجماعية .

المطلب الأول : أساسيات الأسواق المالية

تستمد السوق المالية مفهومها من مفهوم السوق بشكل عام و السوق هي آلية (الأسلوب و الإجراءات) التي يتم بواسطتها بيع و شراء و مبادلة السلع و الخدمات او الأصول المالية (الأسهم و السندات و ما شابهها).

الفرع الأول : نشأة الأسواق المالية

يرجع تطور الأسواق المالية إلى تطور أسواق السلع و الخدمات و إن لم تكن تعرف بهذا الاسم حيث كان يسمح للتجار بعرض بضائعهم و تحديد أسعارها الحاضرة وأسعارها الآجلة . و في بداية القرن الخامس عشر ظهر مفهوم البورصة .

و قد مرت الأسواق المالية قبل وصولها إلى الشكل المعروفة به حالياً على عدة مراحل و نلخصها كالاتي :

المرحلة الأولى :

و قد تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة و محلات الصرافة و ارتفاع نسبي في مستوى المعيشة و إقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية و زراعية و عقارية... الخ ، مما أدى ذلك إلى اتساع المعاملات التجارية و مما أدى ذلك إلى اتساع المعاملات التجارية و مما أدى إلى كبر حجم التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة أصبح الفرد يعجز عن تمويلها مما جعله يلجأ إلى البنوك للاقتراض

المرحلة الثانية :

تتميز هذه المرحلة ببداية ظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية بعد أن كانت البنوك التجارية تقوم بحرية مطلقة في المرحلة الأولى . أما في المرحلة الثانية فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي و هي خصم الأوراق التجارية و تقديم القروض وفقا لقواعد و أوامر البنك المركزي لذلك فان هذه القروض محددة رغم زيادة طلب الأفراد عليها .

المرحلة الثالثة :

ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط و الطويل الأجل مثل البنوك الصناعية و الزراعية و العقارية و بنوك التنمية و الاستثمارات... الخ
و أصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة و طويلة الأجل لسد حاجياتها من الأموال و لكي تفي بحاجاتها لتمويل المشاريع المختلفة و يقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزنة.

المرحلة الرابعة :

ظهور الأسواق النقدية و في هذه المرحلة ازدادت حركة الأوراق التجارية و شهادات الإيداع القابلة للتداول و هذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالي.

المرحلة الخامسة :

اندماج الأسواق المالية بالأسواق النقدية و اندماج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق الدولية لتطور وسائل الاتصالات المختلفة و ظهور البورصات المالية.

و أصبحت الأسواق المالية تهتم ببيع و شراء الأوراق المالية الطويلة الأجل مثل الأسهم و السندات¹

¹ أبو موسى رسمية أحمد ، الأسواق المالية و النقدية ، دار المعترز ، عمان 2010 ، ص9

الفرع الثاني : تعريف الأسواق المالية

يتضمن النشاط الاقتصادي أو يقوم النشاط الاقتصادي على نوعين من الأسواق. النوع الأول هو الأسواق الحقيقية، وهذا النوع من الأسواق يتم التعامل فيه على سلع ملموسة مثل الآلات والأراضي والحبوب وكذلك يتم التعامل فيه على الخدمات مثل خدمات الاتصالات والمواصلات والاستشارات.

النوع الثاني من الأسواق هو المعروف باسم الأسواق المالية. وهذا النوع من الأسواق يشتمل على نوعين من الأسواق. النوع الأول هو سوق النقد والذي يعمل في هذا السوق هو البنك المركزي ومعه البنوك التجارية وكذلك بيوت الصيرفة. النوع الثاني هو سوق رأس المال وينقسم بدوره إلى نوعين من الأسواق، سوق يتعامل على التمويل بالإقراض والاقتراض، والمؤسسات العاملة هنا قد تكون مصرفية مثل البنوك المتخصصة وقد تكون غير مصرفية مثل صناديق الادخار وشركات التأمين. النوع الثاني من سوق رأس المال هو سوق الأوراق المالية وفيه يتم التعامل على الأوراق المالية ومن أمثلتها الأسهم والسندات¹

تعرف السوق المالية بأنها وسيلة ينتقي فيها شرط المكان يلتقي من خلالها البائعون والمشترون والوسطاء والمتعاملون الآخرون والإداريون من ذوي الاهتمامات المادية والمهنية بالأدوات الرأسمالية أو النقدية أو بالصرف الأجنبي بغرض تداول وتوثيق وتعزيز الأصول المختلفة (الحقيقية والمادية والنقدية)... الخ لفترات متباعدة طويلة و قصيرة اعتماداً على قوانين وأنظمة وتعليمات وإلى حد ما (عادات وأعراف...) معتمدة محلياً أو دولياً.² ويعرف السوق المالي على أنه الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، لكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه³ كما عرف بعض الاقتصاديين السوق المالية، بكونها تلك السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية من أسهم وسندات وهذا المفهوم الضيق للسوق المالية والبعض الآخر عرفها بأنها أوسع من ذلك بإضافة المؤسسات والوسطاء الماليين الذين يتعاملون في الاقتراض طويل الأجل

تعريف الباحثة للسوق المالية :

من التعاريف السابقة نستخلص التعريف التالي للسوق المالي:

هو المكان الذي يتم فيه تداول مختلف أشكال الأوراق المالية ((أسهم، سندات، مشتقات مالية...)) تحت تنظيم قوانين و لوائح خاصة.⁴

¹ العوضي رفعت السيد، مداخلة بعنوان الأسواق المالية-في الاقتصاد-المعاصر-والاقتصاد الإسلامي مقدمة في الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي المنعقدة في مكة المكرمة، من 12/25 الى 12/29 2010.

² خربوش حسني علي وآخرون الأسواق مفاهيم وتطبيقات، دار زهران للنشر والتوزيع عمان، 2013، ص 14.

³ هويشار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 58.

⁴ مطر مجد، إدارة الاستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العملية)، دار وائل للنشر، الأردن، 2004 ص 140.

الفرع الثالث: وظائف الأسواق المالية

تؤدي الأسواق المالية من خلال منشآتها وظيفه اقتصادية هامة تتمثل في تحويل الموارد المالية من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز المالي ، إما تفصيلات الوظائف التي تقوم بها الأسواق المالية في المجال الاقتصادي (عددنا سبع) و هي كما يلي :

- تشجيع الادخار :

تشجيع الأفراد و المؤسسات على الادخار وذلك عن طريق سهولة تحويل مدخراتهم إلى استثمارات في الأسهم والسندات و غيرها من أدوات التعامل في الأسواق المالية للحصول على مردود ملائم وعلى مستوى مخاطر ملائم .

- المحافظة على الثروة و تنميتها :

إن الأسهم و السندات و غيرها من الأوراق التي يتم التعامل بها في الأسواق المالية تعد وسيلة مهمة من وسائل حفظ القيمة أو (القوة الشرائية) حتى موعد الحاجة إليها في المستقبل فيتم بيعها لاسيما و أن الأوراق المالية لا تستهلك و لا تتآكل بمرور الزمن بل إنها على العكس تولد أرباحا و بذلك فإنها تساعد على نمو ثروة من يقيتها.

- تسهيل الحصول على السيولة :

إن الأسواق المالية وسيلة فعالة لتحويل الأدوات المالية (الأسهم و السندات) إلى نقد عند الحاجة إليها.

- تسهيل الحصول على الائتمان :

و المقصود به اقتراض النقود مقابل وعد بالوفاء في المستقبل حيث تتيح الأسواق المالية أدوات متعددة للائتمان و الحصول عليه لمن يطلبه ممن تتوفر فيهم شروط الحصول عليه .

- تسهيل المدفوعات :

بواسطة الأدوات المالية ذات العلاقة (الكمبيالات ، البطاقات الائتمانية و القبولات و ما شابهها) و التعامل

بها و التي تستعمل للوفاء بالديون الناشئة عن المعاملات المختلفة.¹

الفرع الرابع : عناصر الأسواق المالية

تظم السوق المالية، العديد من المتعاملين الأساسيين والأطراف المشاركة في أي نظام مالي معين، من العناصر أو الوحدات الطالبة للأموال- التي تصدر الأوراق المالية -والتي تعرف بالمقرضين، وتضمن بالخصوص قطاع الأعمال والحكومة وهذا لما تسجله من عجز دائم في مواجهة مصروفاتها، تقابلها العناصر أو الوحدات العارضة للأموال-سيولة أو نقدية فائضة -والتي تعرف بالمقرضين، وتضم بالأساس وحدات من القطاع الأعمال إلى جانب القطاع العائلي.

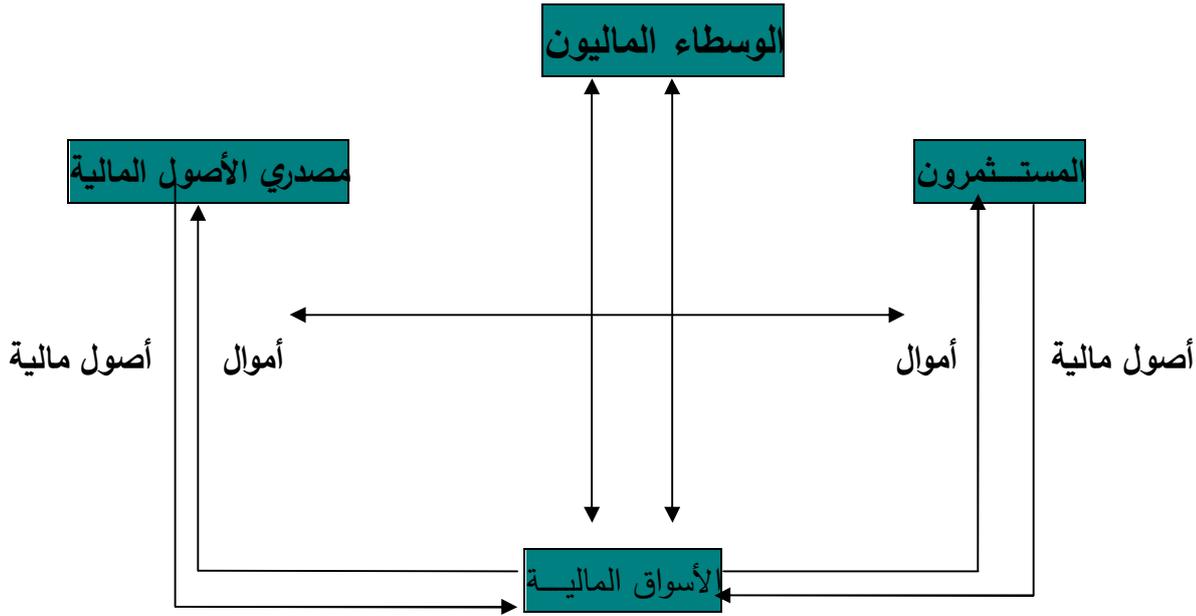
¹رمضان زياد ، شموط مروان ، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريد ، الطبعة الرابعة ، القاهرة، 2015. ص ص 9-11

ولكي تتم عملية المقاربة بين الطرفين، يتعين توافر الوسطاء الماليين، الذين يقومون بدور نقل للموارد المالية من فئة المدخرين إلى المستثمرين وذلك وفق أسس وقواعد تحكم هذه المعامل¹.

ويمكن تمثيل المتعاملون في السوق المالية من خلال الشكل التالي:

المتعاملون الرئيسيون في السوق المالية

(الشكل 1)



المصدر : غزال محمد دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية ،ص 10

و من بين أهم الفئات الرئيسة من الفاعلين أو المتعاملين في السوق المالية نجد:

أولاً: المقترضون أو الطالبون للأموال

الطالبون للأموال، هم الذين يحصلون على الأموال اللازمة من المدخرين بالاقتراض في السوق المالي، ويتم ذلك عادة بإصدار الأوراق المالية تستخدم حصيلتها في سد عجز الوحدات المالية التي تريد أن تنفق أكثر من دخلها العادي

الجاري ، حيث كانت الحكومات أول السابقين إلى إصدار الأوراق المالية بتشكيل الدين العمومي، ولكن في " اليوم الحاضر أصبحت الشركات الخاصة كذلك من بين المصدرين الأكثر نشاطا في السوق المالي "، وذلك قصد تعظيم أرباحها وقيمتها السوقية على المدى البعيد، فعمدت الشركات على زيادة استثماراتها الإنتاجية، بإحلال المعدات القديمة

¹ غزال محمد دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية ، دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل

شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص :اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية ، جامعة فرحات عباس ، سطيف.. 2013/2012 ص 9

المهتلكة بمعدات حديثة وجديدة وتوسيع نشاطها باستحداث لفروع لها . ويتم طلب الأموال من طرف المقترضين بأحد الشكلين إما بالاقتراض من البنوك - الاقتراض المباشر-، وإما إصدار سندات مديونية أو أسهم ملكية جديدة .ومن أمثلت المؤسسات والشركات التي تعمل على الحصول على أموال المدخرين بإصدار الأوراق المالية، صناديق الاستثمار و شركات التمويل و الشركات العامة و الخاصة .الحكومات .

ثانيا :العارضون للأموال أو المقرضون

العارضون أو المقرضون، فئة مصدرة للأموال في السوق ويعرفون بالمستثمرين أفراد أو شركات، والذين يزيد دخلهم النقدي عن إنفاقهم ومصاريفهم، ويرغبون في توظيف مدخراتهم أو فوائضهم المحققة بالاقتراض المباشر، أو بشراء الأوراق المالية التي تحقق لهم العائد المرغوب فيه، بالمفاضلة بين السيولة والمخاطرة والعائد المرتقب .ويتم عرض الأموال بطريقتين، الأولى الإقراض الغير المباشر، والذي يتمثل في فتح حساب ادخاري بأحد فروع البنوك لإيداع الأموال الفائضة مقابل نسبة فائدة .والطريق الثاني المباشر بشراء وتملك مختلف الأوراق المالية المتوفرة في السوق المالي من أسهم، سندات، حصص صناديق الاستثمار، حصص صناديق التقاعد. ويعرف المختصون الذين يقومون بعمليات تسيير الفوائض المالية في السوق المالي بالمستثمرين التأسيسيين، وذلك لما يتمتعون به من وفرة مالية معتبرة، تجعلهم من الأطراف الفاعلة في أي سوق يدخلون إليه والحركية التي ينعشون بها تداول الأوراق المالية . ومن أهمها صناديق الاستثمار، صناديق التقاعد، شركات التأمين، على أن توظف مدخرات وأموال ومعاشات وأقساط التأمين المدفوعة إليهم بشكل جيد مع مراعاة جانب العائد والمخاطرة في الاستثمارات المراد الدخول فيها.

ثالثا : مؤسسات الوساطة المالية

و هي المؤسسات التي تساعد في نقل الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز ، و من أمثلتها شركات التأمين حيث تقوم بجمع أقساط التأمين و تقرض جزءا من فوائض أموالها ، و البنوك حيث تقوم بقبول الودائع من المودعين و غالبا ما يكونون (وحدات الفائض) و تقرض جزءا منها إلى المقترضين(أصحاب العجز) ¹

1-وظائف الوسيط المالي :ويمكن إجمال وظائف الوسيط المالي فيما يلي:

- أ - تخفيض المخاطر :يعمل الوسطاء على تقليل المخاطر التي يتعرض لها المستثمرون الأفراد، من خلال تحويل وتوزيع الأوراق المالية عالية الخطورة(قروض المقترضين)إلى أوراق مالية منخفضة الخطورة(مدخرات المقترضين).
- ب - تخفيض تكاليف المعاملات والمعلومات :يتميز عمل الوسطاء بكثرة العمليات والصفقات المبرمة في اليوم الواحد، مما يؤدي إلى تقليل تكاليف المعاملات المرتبطة بالأوراق المالية التي تتم بين المقترضين والمقرضين .

¹ الهندي منير إبراهيم،الأوراق المالية وأسواق رأس المال، الإسكندرية،دار المعارف، 2009،ص 15.

ج- توفير السيولة ونقل أجل الاستحقاق :من أهم الأدوار التي يقوم بها الوسيط، الموافقة بين رغبات المدخرين في مطالبتهم بمعدل عائد مرتفع من المقترضين على المدى الطويل مقارنة بالمدى القصير، وان لم تتم هذه المعادلة كما ينبغي ينتج عنها خلل في توفير السيولة وتسيير استحقاقية الأموال وهو الدور الرئيس للوسيط الواجب القيام به على أحسن وجه.

د - توفير آلية لسداد المدفوعات :للسطاء الماليين القدرة على الوعد بالإيفاء بالتزاماتهم تجاه المستثمرين بدون استخدام الأموال السائلة، ويظهر هذا الدور بشكل واضح في مؤسسات الإيداع التي يمكن تحويل الأصول التي لا يمكن استخدامها في تسوية المدفوعات، لأي أصول يمكن استخدامها في أداء المدفوعات.

2 -تقسيم الوسيط الماليين :

و يمكن تقسيم الوسيط الماليين في السوق المالي إلى فئات بحسب نشاطها الأساسي ورأس مال للواحد منهم، ونجد:

أ - شركات السمسرة في الأوراق المالية :

تقوم شركة السمسرة في التوسط بين تفضيلات كل من البائعين والمشتريين في السوق المالية مقابل عمولة محددة مسبقا، وينشط فيها كل من السمسار، السمسار الوكيل، سمسار الصالة، المندوب الرئيس، الوسيط، وتتقسم شركات السمسرة إلى نوعين :شركات الوساطة وشركات الاستشارة المالية.

ب- الوسيط الماليين و لوكلاء :

يقوم الوسيط في السوق المالي بدور حلقة الوصل بين جمهور المستثمرين في الأوراق المالية من جهة و الجهات المصدرة للأوراق المالية من جهة أخرى ، و يقوم بدور الوسيط عادة شخص طبيعي أو معنوي بشرط أن يكون مرخصا بموجب قانون السوق المالي و أنظمتة و تعليماته ، و هم الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم المستثمرين في بيع أو شراء الأوراق المالية في السوق الثانوية و في كلتا الحالتين يحصلون على مبلغ كعمولة محددة لهم في النظام الداخلي على حسب النشاط و الخدمة التي يؤديها ، و تضم فئة الوسيط فئتين رئيسيتين و هي كالتالي :

***تجار الأوراق المالية** :وهم أعضاء مسجلون عادة بالسوق الغير المنظمة، ويقومون بشراء الأوراق المالية لحسابهم الخاص ، وبيعها عند ارتفاع أسعارها والاستفادة من فروق الأسعار .ونجد نوعين تاجر الصالة وهم تجار جملة وتاجر التجزئة وهو مضارب في كسور الأسهم .

***صناع السوق** : يتوسط صناع السوق، بين المتعاملين النهائيين للنظام المالي في الأسواق المنظمة- المقرضون والمقرضون

- من جهة هو الشخص المتخصص الذي يجمع بين وظيفة المتعامل في الأسهم بيعا وشراء لحسابه الخاص، وهو بذلك يعمل كتاجر أو المتعامل، يهدف إلى تحقيق هامش من الربح الناتج عن عملية البيع والشراء، و من جهة أخرى دور الوسيط بين أولئك الذين يرغبون في الشراء (أصحاب المشاريع)، ويتحصل على عمولة عن عملية البيع والشراء

لفائدة زبائنه .ويبيدي صانع السوق، استعداده التام وفي الحين لبيع الأوراق المالية التي يرغب المستثمرون في شرائها، كما يبيدي نفس الاستعداد لشراء الأوراق المالية المعروضة للبيع.¹

المطلب الثاني : أنواع الأسواق المالية

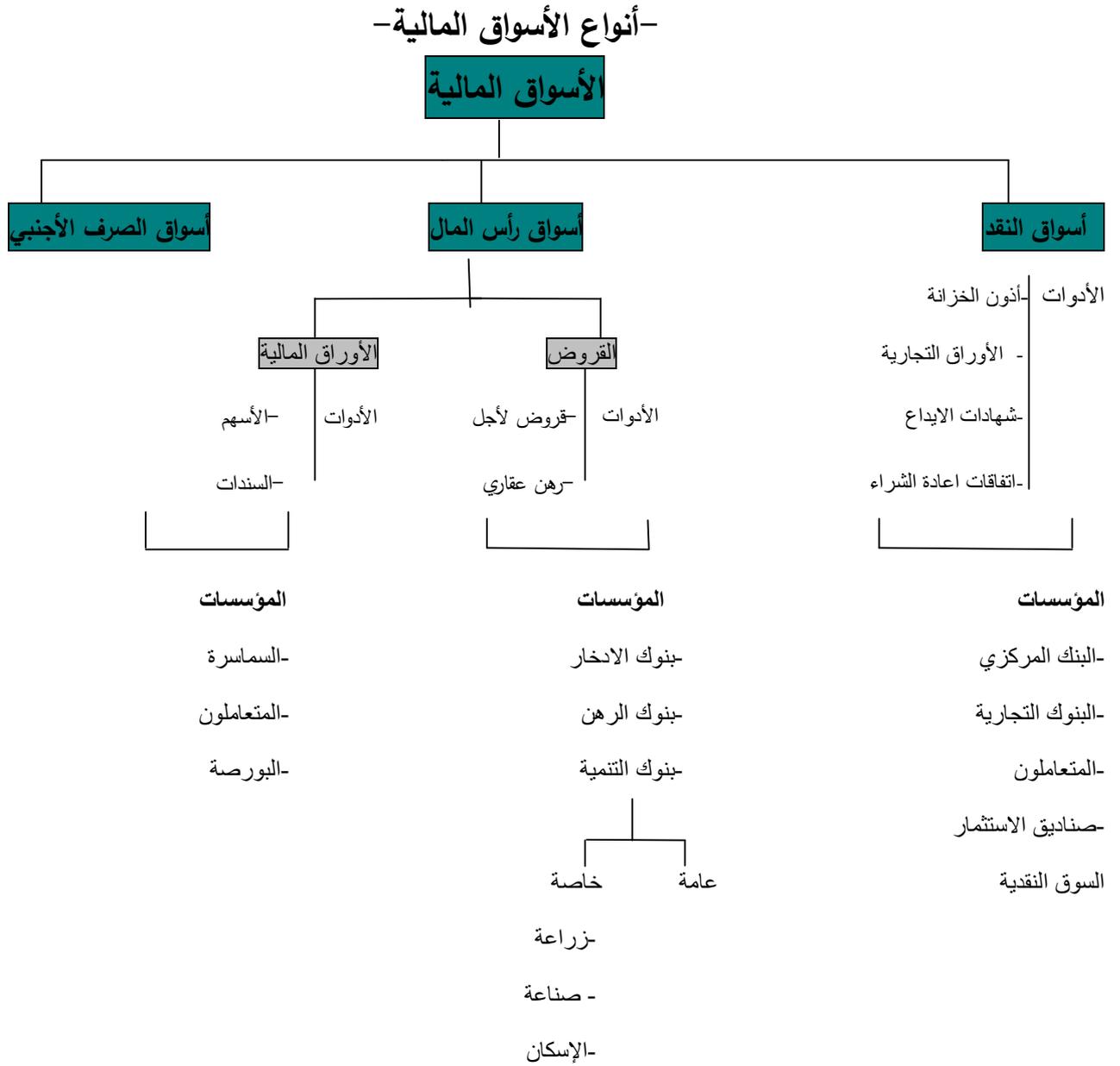
هناك عدة أنواع من المعاملات المالية، منها ما هو قصير الأجل والآخر طويل الأجل، ويمكن تصنيف الأسواق المالية، من حيث أنواع الأدوات الاستثمارية وخصائصها وسياستها، وإلى نوع العملة المستعملة في التداولات، أهمها ثلاثة أسواق رئيسية هي :

- الأسواق النقدية
- أسواق رأس المال
- أسواق الصرف الأجنبي

و نستعين بالشكل التالي لتوضيح هذه التقسيمات :

¹ اندراوس عاطف وليم ، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006 ، ص 133

الشكل (2)



المصدر عبد الرزاق محمود ،اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية ،الدار الجامعية ، الاسكندرية ، 2013،ص 332 .

الفرع الأول: أسواق النقد

أولاً / تعريف سوق لنقد و خصائصه

1- تعريف السوق النقدي_:

أو الأسواق النقدية و هي الأسواق التي يتم في إطارها خلق و تداول الائتمان قصير الأجل أي الائتمان الذي تقل مدته عن السنة.

تتم بسرعة تحولها إلى سيولة، كما تتميز عن غيرها من الأسواق بأنها أسواق جملة فهي تتم بأحجام كبيرة وقد تبلغ قيمتها مليون وأكثر مع وجود عدد كبير من المتعاملين لهذا يطلق عليها اسم الأسواق العميقة، وهذا ما يقلل أو يخفف بشكل كبير المخاطر المتعلقة بتدهور الأسعار وتخفيض تكاليف انجاز المعاملات أي عمليات البيع والشراء، يتكون هذا السوق من البنوك التجارية والمركزية... الخ التي تتعامل في الأوراق المالية قصيرة الأجل وهي تعتبر جزء مهم من السوق التمويلية¹.

حيث يمكن تعريف السوق النقدي كما يلي:

-تحدد سوق النقد الأبعد وجودا وتطورا من سوق رأس المال فهو سوق الأموال القصيرة الأجل التي لا تتعدى استحقاقها من حيث مصادرها واستخدامها للسنة المالية الواحدة، كما أنها تمثل الميدان الاقتصادي الذي تباع وتشتري به أوراق المالية قصيرة الأجل .

2- خصائص السوق النقدي:

من أهم خصائص السوق النقدي :

- مرونته العالية : معظم الصفقات المالية التي تتم فيه تحدث في السوق الثانوي بإجراءات مبسطة جدا تخفض تكاليف هذه الصفقات .
 - انخفاض درجة المخاطر و ذلك لسببين أولهما : تدني درجة المخاطرة النقدية التي تنشأ عن احتمالات انخفاض أسعار الأوراق المالية في سوق النقد قصير الأجل لذا تترك التغييرات الحاصلة في أسعار الفائدة السوقية آثارا محددة على الأسعار السوقية لهذه الأوراق مما يجعل قيمتها الاسمية عند الاستحقاق شبه مؤكدة و بالتالي تكون المخاطرة قليلة ، و ثانيهما : تدني درجة مخاطرة الائتمان و التي ترتبط باحتمال عجز المدين عن الوفاء بديونه ، وذلك لان الأوراق المالية المتداولة فيه تكون صادرة عن مؤسسات ذات مراكز ائتمانية قوية كالبنوك التجارية أو البنك المركزي لذلك تكون احتمالات عدم الوفاء بالدين منخفضة .²
- و على ضوء خصائص السوق النقدي يؤدي هذا السوق دورا هاما على مستوى الاقتصاد القومي من زاويتين :

¹ عبد الرزاق محمود ،اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية ،الدار الجامعية ، الاسكندرية ، 2013،ص 332 .

² التميمي أرشد فؤاد ، الأسواق المالية (إطار في التنظيم و تقييم الأدوات) ، دار اليازوني العلمية للنشر و التوزيع ، الأردن ، 2010 ، ص 61

- (1) يلعب هذا السوق دورا هاما في تخطيط السياسات النقدية للدولة إذ بواسطته يتمكن البنك المركزي من ممارسة دور فعال في تغيير أسعار الفائدة قصيرة الأجل ، و ذلك عن طريق التحكم في احتياطات البنوك التجارية التي تلعب دورا قياديا في هذا السوق ، كما أن التحكم في أسعار الفائدة قصيرة الجل يمكنه التحكم في سعار الفائدة طويلة الأجل بصورة غير مباشرة.
- (2) بوجود سوق نقدي فعال تتوفر سيولة مرتفعة للأصول المالية قصيرة الأجل و هذا بدوره يؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل قصير الأجل ، و بالتالي يزيد من سرعة دوران الأموال العاملة للمشروعات الاقتصادية على اختلاف أنشطتها فتكون محصلة مما سبق زيادة في الطاقة الإنتاجية لهذه المشروعات مما يخلق انتعاشا أو ازدهارا اقتصاديا.¹

ثانيا / أدوات التعامل في سوق النقدي

إن أهم ما يميز تلك الأوراق إمكانية تسهيلها بسهولة دون خسارة نظرا لقصر أجل الاستثمار و إمكانية إعادة خصمها حيث يمكن لحاملها التصرف فيها قبل تاريخ الاستحقاق بعرضها في سوق النقد و الحصول على سعر أقل من القيمة الاسمية ، لكنها تكون عادة أعلى من السعر الذي دفعه عند حصوله عليها ، حيث تزداد القيمة الاسمية كلما اقترب أجل الاستحقاق .

من الأطراف المتعاملة (مؤسسات السوق النقدي) تعتمد على صكوك الدين (أو المديونية) في تداولها للأوراق المالية ضمن آلية السوق النقدي المتاحة ، وهذا الأمر يتيح لحاملها إمكانية استرداد مبلغ معين سبق أن أقرض لطرف آخر و عادة ما تكون هذه الأوراق قابلة للتداول أي انتقال ملكيتها من شخص إلى آخر عند الطلب عليها و سر ذلك أن آجالها المستحقة أقل من سنة واحدة .²

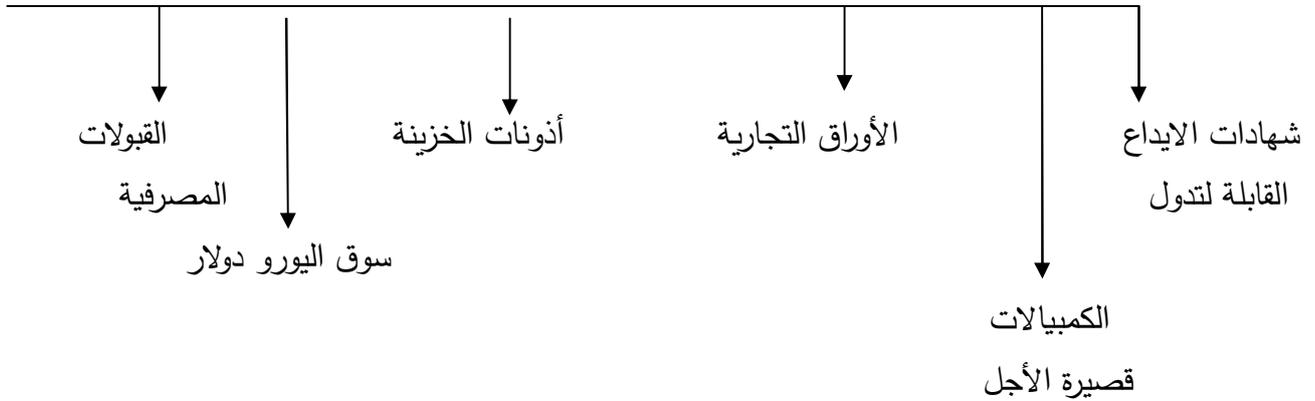
تتوفر في سوق النقد مجموعة من أدوات الاستثمار و من أهمها ما يلي :

¹ أبو موسى رسمية أحمد ، مرجع سابق ، ص 24.25

² رمضان زياد ، شموط مروان ، مرجع سابق ، ص ص 53.52

الشكل (03)

-أدوات التعامل في السوق النقدية-



المصدر: رمضان ، شموط ، ص 53

1- شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول :

هي عبارة عن وثيقة تصدرها المصارف تثبت حق العميل مقابل وديعة ثابتة بمبلغ معين وتاريخ استحقاق محدد تتراوح بين شهر و 18 شهرا وبسعر فائدة محددة أو عائم وتعد إحدى أهم أدوات سوق النقد، وتصدر لحاملها لتسهيل عملية تداولها بيعا وشراء وتمنحه الحق في بيعها في السوق الثانوي، ويمكن إصدارها بقيم اسمية مختلفة ولفترات زمنية متفاوتة حسب طبيعة الاتفاق بين المستثمر والمصرف، وتتميز هذه الأداة بارتفاع درجة سيولتها وانخفاض درجة المخاطر، وارتفاع معدل العائد مقارنة بحسابات التوفير، كما أنها ذات أمان مرتفع بسبب قبول خصمها من قبل البنك المركزي.

2- القبولات المصرفية: تعد من أدوات الدين، تصدرها المصارف لغرض تسهيل عمليات الاستيراد والتصدير، ويحصل المصرف على عمولة تخصم مقدما، وتستخدم القبولات المصرفية، في حالة عدم توفر السيولة النقدية لدى المستورد المحلي أو لتحقيق مزايا ائتمانية.

مثال: يتم الاتفاق بين المستورد الأردني وشركة رينو الفرنسية لشراء سيارات بأجل من شركة رينو بمبلغ مليون يورو، وفي هذه الحالة يقدم المستورد المحلي طلبا للمصرف للحصول على قبول مصرفي بالمبلغ المذكور من قبل بنك أردني يتعهد بموجبه بدفع مبلغ الصفقة التجارية لأمر شركة رينو في ضوء الاتفاق المبرم بين المستورد الأردني وشركة رينو، ويلتزم المصرف بتسديد قيمة البضاعة المستوردة من قبل المستورد الأردني في تاريخ الاستحقاق في حالة عدم قيام المستورد بدفع المبلغ¹.

3- أذونات الخزينة :

الاذن أداة دين تباع بخصم القيمة الاسمية و بطريقة المزيدة العلنية الحق لحاملها الحصول على القيمة الاسمية المثبتة بشهادة الأذن عند الاستحقاق .

تصدر أذونات الخزينة من قبل الحكومة و يقوم البنك المركزي تسويقها إلى المستثمرين (أفراد و شركات) ، فهي تشكل جزء من الدين العام للدولة . و تحضى بثقة و سمعة عالية من قبل المستثمرين ، و عليها فإنها أدوات خالية

¹ دريد كامل آل الشيب ، الأسواق المالية و النقدية ، دار المسيرة للنشر و التوزيع ، الأردن، 2012 ، ص ص171.175

النكول أي بمعنى أن الدولة قادرة على تسديد قيمتها عند الاستحقاق لقدرتها على خلق الإيراد و عدم تعرضها للإفلاس . تتمتع أذونات الخزينة بأسواق ثانوية نشطة لا سيما في الدول ذات الاقتصاديات المتقدمة ، و كما هو الحال في أسواق النقد الأمريكية .¹

4- الأوراق التجارية :

و هي تشمل فقط مفهوم السند الأذني أو السند لأمر قصير الأجل ، و هي عادة تصدر في السوق المفتوحة من قبل الشركات العلية السمعة و المكانة الراسخة دون ضمانات معينة ، الالتزام على الجهة المصدرة نفسها . و بهذا المعنى نجد أن الأوراق التجارية من أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت ، و تصدر لحامله و على أساس الخصم مثل أذونات الخزينة و عادة ما تحصل الشركات المقترضة على ائتمان مفتوح لدى بعض البنوك التجارية ، حيث يقوم البنك بالالتزام بدفع قيمة تلك الأوراق لحاملها في تاريخ الاستحقاق أ و هذا ما يقوي المركز المالي للأوراق . و من أهم مميزات هذه الأداة ، أنه من غير الضروري أن تكون مضمونة بأي أصل من أصول المنشأة المقترضة ، فالضامن الأساسي هو سمعة المنشأة و مكانتها ، و التي بفضلها قبلت البنوك التجارية الالتزام بسداد قيمة تلك الأوراق في تاريخ الاستحقاق .

5- الكمبيالات قصيرة الأجل :

تمثل الكمبيالات شكلا آخر من شهادات الائتمان قصيرة الأجل . و هي تعهد كتابي بإعادة مبلغ اقترضه شخص ما من احد البنوك التجارية ، و يمكن للبنك الاحتفاظ بالتعهد و الذي يمثل 'عقد اقتراض و الذي يتولد عنه فوائد (حتى تاريخ الاستحقاق ، كما يمكنه بيعه لطرف آخر ، و كذلك الطرف الثاني يبيعه بدوره لطرف ثالث إذا رغب بذلك و هكذا على حسب حاجة كل طرف للسيولة .

لكن ما يؤكد هو أنه في كل مرة يحصل الطرف المشتري على خصم و هذا يمثل له معدل الفائدة على الاستثمار في الكمبيالة . و في تاريخ الاستحقاق المحدد يحق لأي طرف (حامل التعهد) استرداد قيمة الكمبيالة من محررها (المقرض الأصلي) ، و إذا ما فشل في ذلك ، حينئذ يمكنه الرجوع إلى البنك الذي قبل التعهد من البداية و تحصيل القيمة .²

6- سوق اليورودولار :

قد اكتسب سوق اليورودولار تسميته الأصلية عندما أخذت بعض البنوك الأوروبية تفتح لعملائها حسابات ودائع لأجل بالدولار . و تلتزم بدفعها لهم بحلول اجلها بالدولار أيضا . كان الهدف المباشر من وراء هذه العملية تجنب الترتيبات المصرفية التقييدية في أمريكا ، لقد أسهمت عوامل عديدة في تعاظم الودائع المذكورة بعد الحرب العالمية الثانية في أسواق الصرف الأجنبي الأوروبية .

¹ التميمي أرشد فؤاد ، مرجع سابق ، ص62

² رمضان زياد ، شموط مروان ، مرجع سابق ، ص 55

- 1- اعتماد الدولار حتى العام 1971 كعملة رئيسية لتحديد أسعار صرف العملات الخاصة بالدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي حيث كانت هذه الأسعار ترتبط في تشبيتها بقابلية تحويل العملة الأمريكية إلى ذهب . و كان لاستمرار هذا الارتباط لحوالي ربع قرن تأثير كبير على أذهان المتعاملين ، مما كرس دور الدولار في الأسواق الدولية .
- 2- اعتبار الدولار أساسا لحساب الكثير من المعاملات الدولية خاصة السلع الأكثر أهمية .
- 3- دور المساعدات الأمريكية و خلال مشروع مارشال لإعادة إعمار الدول الأوروبية المتضررة من الحرب العالمية الثانية وقد قدمت هذه المساعدات بالدولار الأمريكي.
- 4- إدخال بنك إنجلترا في العام 1957 أدوات رقابة شديدة على استخدام غير المقيمين للجنيه الإسترليني و هو ما أدى بينوك المملكة المتحدة إلى البحث عن عملة دولية أخرى و التي من خلالها يمكن تمويل التجارة الدولية و كان الدولار أفضل هذه العملات من حيث قابلية التحويل و كذا الاستقرار.
- 5- اشتداد الأزمات الاقتصادية في كل من بريطانيا و فرنسا و التي أدت إلى هبوط قيمة الجنيه الإسترليني في العام ب(14.5%) و إلى هبوط قيمة الفرنك في العام 1969 ب(15%) .
- ورغم انخفاض قيمة الدولار في بداية السبعينات بسبب الخروج من قابلية التحويل إلى الذهب و انهيار اتفاقية برينتن وودز ، إلا أن ارتفاع أسعار البترول الخام و تعاضم الفوائض الدولية بالدولار بسبب احتساب الأسعار المذكورة هذه العملة قد جعل الدولار مستمرا في كونه أكثر العملات تداولاً في العالم .
- 6- فرض الحكومة الأمريكية عام 1963 ضريبة تعادل الفائدة على الأمريكيين الذين يشترون السلع الأجنبية .
- 7- اتجاه البنوك الأمريكية منذ أواخر ستينات القرن الماضي إلى سوق اليورو دولار و ذلك عندما كان من الصعب الحصول على الأموال المطلوبة في الولايات المتحدة من خلال القنوات التقليدية و قد أسهمت السقوف القانونية في الولايات المتحدة دورا هاما في هذا الشأن و حتى ألغيت هذه السقوف فيما بعد
- 8- بحث المقترضين الأوروبيين عن سوق دولية لإصدار سنداتهم للمستثمرين و قد بادرت بذلك سلطة الطرق الرئيسية للحكومة الإيطالية في العام 1963م.
- 9- فرض الحكومة الأمريكية في العام 1965م ما عرف بقيود الاستثمار الأجنبي الطوعية وذلك لمتابعة الشركات الأمريكية العاملة في الاستثمارات الخارجية و دفعها بتحسين حالة ميزان المدفوعات الأمريكي ، و استنتي البرنامج الخاص بهذه القيود من الضرائب و هذا ما حفز الكثير من الشركات الأمريكية على إصدار سندات باليورو دولار و ذلك لتمويل استثماراتها الخارجية مع زيادة أهمية هذا البرنامج فيما بعد في العام 1968م أصبحت الشركات الأمريكية من أكبر المؤسسات المصدرة للسندات اليورودولار
- و هكذا عند حاجة البنوك و المؤسسات الأمريكية الأخرى الى الأموال فانها صارت تقترض اليورودولار من البنوك الأجنبية أو من فروع البنوك الأمريكية القائمة في الخارج . و هنا كلما وجدت هذه البنوك و المؤسسات الأخرى أن لليورو دولار ميزاته النسبية مقارنة بما هو سائد في الأسواق المحلية الأمريكية و خاصة بالنسبة للعوائد و الضرائب و الرقابة فإنها تتجه أكثر نحو هذه الأداة المالية

10- حساسية ودائع اليورو دولار الشديدة لتقلبات لأسعار الفائدة و أسعار الصرف يمكن أن تسبب تدفقات كبيرة لهذه الودائع وذلك كما حدث في ألمانيا في العام 1971م عندما أدت المضاربة إلى رفع سعر المارك مما دفع الى تدفق داخلي لودائع بمليارات الدولارات خلال ساعات معدودة .
و على أي حال إن أكثر وداائع اليورو دولار قصيرة الأجل تتراوح غالبا ما بين ليلة واحدة و أيام قليلة في السنة و بالتالي فإنها من أدوات الأسواق النقدية .
و عليه بجانب السيولة العالية التي تتسم بها الودائع باليورو دولار فان هذه الودائع تعتبر من أكثر الأدوات مرونة من حيث فتراتها .¹

الفرع الثاني : سوق رأس المال

يمثل سوق رأس المال الجزء الثاني للسوق المالية والتي تختص بالاستثمار المالي طويل الأجل.

أولا / تعريف سوق رأس المال وخصائصه

1- تعريف سوق رأس المال :

هو السوق الذي يتداول فيها أدوات الاستثمار طويلة الأجل التي يزيد أجل استحقاقها عن عام سواء أوراق ملكية أو ديون.

كما يمكن تعريفه على أنه :مكان معين ومحدد يلتقي فيه أعضاؤه أو وسطاء التبادل للتفاوض على أدوات مالية طويلة الأجل .

2- خصائص السوق المالية :

يتميز سوق رأس المال بالخصائص التالية²:

- يمتاز الاستثمار في سوق رأس المال بكونه يتعامل بالأوراق المالية ذات الآجال الطويلة مما يتيح فرصة التمويل لكثير من المشروعات لا سيم إذا علمنا أن بعض المشروعات تتكلف في بداية عمرها الإنتاجي بمصاريف تأسيسية كبيرة مما يجعل إمكانية التسديد الفوري ضعيفة الاحتمال و بالتالي تحتاج لأموال يتم سدادها بعد طول أجل.
- لنجاح سوق رأس المال لابد من توافر سوق ثانوي نشط لتوفير السيولة اللازمة و زيادة سرعة الدوران حتى يتمكن حامل الورقة المالية من بيعها متى شاء و لو قبل تاريخ استحقاقها بزمان ، و هذا بدوره يعتمد على نشاط السوق الأولي و تعدد الإصدارات الجديدة من أسهم و سندات على حد سواء

¹ محمود مجد الداغر ، الأسواق المالية، دار الشروق، للنشر و التوزيع، الأردن، 2007 ص ص 293 294

² عيسوي سهام ، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال - دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي - أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة محمد خيضر بسكرة ، 2014/2015 ، ص ص 20 ، 21 .

- يعتبر سوق رأس المال أقل اتساعا من سوق النقد لكنه في الوقت نفسه أكثر تنظيما ، كما يمتاز المتعاملون فيه بكونهم من الوكلاء المتخصصين في الصفقات المالية الكبيرة و يتحكم هؤلاء الوكلاء بحرية التداول في سوق رأس المال إلى حد كبير ، و ذلك عن طريق تكيف سياستهم في الاحتفاظ بالأوراق المالية أو طرحها للتداول بناء على التقلبات الحادثة في أسعار الفائدة .
- الاستثمار في سوق رأس المال يكون أكثر مخاطرة و أقلها سيولة في الاستثمار بالسوق النقدية و ذلك نظرا لأن أوراق الاستثمار فيه طويلة الأجل ، الأمر الذي يتحمل مخاطرة سوقية ، أو سعرية و تنظيمية مختلفة و كذلك الأسهم بالرغم من أن عائدها كبير الا أن مخاطرها كبيرة نسبيا .
- الاستثمار في سوق رأس المال يعتبر عائدا ، فان اهتمام المستثمرين في رأس المال يكون الدخل أكثر منه نحو السيولة و المخاطرة .

ثانيا / تقسيمات سوق رأس المال

ينقسم سوق رأس المال إلى:

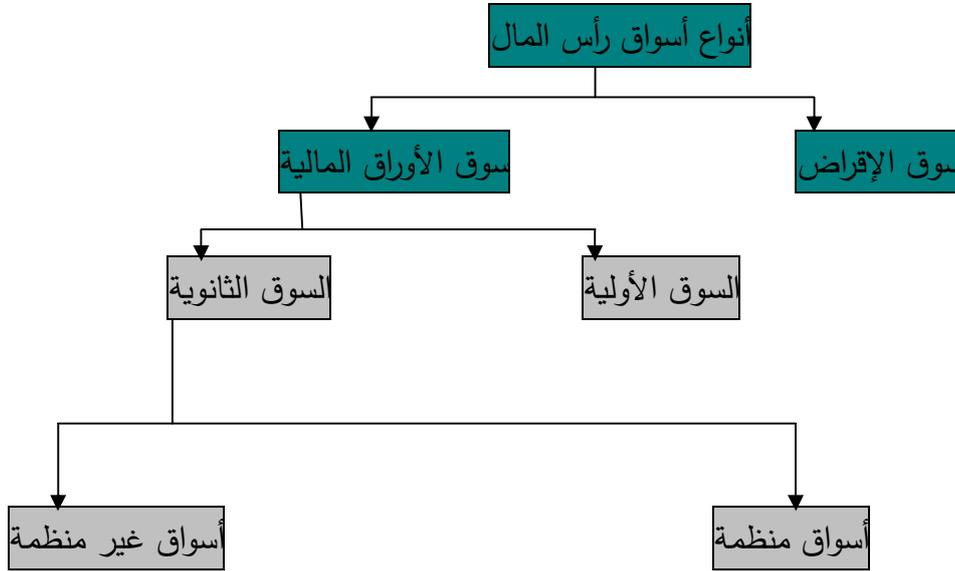
- أسواق منظمة

- أسواق غير منظمة

و للبحث في التفاصيل المهمة لأنواع أسواق رأس المال نستعين بالشكل التالي:

الشكل (04)

أنواع أسواق رأس المال



- 1- تتعامل في الأوراق المالية غير المسجلة في الأسواق المنظمة
- 2- معاملاتها تجري خارج السوق المالي.
- 3- التعامل بها في أوقات العمل الرسمية لسوق المالي.

- 1- وهي تخضع للقوانين و القواعد التي تضعها الجهات الرقابية.
- 2- وتتعامل في الأوراق المالية المسجلة لدى لجنة السوق المالية .
- 3- يوجد مكان لشراء و بيع الورق المالية .

السوق الرابعة

- 1- لا يتم التعامل فيها بواسطة السماسرة و الوسطاء
- 2- تضم الشركات الكبيرة و الأفراد الأثرياء
- 3- الصفقات تتم على نطاق طلبات كبيرة.

السوق الثالثة

- 1- أحد مكونات السوق الغير منظم .
- 2- يتألف من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة.
- 3- المتعاملين فيها من الشركات الاستثمارية الكبيرة.

المصدر : رمضان ، شموط ، 2015، ص 85 .

- سوق الإقراض : هي السوق التي تتم عملياتها عن غير طريق الأوراق المالية (سوق الإقراض المباشر) ، و تتولى معاملات هذه المؤسسات المالية المصرفية و غير المصرفية ، و بصفة خاصة البنوك المتخصصة .
- سوق الأوراق المالية : تنقسم سوق الأوراق المالية إلى :

أ / الأسواق الأولية :

تعرف الأسواق الأولية على أنها سوق الإصدار الأول للأوراق المالية . و يستفاد من هذا المعنى أن الإصدار قد يشمل ما يلي :

- الإصدار الجديد المتعلق بشركات تحت التأسيس و التي تقوم بطرح أسهمها للاكتتاب العام أول مرة .
 - ان الإصدار الجديد يمثل زيادة في رأس المال للشركات القائمة و العاملة من خلال الاكتتاب العام أو إصدار السندات بغرض زيادة مواردها المالية .
- و يعتبر بنك الاستثمار من الشركات الهامة في السوق الأولية من حيث :
- يمثل أداة الوساطة بين جمهور المستثمرين المتوقعين لشراء الورقة المالية من الجهة التي قررت إصدارها .
 - يقوم بنك الاستثمار بتمويل شراء الإصدار بهدف إعادة بيعه للجمهور
 - كما يقوم بتسويق الأوراق المالية المصدرة من الشركات في سوق رأس المال الأولي.
- و منه فان السوق الأولية تقوم بدور رئيسي في تقدم النشاط الاقتصادي ، و دعامة قوية من دعاماته ، لأنه إحدى الآليات الهامة التي تقوم بتجميع المدخرات المتاحة لأي اقتصاد و توجيهها مباشرة نحو المشروعات الإنتاجية .¹
- ان التعامل في السوق الأولية يأخذ شكلين هما :
- التعامل المباشر
 - التعامل الغير مباشر

¹ حنفي عبد الغفار ، عبد الفتاح إسماعيل ، الأسواق المالية و النقدية ، دار المعزز للنشر و التوزيع ، 2009 ص 13

* **التعامل المباشر** : يتم بيع الأوراق المالية المصدرة لأول مرة في السوق الأولية عن طريق البيع المباشر بأن تتصل شركة الأعمال المصدرة للورقة المالية مباشرة بالمستثمرين والمؤسسات المالية لكي تبيع لها الورقة المالية، أو عن طريق البيع بالمزاد بدعوة المستثمرين للتقدم بطلباتهم محددًا فيها الكمية المطلوب شراؤها من الأوراق المالية بأسعار الشراء، وفي هذه الحالة قد يكون المستثمرون أفرادًا أو مؤسسات ويتم بيع وتسويق الأوراق المالية المصدرة لأول مرة إما من خلال السوق العام المفتوح أو من خلال السوق المغلق أو المحدود.¹

* **التعامل الغير مباشر** : وهو وسيط مالي بين مصدري الأوراق المالية من الشركات وغيرها، وبين المستثمرين، إذ يقوم بضمان تغطية الاكتتاب في هذه الإصدارات من خلال شرائه للأوراق المالية من الشركة بسعر أقل قليلاً من سعر البيع حيث يمثل الفرق مقابل المصروفات بالإضافة إلى ربح ضامن الاكتتاب) مصرفي الاستثمار (وعندما يقوم مصرفي الاستثمار بضمان تغطية الاكتتاب في الإصدارات الجديدة فإنه في الواقع يؤدي أربع وظائف أساسية هي:

- تقديم النصح للشركة المصدرة للأوراق المالية ويتمثل في تقديم العون لهذه الشركة فيما يتعلق بتحليل احتياجاتها المالية وأنسب طريقة تمويل هذه الاحتياجات.

- إدارة الإصدار ويتمثل ذلك في إتمام جميع الإجراءات المتعلقة بإصدار الأوراق المالية بما فيها الإجراءات القانونية ولعل أهم وأصعب ما في هذه العملية هو تحديد سعر مناسب للسهم والسند.

- تحمل المخاطر، ومصدر هذه المخاطر هو الفترة التي تمر بين قيام مصرفي الاستثمار بشراء الأوراق المالية من الشركة المصدرة وقيامه ببيع هذه الأوراق للمستثمرين، ففي هذه الفترة قد تحدث تغيرات في السوق.

- تسويق الأوراق المالية، ويتم ذلك بقيام مصرفي الاستثمار ببيع الأوراق المالية إلى المستثمرين بعد شرائها من الشركة المصدرة، أو بقيامه بدور الوسيط فقط بين الشركة المصدرة والمستثمرين في شراء جميع ما أصدرته الشركة من أسهم وسندات، وفي بعض الأحيان يستعين مصرفي الاستثمار بمجموعة من السماسرة الذين يتولون البيع للمستثمرين مباشرة.²

ب / السوق الثانوية

وهي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية مكتملة الشروط والإدراج، والتي سبق تداولها في السوق الأولى، فهي أسواق تنقل فيه الأموال من الأفراد والشركات المدخرة إلى الشركات المستثمرة من خلال أدوات مالية طويلة. ويعد السوق الثانوي من أهم الأسواق في الهيكل المالي، حيث يتم فيه تداول الأوراق المالية للشركات القائمة، (أي الأسهم والسندات التي سبق إصدارها وتم التعامل بها من قبل المستثمرين) وهنا يحصل بائع الورقة المالية على قيمتها وليس الشركة المصدرة للورقة، ويسمح هذا السوق للمستثمرين باستبدال هذه الأوراق بالنقد، ولذلك فإنه يوفر عنصر السيولة. غير أن كفاءة السوق الأولى تأتي من كفاءة وفاعلية السوق الثانوي وإن أي انخفاض في كفاءة التداول في

¹ رمضان زياد، شموط مروان، مرجع سابق، ص ص 86، 87.

² الزراري عبد النافع، فرح عازي، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، الأردن، 2001، ص 62

هذا الأخير يعني احتفاظ حملة الأوراق المالية بها إلى حين فترات استحقاقها أو استحقاق الأرباح الجارية، مما يخفض درجة السيولة في السوق وانخفاض الأموال المتاحة لدى المستثمرين للاكتتاب بالإصدارات الجديدة التي تتم في السوق الأولى.¹

-أنواع السوق الثانوي : تنقسم السوق الثانوية بدورها إلى ما يلي :

* **السوق المنظمة** : ويطلق عليها أيضا لفظ البورصة وهي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية للشركات المدرجة في البورصة وفق الشروط التي يحددها قانون أو نظام السوق المالي، ويكون لها مكان محدد أين يتم تداول الأوراق المالية المكتتب فيها من قبل حامل هذه الأوراق وبين مستثمر آخر بالبيع والشراء. هذا ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، ويشترط التعامل فقط بالأوراق المالية المسجلة لديه، كما أن هناك معايير وشروط محبذة يتطلب استيفائها ومصاريف ورسوم تسجيل يتعين تسديدها، فعمليات الإدراج في البورصة تخضع لشروط تحدد طبيعة الشركات التي يسمح بتداول أسهمها وتختلف هذه الشروط حسب طبيعة البلد من حيث حجم الأصول وعدد الأسهم و عدد المساهمين.

ويسمح وجود مثل هذه الأسواق بالحفاظ على استمرارية ونشاط التعامل بالأوراق المالية، ويسهل للمستثمرين التعرف على آلية تحديد السعر حيث أن معرفة الأسعار تساعد على تخصيص مواردهم المالية بكفاءة أعلى، فالبورصة لها دور هام في تحقيق عدالة الأسعار وذلك من خلال الانتقاء الواسع بين العرض والطلب معا لما لديها من أجهزة وإمكانيات اتصالات الممارسة ببعضهم البعض وبعملائهم.

كما تحقق السوق المنظمة أسعار عادلة بالزام الشركات المقيدة فيها بتقديم المعلومات الكافية من أعمالها وبالتالي تتخفف أعمال المضاربة التي ليس لها أساس اقتصادي سليم.

* **السوق غير المنظمة** : وهي التي تتم على أساسها المعاملات خارج البورصات، ويطلق عليها المعاملات على المنضدة أو السوق الموازية، وهذه السوق لا تمثل مكانا معينا يتم فيه تداول الأوراق المالية، ولكنها تتكون من عدد المتعاملين في هذه الأوراق منتشرين في أماكن متفرقة داخل الدولة. وتكون طريقة التداول بواسطة بيوت السمسرة من خلال استخدام شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار.

ويتصف هذا السوق بالديناميكية العالية والمرونة الكبيرة، لأن جميع الصفقات تتم بسرعة من خلال استخدام وسائل الاتصال المتاحة ودون الحاجة إلى أن يلتقي البائع مع المشتري، حيث يتم استخدام شبكات الاتصالات السريعة التي تربط بين الوسطاء والمستثمرين، مما يعني أن عمليات التداول تتم بين حامل الورقة المالية وبين المشتري دون الحاجة لحضور مصدري الورقة المالية، ويتم تحديد سعر التداول من خلال عمليات التفاوض التي تتم بين المتعاملين في السوق .

وتنقسم السوق غير المنظمة إلى ما يلي:

¹ أبو موسى رسمية أحمد ، مرجع سابق ، ص 21

السوق الثالثة : وهو جزء من السوق غير المنظمة، حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة، وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها، وكذا سرعة تنفيذها، كما نجد أن لهؤلاء السماسرة حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم.

السوق الرابعة : هو سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين دون الحاجة إلى سمسرة أو تجار الأوراق المالية، ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية وهاتفية حديثة وهو ما يشبه السوق الثالث لأن الصفقات تتم خارج البورصة أي خارج السوق المنظمة، وهذا التعامل بكل الأوراق المالية المتداولة داخل وخارج السوق المنظم¹.

ثالثاً / أدوات التعامل في سوق رأس المال :

لا شك أن سوق رأس المال تحضى باهتمام بالغ من قبل المستثمرين سواء الفردي أو المؤسسي و المتاجرة بهذه الأدوات . و عليه فالمقصود بأدوات التعامل في السوق رأس المال الأوراق المالية المتاحة للتداول و خاصة الأسهم و السندات التي تصدرها منشآت الأعمال المختلفة في النشاطات. و يمكن تعريف الورقة المالية بأنها صك يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد أو الحق في جزء من أصول المنشأة أو الحقين معا تبعا لنوع الورقة المالية التي يمتلكها . و فيما يلي يتم عرض أهم الأدوات من الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس لمال :

1- الأسهم

تعد الأسهم من أدوات سوق رأس المال و تتميز بخصائص مختلفة و مميزات كثيرة تتباين في مصادرها و تخضع إلى معايير مختلفة و كثيرة.

أولاً : تعريف السهم:

يعرف السهم على أنه "صك يمثل جزءاً من رأس مال شركة أموال و يثبت لمالكة حقوق الشريك (أي المساهم) و تستعمل هذه الكلمة أيضا للإشارة إلى أسهم شركات الاستثمار"².

وقد عرفه بعضهم بأنه الحصة التي يقدمها الشريك عند المساهمة في مشروع الشركة، سواء أكانت نقدية أم عينية .
-قيم السهم :للسهم عدة قيم نوجزها فيما يلي:

***القيمة الاسمية للسهم:**هي قيمة السهم عند إصداره أول مرة، وهي عادة أقل من القيمة السوقية، وهي قيمة نظرية لتغطية رأس المال، وهي منصوص عليها في عقد التأسيس، ومن أهم وظائف هذه القيمة هو تحديد حصة السهم الواجب في ملكية الشركة³.

¹ دريد كامل آل الشيب ، مرجع سابق ، ص 55

² البروراي شعبان محمد إسلام ، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دمشق، دار الفكر 2001 ، ص88

³ رضوان عبد الحميد ، أسواق الأوراق المالية، دار النهار، مصر، 1996 ص 40

هذه القيمة من خلال الصيغة الموالية :

$$\text{القيمة الاسمية} = \text{رأس مال الشركة} / \text{عدد الأسهم}$$

كما أنه لا يتم إصدار السهم بقيمة أقل من قيمته الاسمية سواء عند التأسيس أو رفع رأس مال الشركة.

القيمة الدفترية: وتسمى أيضا القيمة المحاسبية، وهي تعادل قيمة السهم عند التصفية، وتحسب من خلال جمع قيم الموجودات المادية والمالية والنقدية مطروحا منها قيم الالتزامات، بما فيها الحصص المقررة بمعادلات ثابتة لأصحاب الأسهم الممتازة والسندات المستحقة، ومن ثم يجري تقسيم الناتج على عدد الأسهم العادية، ويمكن اعتماد الصيغة الآتية لاحتساب القيمة الدفترية:

$$\text{القيمة الدفترية} = \text{حقوق المساهمين} / \text{عدد الأسهم}$$

$$= \text{رأس المال} + \text{الاحتياطات} + \text{الأرباح غير موزعة} / \text{عدد السهم}$$

-**القيمة السوقية:** و هي القيمة التي يحددها التعامل بالأسهم في السوق الثانوي للأوراق المالية، فقد تكون أكثر من القيمة الاسمية أو أقل منها حسب نقطة توازن العرض و الطلب، لذا فهي تتميز بالتقلب و ذلك حسب عدة عوامل.¹

ثانيا : تقسيمات الأسهم:

للأسهم عدة أنواع يمكن التمييز بينها من خلال تقسيمات مختلفة نعرضها كما يلي:

1 * تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها : تقسم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها كما يلي:

أ-**الأسهم العادية :** هي أداة ملكية ذات صفة مالية قابلة للتداول تمنح لحاملها الحصول على عوائد غير ثابتة بجانب حصته في موجودات الشركة والمثبتة في شهادة السهم ، تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية تضمن حقوقا وواجبات متساوية لمالكها، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في السوق الأولية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة، والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة، وهكذا فإن الأسهم العادية هي الأداة الأولى التي تصدرها الشركة، وفي حالة تصفية ممتلكات الشركة فإنها آخر ما يجري تسديدها، ولحاملها حصة الملكية في الشركة ولهم الأولوية الأدنى في طلب العوائد، حيث يسبقهم في هذا الطلب أصحاب الأسهم الممتازة والسندات المعتمدة، وحسب ما يحمله أصحاب الأسهم العادية من حصص، فإن لهم حقوق التصويت في مجلس الإدارة والتدخل في الشؤون الإدارية.

¹ زويل محمود أمين ، بورصة الأوراق المالية ، دار الوفاء ، الإسكندرية ، 2000 ، ص ص 48-49.

ب - **الأسهم الممتازة** : تعتبر كذلك أداة ملكية من الناحية القانونية ولكنه يختلف عن السهم العادي في عدة نقاط مهمة وهي :

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

2- حملة الأسهم الممتازة عادة لا يشاركون في التصويت تعطى لهم الأولوية إذا أفلسَت الشركة في استرداد مستحقاتهم

3- حملة الأسهم الممتازة لهم حق الأولوية في الحصول على الأرباح الدورية للشركة وعلى قيمتها عند التصفية قبل حملة السهم العادية ، لكن في الدرجة الثانية بعد حملة السندات .

هناك عدة مزايا تعود على الشركة من استعمال الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل، فالسهم الممتاز يعتبر مصدرا دائما للتمويل لا يتطلب إعادة تسديد قيمته في تاريخ معين كالسند¹.

2* **تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم :**

يتم تقسيم السهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم إلى ما يلي:

أ - **أسهم عينية** : هي التي تمثل حصة عينية من رأس مال الشركات المساهمة العامة، كالمساهمة على شكل استثمار مادي، أو محزونات، أو براءة اختراع ، ولا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم إلى أصحابها إلا عند تسليم الموجودات التي تقابلها، وتعتبر قيمتها مدفوعة بالكامل، وقد منع القانون تداول هذا النوع من الأسهم إلا بعد مرور فترة من الزمن عادة ما تكون سنتين.

ب - **أسهم نقدية** : وهي الأسهم التي تدفع في مقابلها مساهمات نقدية، ولا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية، أي عند صدور العقد التأسيسي للشركة.

ج - **أسهم مختلطة** : وهي الأسهم التي تدفع بعض قيمتها عينا ويسدد الباقي منها نقدا² .

2- **السندات :**

- **تعريف السندات :**

تعرف السندات بأنها ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول تصدرها الشركة المساهمة العامة و

تطرحها للحصول على قرض تتعهد الشركة بموجبه بسداد القرض و فوائده وفقا لشروط الإصدار .

و بهذا المعنى يعتبر السند أداة تمويل طويلة الأجل تصدر في سوق رأس المال . من جانب آخر أجاز

قانون الدين العام إصدار سندات حكومية تقتض بموجبه الحكومة من الجمهور وفق قواعد و شروط محددة

على أن لا يتجاوز أجلها 15 عاما .

و تصدر السندات بواحد من الأسلوبين التاليين :

¹ حنفي عبد الغفار ، قرياقص رسمية ، أسواق المال لبورصات، مصارف، شركات التأمين، شركات الاستثمار، دار الجامعة الجديدة للنشر ، الإسكندرية ، 2001،ص.ص

(272-267)

² وايت جون ، ترجمة العامري خالد ، الاستثمار في السندات و الأسهم ، دار الفاروق ، للنشر و التوزيع ، القاهرة ، 2003

- **الإصدار العام** : هو أن يتولى بنك الاستثمار أو مجموعة منها عملية إدارة الإصدار مع ضمان شراء السندات التي يتم الاكتتاب بها .
- **الإصدار الخاص** : و هو أن يقتصر دور بنك الاستثمار على الوساطة فقط دون التعهد بشراء السندات الفائضة عن الاكتتاب . و يتم الإصدار هنا بموجب اتفاقية تتم بين الشركة المصدرة و مجموعة من المؤسسات المالية التي تتولى شراء السندات ، و ذلك بناء على شروط خاصة يتم الاتفاق عليها خلال المفاوضات .
- **أنواع السندات** :
- يمكن تقسيم السندات إلى أنواع مختلفة على أساس جهة الإصدار ، وشكل الإصدار ، أو على أساس الأجل ، أو على أساس الضمان أو على أساس القابلية للتحويل و الاستدعاء .
- و سنعرض هنا ثلاث تقسيمات مهمة :
- 1- تقسيم السندات على أساس جهة الإصدار** :
- تقسم السندات على هذا الأساس إلى :
- **سندات حكومية** : و تصدر هذه السندات من الدولة و مؤسساتها ، و من أمثلتها سندات الخزينة و سندات البلدية .
- **سندات أهلية** : تصدر هذه السندات من المؤسسات المالية أو الشركات المساهمة العاملة في القطاع الخاص ، و من أمثلتها ما يعرف بالسندات العادية و السندات المضمونة بعقار ¹ .
- 2- تقسيم السندات على حسب شكل الإصدار** :
- **سند لحامله** : يكون سند لحامله عندما يخلو السند من اسم المستثمر ، كما لا يوجد في هذه الحالة سجل للملكية لدى جهة الإصدار . و تنتقل ملكية السند بمجرد الاستلام و يكون لحامله الحق في الحصول على فائدة السند عند استحقاقها ، و تحصل بمجرد نزع الكوبون المرافق بالسند و تقديمه للبنك الذي يتولى دفع الفوائد . و عند أول موعد استحقاق السند يكون لحامله أيضا الحق في استلام قيمته الاسمية من البنك مباشرة .
- **سندات اسمية أو مسجلة** : يكون السند اسميا أو مسجلا متى حمل اسم مالكة ، كما يوجد سجل خاص بملكية السندات لدى الجهة المصدرة . و السندات الاسمية أو المسجلة يمكن أن تكون مسجلة بالكامل و يشمل التسجيل هنا كلا من الدين الأصلي و فائدته ، و لذا لا يصرف أي منهما إلا بشيك يحمل اسم صاحب السند و عن طريق البنك كما يمكن أن تسجل تسجيلا جزئيا و يقتصر التسجيل هنا على أصل الدين فقط اما الفائدة فتأخذ كما هو الحال في السند لحامله شكل كوبونات ترفق بالسند و تنزع منه بمجرد استحقاقها لتحصيلها من البنك مباشرة .

¹ أبو موسى رسمية أحمد ، مرجع سابق ، ص ص 109.110

3- تقسيم السندات حسب قابليتها للاستدعاء أو الإطفاء :

يصدر عقد الإصدار متضمنا حقوق و التزامات كل من المصدر و المستثمر و من الشروط التي قد يتضمنها هذا العقد ما يعرف بشرط الاستدعاء و يخول هذا الشرط للجهة المصدرة للسند الحق في استدعاء السندات المشمولة بهذا الشرط لإطفائها بسعر محدد خلال مدة محددة . و بهذا الخصوص يوجد نوعان من السندات

- **سندات غير قابلة للاستدعاء :** و هي السندات التي يكون لحاملها الحق في الاحتفاظ بها إلى حين تاريخ استحقاقها و لا يجوز للجهة المصدرة استدعاؤها للإطفاء لأي سبب من الأسباب .
- **السندات القابلة للاستدعاء :** وهي السندات المشمولة بشرط الاستدعاء ، وتصدر عادة بعلاوة استدعاء.¹ وتعتبر أوراق الملكية وأوراق المديونية أدوات من أدوات توظيف رؤوس الأموال بالنسبة للمستثمر، وقد ظهر في سبعينيات القرن العشرين فئة أخرى من الأوراق المالية هدفها الرئيسي التغطية ضد مخاطر تقلب الأسعار تعرف بالمشنقات المالية تكون بمثابة عقود بين المشتري والبائع وتعمل بيوت المقاصة Clearing House على ضمان تنفيذ تلك العقود. ويجري تداول المشنقات المالية في أسواق متخصصة تعرف بأسواق المشنقات المالية Derivate Market، وترتبط الورقة المالية في هذا النوع من الأوراق بأصل مادي (سلع، مواد أولية...) أو بأصل مالي (أسهم، سندات...) أو بأصل صوري (مؤشرات البورصة، مؤشرات الأسعار...) بحيث يتغير سعر الورقة بتغير سعر الأصل. وتنقسم المشنقات المالية إلى عقود إلزامية تلزم طرفي العقد بتنفيذ الصفقة تاريخ الاستحقاق بالسعر المتفق تاريخ إبرام العقد مهما بلغت الأسعار السوقية الجارية، ومن أنواعها العقود الآجلة، العقود المستقبلية وعقود المقايضات Swaps، أو عقود اختيارية وتضم عقود اختيار البيع أو الشراء Call And Put Option.

مما سبق، يمكن القول بأن الأسواق المالية توفر أدوات مالية متنوعة بالنسبة للمستثمر المالي، وحتى يحقق هذا المستثمر ما يطمح إليه من أرباح والتقليل من المخاطر فإن الإستراتيجية الأنسب إليه هو تنويع محفظته المالية بشكل تغطي فيه أرباح بعض الأوراق المالية الخسائر المحتملة للأوراق الأخرى.

¹ رمضان زياد ، شموط مروان ، مرجع سابق ، ص 108

3- المشتقات المالية :

أ- تعريف المشتقات المالية : " عقود تشتق قيمتها من قيم الأصول الاستثمارية كالأسهم أو السندات أو السلع أو العملات الأجنبية ... ، و إن هناك أنواع متعددة من المشتقات تتمثل في عقود المستقبلات ، عقود الآجلات ، عقود الخيارات ، عقود المبادلات (المقايضات) ".¹

ب - أنواعها:

• العقود الآجلة :

1. تعريفها : " العقد الآجل هو اتفاقية نمطية بين طرفين بهدف تثبيت شروط تبادل سوق يحدث في تاريخ لاحق في المستقبل ، و بالتالي فهو يحدد من الآن كل من موضوع التبادل (ورقة مالية ، عملة ، سلعة) والسعر الذي سوف يتم على أساسه التبادل ، و التاريخ الذي سوف يتم عنده التبادل في المستقبل".²
2. خصائصها :

تتضمن العقود الآجلة عدة خصائص منها:³

- المرونة: وهذا يعني أن كلا من البائع و المشتري يتفاوضان على شروط العقد ، لذلك فهما يمتلكان حرية التصرف و ابتداء أي شروط يرونها لأي سلعة.
- لا تتمتع السيولة مقارنة بالمشتقات الأخرى ، فإذا رغب البائع أو المشتري الخروج من الاتفاق الآجل فانه يحتاج إلى أن يجد شخصا آخر يحل محله و يقبل أن يتم بيع العقد له.
- يتحدد الربح أو الخسارة من العقد الآجل مباشرة من خلال العلاقة بين سعر السوق الفعلي للأصل محل العقد ، وسعر التنفيذ الذي يتم تضمينه في العقد من خلال الاتفاق بين الطرفين.
- تتحقق قيمة العقد الآجل فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد ، ولا توجد مدفوعات عند بداية العقد، وكذلك لا توجد أي نقود يتم تحويلها من طرف إلى آخر قبل صلاحية العقد.
- يعد كل عقد حسب متطلبات الأطراف المتعاقدة
- سعر العقد غير متاح عموما للعامة .

¹: هويشار معروف، مرجع سابق، ص 151.

² صلاح الدين حسن السيسي ، البورصات و الأسواق المالية " دور المنظمات و التكتلات الدولية و الأهلية "، دار الكتاب الحديث، القاهرة ، 2014، ص 132.

³ العارضي وآخرون ، إدارة المشتقات المالية مدخل نظري و تطبيقي متكامل ، دار المنهجية للنشر و التوزيع ، عمان، 2015، ص ص 94-95.

- تتم تسوية العقد بتسليم الأصل محل التعاقد (سلعة)، بتاريخ الانقضاء.

3. أنواعها : وتنقسم إلى:

أ. العقود الآجلة لأسعار الفائدة : وهي من أقدم أنواع العقود الآجلة المبنية على أسعار الفائدة وتسمى أحيانا بـ (اتفاقيات الأسعار الآجلة)، وهي اتفاقية تعقد بين طرفين في وقت محدد في المستقبل لتسوية الفرق بين سعر الفائدة المتفق عليه بتاريخ العقد وسعر الفائدة في السوق وتتضمن هذه الاتفاقية الآتي: سعر الفائدة، المبلغ، المدة، العملة.¹

ب. العقود الآجلة لأسعار الصرف: هي اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع كمية معينة من عملة أجنبية مقابل عملة محلية، وذلك في تاريخ اجل و بسعر يتم الاتفاق عليه عند إبرام العقد و يثبت حتى تاريخ التنفيذ، و تستخدم هذه العقود للحماية ضد مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية. فإذا قام الطرف (أ) ببيع بضاعة على حساب الطرف (ب) في دولة أخرى على أن يقبض ثمنها بعد ستة أشهر مثلا بالعملة الأجنبية ، وتوقع (أ) أن تنخفض قيمة العملة الأجنبية مستقبلا فانه بإمكانه أن يبيع العملات الأجنبية من خلال السوق بسعر صرف يتفق عليه آنيا على أن يتم التسليم بعد ستة أشهر وبذلك فان أي انخفاض في العملة الأجنبية لن يؤثر على صاحب المبلغ الذي سوف يقبضه بالعملة المحلية".²

• عقود الخيار:

1. تعريفها : " هي عبارة عن عقود مالية تعطي لحاملها الحق في بيع أو شراء كمية من الأوراق المالية بسعر

محدد مسبقا ينفذ في تاريخ لاحق محدد مع حرية التنفيذ أو عدمه ".³

2. خصائصها:

تتميز بعدة خصائص وهي:

- ان مبلغ التعويض أو المكافئة أو ثمن الخيار يدفع لمحرر العقد الذي يلتزم بتنفيذه عندما يحين تاريخ التنفيذ.

- إن تاريخ تنفيذ هذه الحقوق يكون غالبا يعد مرور 3 أشهر من تاريخ الاتفاق.

¹ العارضي وآخرون ، مرجع سابق، ص ص 91-92.

² بزاز حليلة، بن محمد هدى، المشتقات المالية و مخاطرها، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي حول: " أزمة النظام المالي و المصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية"، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة ، 2009، ص 06.

³ فريد راغب النجار، أسواق المال و المؤسسات المالية " محاور التمويل الاستراتيجي " ، دار الجامعية للنشر ، الاسكندرية ، 2009، ص 198.

- إن حقوق الاختيار قابلية للتداول كأى عقود أخرى وعلى أساس عاملي العرض والطلب اللذان يتوقعان بدورهما على قيمة الأصل محل العقد
 - لا يطلب الاستثمار في الخيارات مبالغ ضخمة مثل ما هو مطلوب للتعامل في الأسواق الحاضرة.
 - إن للعقود الاختيارية شروط نمطية تختلف عن العقود الأخرى ، ويتم تداول العقود الاختيارية في أسواق المنظمة.¹
3. أنواعها:

وتنقسم عقود الخيار إلى عدة أنواع حسب عدة معايير:

• حسب تاريخ التنفيذ:

أ. الاختيار الأمريكي: يعطي لصاحبه الحق في شراء أو بيع عدد من الأوراق المالية، أو أصول أخرى ،على أن يتم تنفيذ هذا العقد في أي وقت يشاء، وذلك خلال الفترة الممتدة من إبرام العقد حتى تاريخ استحقاق العقد.

ب. الاختيار الأوروبي: يعطي الحق لصاحبه في شراء أو بيع عدد من الأوراق المالية أو أصول أخرى، على أن يتم تنفيذ العقد في تاريخ استحقاقه.

• حسب طبيعة العقد : نجد:

أ. خيار الشراء: يعطي لصاحبه الحق في الشراء، وليس الالتزام بالشراء ويستخدم لتحقيق أغراض المضاربة حيث يحقق المضارب ربحا نتيجة شراء حق الشراء إذا ما تحققت توقعاته المتمثلة في ارتفاع سعر الأصل في السوق بأكثر من سعر التنفيذ، أغراض التحوط بمعنى تحمي المتعامل من مخاطر ارتفاع السعر ومن ثم لضمان الشراء بسعر معين أي سعر التنفيذ لتجنب مخاطر الشراء بأسعار السوق والتي ربما ترتفع كثيرا ، وكذا لتحقيق أغراض استثمارية .

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

¹بن امر حسين ، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية - دراسة قياسية ، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تخصص نقود، بنوك ومالية ، 2012 جامعة أبي بكر بلقايد ، تلمسان، 2012/2013، ص33.

• حسب ملكية الأوراق المالية : ونميز بين

أ. الاختيار المغطى : هو حق اختيار شراء أو بيع يكون محرر العقد مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.

ب. الاختيار غير المغطى : هو حق الاختيار الذي لا يكون فيه المستثمر مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بها.¹

• عقود المستقبلية:

1. تعريفها : "أنه عقد يلزم الطرفين المتعاقدين على تسليم أو استلام سلعة أو عملة أجنبية أو ورقة مالية، بسعر متفق عليه في تاريخ محدد، وكما هو الحال في عقود الخيارات، يعد العقد المستقبلي بمثابة ورقة مالية قابلة للتداول، وتتمتع بسيولة عالية، ولذا يتم استخدامها في كل من أغراض المضاربة و التحوط، حيث يمكن للمستثمر بسهولة أن يبيع العقد في أي وقت بالسعر السائد في السوق، وفي هذه الحالة سيلزم المشتري الجديد بمضمون العقد بطبيعة الحال."²

2. خصائصها:

للعقود المستقبلية عدة خصائص منها:

- الكمية :وهي الكمية والوحدة التي تقاس بها مكونات العقد المستقبلي، إذ تختلف مكونات العقد باختلاف الموجود محل التعاقد.
- أشهر التنفيذ :وهي الأشهر التي يلتزم فيها بأعوا العقود المستقبلية بتسليم الموجود إلى مشتري العقود المستقبلية بمعنى آخر الأشهر التي تنفذ فيها العقود المستقبلية المتداولة في كل سنة.
- شروط التسليم :وتتضمن شروط تسليم الموجود محل العقد، وهي الأشهر التي سيتم التعامل فيها على العقد والفترة الزمنية التي ينبغي فيها التسليم ودرجة جودة الموجود محل التعاقد والوسيلة الفعلية التي يمكن للبائع فيها تسليم الموجود.
- أدنى تقلب سعري :وهو أدنى تقلب سعري مسموح به ويشار إليه بحجم التحرك .
- الهامش المبدئي :يرجع إلى أن الاستثمار في العقود المستقبلية أي التعاقد على الشراء والبيع لا يترتب عليه حصول البائع على الثمن أو جزء منه، ولكي لا يتعرض أي طرف للضرر نتيجة عدم تنفيذ الطرف الآخر للالتزامه

¹ حياة زيد ، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم - دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن ، السعودية ، فلسطين) مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، جامعة محمد خيضر ، بسكرة ، تخصص الأسواق المالية والبورصات ، 2014/2015، ص 22-23.

² صالح احمد عطية ، مشاكل المراجعة في أسواق المال، دار الجامعية، مصر ، 2003،ص234.

فقد تقرر فرض هامش مبدئي يدفعه كل من الطرفين لبيت السمسرة الذي يتعامل معه، وتختلف قيمة الهامش المبدئي باختلاف الأصل محل التعاقد ولا يمثل هذا الهامش سوى نسبة ضئيلة تتراوح ما بين 5% إلى 15% من قيمة العقد.¹

3. أنواعها:

من أهم أنواع العقود المستقبلية نجد:

أ. **العقود مستقبلية على أسعار الفائدة:** هي العقود التي تتم بين مشتري العقد وبائع العقد، أغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن التي تم عنها الاتفاق في البداية، ولا يتم التسليم الفعلي للأصول المقترضة .

ب. **العقود المستقبلية التي تنصب على مؤشرات السوق:** هذه العقود عبارة عن تسليم المؤشر المفترض في تاريخ وسعر محددين مسبقاً، وتكون قيمة العقود الملزم دفعها من طرف المشتري تساوي قيمة ثانية تحددتها البورصة مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إقفال آخر يوم يتعامل في العقد وسعر شراء العقد.

ت. **عقود مستقبلية على سلع:** هو بمثابة عقد بين الطرفين يلتزم بمقتضاه أحدهما على تسليم الطرف الثاني مقداراً محدداً من سلعة معينة بسعر محدد في تاريخ محدد.²

المطلب الثالث : بورصة الأوراق المالية

تعددت التسميات التي أطلقها الاقتصاديون والماليون على هذه السوق، فمنهم من سماها بسوق الأسهم والسندات والبيع والآخر أطلق عليها اسم سوق رأس المال، و سماها البعض السوق المالية ومن الأسماء التي شاع إطلاقها اسم بورصة الأوراق المالية. ونفضل بدورنا استخدام مصطلح بورصة الأوراق المالية، لأن البورصة تشمل سوق التداول (السوق الثانوية)،

الفرع الأول : نشأة سوق الأوراق المالية

لم تنشأ البورصات بهيكلها ونظمها وإدارتها كما هي اليوم، بصورة فجائية وإنما هي نتاج تاريخ طويل من التطور، فأسواق الأوراق المالية قد انشقت عن بورصات البضائع، كما أنه لم يكن في الماضي خط يفصل بين بورصات

¹ مسعودة بن لخضر، عقود الخيار و دورها في تقليل المخاطر أسواق رأس المال دراسة تطبيقية على بورصة باريس للفترة 2009-2014 ، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة ، ص51.

² سميحة بن محياوي ، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية دراسة حالة بعض الدول العربية ، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر ، بسكرة ، تخصص تجارة دولية، 2014/2015، ص 49.

البضائع والأسواق المالية، حيث أدى التخصص المتزايد إلى انفصال بعضها عن البعض على مر الزمن، ومن آثار ذلك الارتباط أنهما ليزالان في بناء واحد في بعض المدن.

إن أصل كلمة "بورصة" لم يقطع فيها السابقون برأي نطمئن إليه المحققون و يستوثق إليه الباحثون و الدارسون، و إن تقاربت أقوالهم و تشابهت آرائهم ونستعرض أهم ما ورد في كتب المتخصصين و أسفار العلماء و المؤرخين:

يقول أحمد زكي موسى هيكل¹: اختلف المؤرخون في الأصل الذي اشتقت منه كلمة¹ بورصة فمنهم من يقول أن سبب استعمال كلمة بورصة هو ما حدث في مدينة بروج البلجيكية، حيث كان التجار يجتمعون في منزل أحد أعيانهم وهو "فان دي بورص" و كان هذا السبب لتسميتها "البورصة". و هناك من يرى أن بعض التجار الفلورانتين كانوا ينزلون بفندق لعائلة تسمى "Van der Bourse" بمدينة بروج

و كان عمل أفراد هذه العائلة هو الوساطة بين هؤلاء التجار. و هناك من يقول إن هذه العائلة تمتلك فندقا خاصا اشتهر باسمها، حيث كان يجتمع فيه التجار. و هناك من يقول: إن اجتماعات البورصة كانت تعقد في منزل أحد صيارفة "المدينة و كان يضع كيسا في المنزل، و إن كلمة بورصة الفرنسية تعني بالعربية "كيس" و يبدو أنه هو المعنى الدقيق.

"اختلف المؤرخون في أصل هذه الكلمة² لكن على حسب الأبحاث." إنه في القرن 13 بدأت بيوت التجارة و الصرافة الإيطالية في الهجرة إلى بلاد الفلندر الشهيرة ببلاد الفلمنك، و ما إن وطد الإيطاليون أقدامهم في هذه البلاد حتى شرعوا في إقامة مستعمراتهم في أشهر المدن التجارية العالمية burges البلجيكية ولكن يظل السؤال المطروح إن كان أصل كلمة " بورصة " اشتق من اسم عائل Van der

"Bourse" فإن ثمة اختلاف بين الاسم الذي أطلق عليه المكان أو الميدان الذي يلتقي فيه التجار و بين لقب هذه العائلة و لكن في الحقيقة لا خلاف و لا اختلاف لأنه من الثابت أن العائلة "bourse" و هو قد اكتسبت هذا الاسم من أكياس النقود الثلاثة التي كانت تمتلئ باب الفندق الذي كانت تمتلكه قبل أن تصبح مقرا دائما لقنصلية البندقية

الفرع الثاني : تعريف بورصة الأوراق المالية

التعريف الأول: تعد البورصة سوقا يلتقي فيه كل من البائع والمشتري لإتمام عملية تبادل من المبادلات المختلفة، ومن ثم فإن نشاط البورصة يتسع ليشمل كافة أنواع المعاملات والأنشطة التي يمارسها البشر ويحتاجون إليها لإشباع حاجاتهم ورغباتهم³.

◆ **التعريف الثاني:** البورصة هي سوق منظمة تتعقد في مكان معين وفي أوقات دورية بين المتعاملين، من أجل بيع

وشرء مختلف الأوراق المالية أو المحاصيل الزراعية أو السلع الصناعية، وتؤدي كلمة البورصة معنيين هما:

¹ أحمد زكي هيكل - عمليات البورصة ، دار الوفاء ، مصر ، سنة 1989 ، ص 97

² سمير عبد الحميد رضوان ، أسواق الأوراق المالية ، دار النهار، مصر 1996 ، ص 31

³ شمعون شمعون، البورصة ، دار همة للطباعة والنشر والتوزيع ، الطبعة الثانية ، 1999، ص 7.

1- المكان الذي يجتمع فيه المتعاملون للبيع والشراء

2- مجموع العمليات التي تنعقد فيه¹.

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول بأن مفهوم البورصة يتمثل فيما يلي:

تركيز رؤوس الأموال المدخرة ثم تحويلها إلى استثمارات طويلة الأجل تحصل فيها الفوائد بالمضاربة بالأوراق المالية أو بيع وشراء المحاصيل الزراعية حيث يتم التعامل فيها وفق قوانين تنظم قواعد التعامل وعقد الصفقات بين البائع والمشتري.

الفرع الثالث : خصائص بورصة الأوراق المالية و وظائفها

تميز سوق الأوراق المالية بجملة من الخصائص تميزها عن غيرها من الأسواق، كما تؤدي عدة وظائف، لذا يتم تناول في هذا المطلب العنصرين الآتيين:

* خصائص بورصة الأوراق المالية

* وظائف بورصة الأوراق المالية

أولا / خصائص سوق الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها :

- بورصة 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 إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في بورصات الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.²

- تتطلب بورصة الأوراق المالية وجود سوق ثانوية، يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة.

- التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.

¹ مروان عطوان: الأسواق المالية والنقدية والبورصات ومشكلاتها في عالم النقد، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1996، ص 216.

² جمال جويدان الجميل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2002، ص 56

- التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية الخاصة يتم من خلال الوسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية.
- بورصة الأوراق المالية تتميز بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من الأسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.
- الاستثمار في بورصة الأوراق المالية يتطلب توفر المعلومات السوقية، واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.
- كذلك هناك الخصائص الآتية بورصة الأوراق المالية، وهي :
- بورصة الأوراق المالية ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل، وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل.
- الاستثمار في بورصة الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي، نظرا لكون أدوات الاستثمار فيه، مثل السندات طويلة الأجل يحتمل مخاطر سعرية، سوقية، وتنظيمية مختلفة، وكذلك الأسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبيا إلا أن مخاطرها كبيرة أيضا.
- الاستثمار في بورصة الأوراق المالية يعتبر ذا عائد مرتفع نسبيا، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين في بورصة الأوراق المالية يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة¹.

ثانيا / وظائف بورصة الأوراق المالية:

يمكن تلخيص وظائف سوق الأوراق المالية في النقاط التالية:

- تعتبر أداة هامة لتجميع الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية من خلال اقتناء الأفراد والشركة لما يتداول في هذه الأسواق من الأسهم والسندات. ولها دور هام في القطاع المالي كجزء هام من هيكله التنظيمي وكأحد الأطراف الهامة لتشجيع المدخرات المحلية وتوجيهها نحو التنمية الاقتصادية المحلية وتؤدي عددا من الوظائف الرئيسية للاقتصاد الوطني أهمها:
- ضرورة إتاحة سوق مستمرة للأوراق المالية وذلك لإمكان استرداد المستثمر لمدخراته.
- مراعاة تحديد الأسعار المنافسة للأوراق وتفاذي التقلبات العنيفة فيها.
- تعبئة المدخرات مع توفير درجة عالية من السيولة لكل من المدخرين والمستثمرين.
- مساعدة المؤسسات في الحصول على ما تحتاجه من تمويل طويل الأجل.
- التخصص الكفء لرأس المال، حيث تبين الإمكانيات المتاحة لرأس المال.
- أداة تمويل الاقتصاد عن طريق جذب المدخرات من الأعوان الاقتصاديين من أجل تمويل الاقتصاد، وهذا عن طريق تجميع رؤوس الأموال من المتعاملين الاقتصاديين، الذين يتمتعون بالقدرة على التمويل الذاتي.
- فسوق الأوراق المالية تضمن للمؤسسات الموارد المالية على المدى الطويل، تسهل عملية النمو لها، كما تسمح للدولة من أداء سياستها الاقتصادية بقدر كبير من الأداء.

¹ طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 1997، ص 32

- كما تعمل سوق الأوراق المالية على توجيه الفوائض للمؤسسات الاقتصادية ذات العجز في التمويل أو التي تريد توسيع نشاطها من أجل المساهمة في التنمية وتطوير هذه المؤسسات الاقتصادية، بالإضافة إلى أنها تؤمن للدولة موارد إضافية تساعد على تحقيق سياستها الاقتصادية والاجتماعية، فهي إذن تمثل القناة الكاملة للتمويل المباشر والسريع والأمثل بين المدخر والمستثمر.
- أداة لتوفير فرص استثمارية متنوعة: تتنوع هذه الفرص وتتفاوت من خلال الخطر المرتبط بالأوراق المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويكون ذلك من خلال كثرة وتنوع هذه الأوراق، وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل بها، فالبورصة تصدر نشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم، مبينة بذلك الأوراق التي حدث عليها التعامل وحركة الأسعار الخاصة، مما يمكن المستثمر من مقارنة ودراسة مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق، وبالتالي يعتبر مرشداً عند اختياره للأوراق المالية التي يرغب في الاستثمار فيها¹
- أداة ومؤشر للحالة الاقتصادية : تساعد الأوراق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي، وتسجيلها، و حجم المعاملات مقيد بالأموال السائلة المتداولة، والأسعار.

¹ منير إبراهيم هندي ورسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، مكتبة الإشعاع، مصر، 1997 ص45

المبحث الثاني : كفاءة و مؤشرات السوق المالي**المطلب الأول : ماهية كفاءة أسواق المال**

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

الفرع الأول : مفهوم و خصائص كفاءة سوق المال

أولاً / تعريف كفاءة سوق المال

يتصف السوق الكفاء باستجابة أسعار الأوراق المالية على نحو سريع للمعلومات الجديدة التي يحصل عليها أطراف السوق مما يؤدي إلى تحديد القرارات الاستثمارية بناء على هذه المعلومات، أي تعكس أسعار الأوراق المالية لجميع المعلومات المعروفة وهي المعلومات التاريخية مثل :سلسلة المعلومات التاريخية، والمعلومات الجارية وهي المعلومات المعلنة للعامة، كما تعكس المعلومات التي يحصل عليها أطراف السوق من خلال تحليل ومعالجة المعلومات التاريخية والجارية ومنه يمكن تعريفها " تتسم سوق الأوراق المالية الكفاء بالتنافسية أي تتحدد فيها أسعار الأصول وعوائدها وفقاً لقوى العرض والطلب وتتسم سلوك المتعاملين بالرشادة مع افتراض تماثل المعلومات المتاحة لدى جميع المستثمرين وتتحدد بالتالي القرارات الاستثمارية بناء على هذه المعلومات.

يبدل المستثمرين الوقت والجهد والأموال من أجل الحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها لتحقيق أرباح غير عادية، فإذا عمل جميع المستثمرين في السوق بهذا السلوك من ثم سوف يتحدد سلوكهم الاستثماري وقراراتهم بناء على المعلومات الجديدة مما يؤدي إلى تغيير أسعار التداول استجابة للقرارات الاستثمارية لتعكس كافة المعلومات الجديدة مما يحقق توازن السوق.

في السوق الكفاء يعكس سعر السهم الذي تصره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها ، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الأعلام ، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام و الأسابيع و الأعوام الماضية ، أ في تحليلات أو تقارير عن أثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة ، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم. و إذا كان الأمر كذلك فإنه يمكن الادعاء بأنه في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماماً قيمته الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر . أو بعبارة أخرى تكون القيمة الحالية

للكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاك هذا السهم و المخصومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر¹.

ثانيا / خصائص كفاءة رأس المال

تتميز السوق الكفاء بمجموعة من الخصائص و هي :

- 1- يتميز المتعاملون في تلك السوق، بالرشادة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتنوعة، مما ينتج عنه قرارات تهدف بالدرجة الأولى لتعظيم ثروتهم.
- 2 -توفر المعلومات للجميع من مقرضين، مستثمرين، الإدارة، الجهات الحكومية، مراقبي الحسابات وهذا بدون تكلفة مما يؤدي إلى تطابق توقعاتهم المستقبلية بشأن أداء الشركات.
- 3 -حرية كاملة في تداول الأوراق المالية بدون رسوم ضريبية، كما أنه لا تفرض عليهم أي تكلفة تداول.
- 4 -وجود عدد كبير من المتعاملين من الطالبين والعارضين، مما يعني غياب عنصر الاحتكار، وبالتالي عدم قدرة أي مستثمر التأثير بمفرده على الأسعار في تلك السوق².

الفرع الثاني : أنواع الكفاءة

أولا / الكفاءة الكاملة

السوق الكفاء هي السوق التي لا يوجد فيها فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق و بين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم ، و هو ما يضمن حدوث تغير فوري في السعر عاكسا بذلك ما تحمله المعلومات ، على أن تكون تلك المعلومات متاحة للجميع .
و تقتضي الكفاءة الكاملة توافر الشروط التالية :

- إتاحة المعلومات عن السوق للجميع و في ذات اللحظة و دون تكاليف .
- عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو الضرائب أو غيرها ، بما في ذلك حق المستثمر في بيع أو شراء الكمية التي يريدونها من الأسهم و دون شروط و بسهولة .
- وجود عدد كبير من المستثمرين بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم .
- اتصاف سلوك المستثمرين بالرشد ، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء استثمار ثروتهم .

ثانيا / الكفاءة الاقتصادية

في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق، يتوقع مضي بعض الوقت بين نشر المعلومة ووصولها إلى الأسواق، أي استيعابها من طرف المستثمرين حتى تنعكس على أسعار الأوراق المالية، وهذا ما يفسر بقاء القيمة السوقية للورقة المالية أعلى

¹ الهندي منير إبراهيم ، مرجع سابق ، 2009 ، ص 490.489

² مفتاح صالح ،فريدة معارفي ، كفاءة سوق الأوراق المالية ، مجلة الباحث العدد 07 ، 2009.2010 ، جامعة قاصدي مرياح ورقلة ، ص 183

أو أدنى من قيمتها الحقيقية لبعض الوقت . وفي وجود لتكلفة المعاملات والضرائب وغيرها من عمولات، لن تتأثر الأسعار بشكل كبير، إلى درجة أن يحقق المستثمرين من ورائها أرباحاً معتبرة على المدى المنظور أو البعيد.

المطلب الثاني : متطلبات كفاءة الأسواق المالية و مستوياتها

إن السوق الكفاء هو السوق الذي يحقق تخصيصاً كفوً للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية. وفي هذا الصدد، يلعب السوق الكفاء دورين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر :

• **الدور المباشر:** يقوم على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمرين بشراء أسهم منشأة ما، فهم في الحقيقة يشترون عوائد مستقبلية. هذا يعني، أن المنشآت التي تتاح لها فرص استثمار واعدة سوف تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم مما يعني زيادة حصيلة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال .

• **الدور غير المباشر:** يعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المنشأة بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، مما يعني إمكانية حصول المنشأة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية وعادةً ما يكون بسعر فائدة معقول.¹

الفرع الأول : متطلبات كفاءة سوق المال

يضمن سوق الأوراق المالية تحقيق هدفه، في التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن تتوفر فيه خاصيتين أساسيتين، هما كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل، بالإضافة إلى كفاءة السيولة.

أولا / كفاءة التسعير "الكفاءة الخارجية"

ويقصد بها وصول معلومات جديدة للمستثمرين في السوق المالية بسرعة كبيرة مقابل تكلفة منخفضة، مما تصبح الفرصة مواتية للجميع للحصول على تلك المعلومات، وهذا ما يجعل أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات المتاحة .وبصير التعامل في هذه الأسواق بمثابة لعبة عادلة تتوفر للجميع المتعاملين فرصة تحقيق أرباح غير عادية ، في حين لا تحقق أرباح استثنائية في وجود سوق كفاء .فيما يمكن أن يتعرض المستثمرون قليلي الخبرة إلى خسائر فادحة، جراء عدم معرفتهم الكافية بآلية تحرك السوق، وعدم القدرة على تحليل المعلومات المتاحة في السوق بالشكل المناسب.²

ثانيا / كفاءة التشغيل "الكفاءة الداخلية"

ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (صناع السوق) فرصة تحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه، وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، والتي تعني أن تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة إلى

¹ بن محياوي سميحة ، مرجع سابق ، ص ص 57.56

² رمضان زياد ، شموط مروان ، مرجع سابق ، ص 198

السوق على أن تكون التكاليف التي يتكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة المالية .

إن تحقيق الكفاءة في الخاصيتان السابقتان لأسواق الأوراق المالية مرهون بتحقيق مجموعة من الشروط

نذكر أهمها:

- أن تسود سوق الأوراق المالية منافسة كاملة بين المتدخلين ولهم حرية الدخول والخروج منه وذلك للتغلب على فرص الاحتكار.
- أن يتمتع السوق بخاصية سيولة الأوراق المالية المتداولة فيه لتحقيق فرص البيع و الشراء للأوراق بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب، كما أن توفر هذه الخاصية يحقق ما يعرف باستمرارية الأسعار السائدة فيه والتي تقلل من احتمالات حدوث تقلبات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأوراق المالية وبالتالي من فرص المضاربة غير المأمونة فيه.
- أن يتوفر في سوق الأوراق المالية وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي يتم فيه، بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل والتي تأخذ صور متعددة وتقدم للمستثمر نشرة تعرف ب"حركة الأسعار اليومية " التي تصدر عن البورصة.
- توفر عنصر الشفافية في المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه مما يجعلها متاحة لجميع المتعاملين فيه بالمساواة وبشكل يحد من عملية احتكار المعلومات، وفي هذا السياق تحدد شروط الإدراج في السوق والتي تركز على عنصر الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة للشركة التي تتقدم بطلب الإدراج، كما يطلب من الشركات المدرجة فيه أيضا نشر تقارير مالية فصلية عن نشاطها خلال العام.
- أن تتوفر التقنيات الحديثة الخاصة بحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات، بالإضافة إلى وجود مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء لتقديم النصح والاستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء.
- أن يحكم عمل سوق الأوراق المالية والمتعاملين فيه هيئة أو لجنة تعرف ب"هيئة أو لجنة إدارة السوق "تتوفر فيها صفة الفاعلية وتكون محايدة وذات خبرة، تستمد سلطتها من مجموع النظم واللوائح والقوانين الهادفة إلى توفير جو من الاستقرار والأمان للمستثمرين بمساعدة مجموعات استشارية متخصصة وهو ما يزيد من فعالية سوق الأوراق المالية.¹

- كفاءة السيولة:

¹ مفتاح صالح، فريدة معارفي ، مرجع سابق ، ص 186.187

تعبّر عن إمكانية تحويل واسترجاع الأموال والأوراق من وإلى نقدية، في أي وقت شاء المستثمر، وبالعوائد المرجوة وبأقل الخسائر، وبالتالي تعبر الأسعار الحقيقية إلى حد ما على المعلومات المتاحة في السوق.

الفرع الثاني : الصيغ (المستويات) المختلفة لكفاءة السوق المالية¹

تتخذ صيغ كفاءة سوق المال في ضوء سعة وشمول المعلومات التي تنعكس بالأسعار السوقية بشكل كامل وسريع، وفي ضوء ذلك صنفت كفاءة السوق إلى ثلاث صيغ هي :

أولا / الصيغة الضعيفة

بموجب هذه الصيغة، فإن المعلومات التي تعكسها الأسعار السوقية للأسهم، معلومات تاريخية متعلقة بتحركات الأسعار وأحجام التداول السابقة، وعليه فإن المعلومات التي أدت إلى ارتفاع سعر سهم ما في الفترة السابقة ليست ذي جدوى وأهمية في التنبؤ بالسعر مستقبلا. ويعود السبب في ذلك أن كافة المتعاملين في السوق قد حصلوا على هذه المعلومات التي انعكست بأسعار اليوم. وفي ضوء ذلك تكون التحركات في أسعار الأسهم أو العوائد مستقبلا مستقلة بشكل كامل عن التغيرات التي طرأت في تلك الأسعار أو العوائد في الفترات الماضية، وبعبارة أخرى عن التغيرات المتتالية في الأسعار مستقلة تماما عن بعضها البعض، وغياب الأنماط الدورية ذات الأهمية التنبؤية بالأسعار المستقبلية. يتضح مما سبق أن المشتركين في ظل افتراضات هذه الصيغة يستجيبون للمعلومات والأحداث الاقتصادية الجديدة فقط، وتنعكس هذه الاستجابة في أسعار الأسهم المستقبلية، وعليه لا يمكن للمضاربين أن يحققوا أرباحا غير اعتيادية عند الاعتماد على تحليل المعلومات التاريخية لأسعار الأسهم.

ثانيا / الصيغة شبه القوية

بموجب هذه الصيغة فإن الأسعار السوقية تعكس جميع المعلومات المتوفرة والمتاحة للجميع بشكل علني، سواء كانت هذه المعلومات تتضمن شؤون دولية، أو الظروف الاقتصادية المحلية أو ظروف الصناعة أو الشركة ذات العلاقة، بجانب التقارير المالية والتحليلات المتاحة للجمهور. لذلك فإنه من غير المجدي للمشاركين، الذين يعتمدون هكذا معلومات في تقييم الورقة المالية من تحقيق عوائد غير اعتيادية. إلا أنه تجدر الإشارة هنا قد تكون الاستجابة في بداية الأمر غير صحيحة، كونها مبنية على وجهة نظر أولية بشأن تقييم وتحليل تلك المعلومات، غير أنه بعد مضي وقت قصير في إعطاء وجهة نظر نهائية بشأن أهمية تلك المعلومات لينعكس أثرها على أسعار الأسهم².

وقد اختيرت صيغة كفاءة السوق شبه القوية بصورة غير مباشرة، من خلال قياس استجابة الأسعار السوقية لمحتوى الإعلان عن الأرباح وتوزيعات الأرباح، اشتقاق الأسهم والإصدارات الجديدة، والإعلانات عن الاندماج وتغيير الطرق المحاسبية، ومعدلات الفائدة من قبل البنك المركزي، إلى غير ذلك من المعلومات العامة التي تتاح للجميع دون استثناء، وتبقى الفرصة متاحة فقط لمن يمتلك معلومات خاصة لتحقيق أرباحا غير اعتيادية.

¹ التميمي فؤاد أرشد ، مرجع سابق ، ص ص 47.48

² العمران ، أحمد عبد العزيز ، محددات الأداء في سوق الأوراق المالية ، دراسة قياسية تحليلية ، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في الاقتصاد كلية العلوم الإدارية تخصص اقتصاد ، جامعة الملك سعود ، المملكة العربية السعودية (منشورة 2005) ، ص ص 43.44

ثالثا / الصيغة القوية

تقضي هذه الصيغة بأن سعر السهم الحالي متأثراً بجميع المعلومات العامة والمتاحة للجميع بشكل علني، وتلك المعلومات التي تمتلكها قنوات خاصة ذات صلة مباشرة بمصدر المعلومة (مثل إدارة الشركة المصدرة للسهم وكبار المتعاملين) وهذا يعني أنه من غير الممكن لأي مستثمر عام أو مطلع أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب مستثمرين آخرين، حتى لو استعان بخبرات محلي ومستشاري الأسواق المالية. ويعود السبب في ذلك إلى أن التغيرات في سعر الورقة المالية (السهم) تغيرات عشوائية مستقلة، وإذا كان هناك من يملك معلومات خاصة (سرية) تكون عديمة الفائدة لأن ، لأنها بالتأكيد سوف تأخذ طريقها إلى السوق و من ثم تنعكس على الأسعار و بسرعة عالية . بالرغم من أن العديد من الدراسات التي أجريت لفحص اختبار هذه الصيغة إلا أن نتائجها أشارت إلى صعوبة التحقق من كفاءة السوق بالصيغة القوية، حتى في ظل مفهوم الكفاءة الاقتصادية، ويعود السبب في تلك الصعوبة إلى تحديد من يمتلك معلومات خاصة، حيث أن هذه المعلومات تصبح عامة إذا علم أنها موجودة لدى أحد المتعاملين¹.

¹ حسانة محمد قاسم ، أساسيات الإدارة المالية ، دار الفكر للنشر ، الأردن 2011، ص74

خلاصة الفصل الأول

مما لا شك فيه أن الأسواق المالية مرة بعدت مراحل تاريخية عبر عصور لتكون أحد الأدوات الدافعة لتقد النمو الاقتصادي ، فالأسواق المالية تحقق التكافؤ بين قوى العرض وقوى الطلب ، وتساهم في تحقيق التلاقي بين الوحدات ذات العجز المالي والوحدات ذات الفائض المالي.

وما يمكن استنتاجه من خلال هذا الفصل هو :

تعد السوق المالية القناة الأكثر أهمية لحركة النشاط الاقتصادي لأي دولة، ومن الضروري بناء تلك الأسواق على أساس متين من الكفاءة لتحقيق الفعالية المطلوبة، حيث تعتبر السوق المالية أحد أهداف المستثمرين الذين يرغبون في تحقيق الكفاء للموارد المالية المتاحة لديهم.

و تنقسم السوق المالية إلى قسمين رئيسيين الأول هو السوق النقدي و يتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل أما القسم الثاني فهو سوق رأس المال يتم فيه تداول الأوراق المالية طويلة الأجل وقد أدى اختلاف التقسيمات و تنوع الأدوات على زيادة جذبها للمستثمرين، وإقبال الأفراد والشركات على ادخار أموالهم، وهذا إضافة لتمييزها بخصائص لا تتوفر في غيرها من الأسواق، وقيامها بوظائف عديدة أدت بالثقة فيها أكبر.

كما تناولنا أيضا لأهم خصائص الأوراق المالية من سيولة ونقدية، وهذا ما يحفز أكثر المستثمرين على شرائها أو إصدارها، وهذا بحسب نوع الورقة المالية المتداولة من أسهم أو سندات أو لأوراق مالية مستحدثة من المشتقات المالية، وذلك بالتطرق لأنواع المتعددة وخاصة كل أداة مالية على حدى.

كما سمح لنا هذا الفصل باستخلاص مفهوم كفاءة السوق، وهي عندما تعكس السوق وبصورة كاملة وصحيحة لجميع المعلومات المتوفرة المتصلة بتحديد سعر الورقة المالية، وحتى تتحقق هذه الكفاءة يجب توفر خاصيتين هما: كفاءة التسعير: أي أن المعلومة الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير. كفاءة التشغيل: أي أن قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون تحميل المتعاملين لتكاليف إضافية عالية.

مع الإشارة إلى مستويات السوق المالي الكفاء في صورته الضعيفة، والشبهة قوية والقوية.

الفصل الثاني

تمهيد

أصبح موضوع الأسواق المالية في السنوات الأخيرة من الموضوعات المهمة ، والتي نالت اهتمامات كل الدول المتقدمة والدول النامية على حد سواء ، وإن زيادة هذا الاهتمام بالأسواق المالية بكل تأكيد لم يكن بعرض الصدفة ، فهناك مجموعة من العوامل التي تقف وراء ذلك ، فبالإضافة إلى أن الأسواق المالية تعتبر أداة مهمة في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في مجالات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي وتزيد من رفاهية المواطنين و بالتالي دفع عجلة التنمية الاقتصادية

تلعب الأسواق المالية دورا هاما وحيويا في عملية التنمية الاقتصادية ، حيث تشكل قنوات يتم من خلالها تدفق الأموال من الوحدات التي تحقق فوائض نقدية إلى الوحدات التي تعاني من عجز مالي ، وتحتاج إلى قنوات ملائمة لتلبية متطلباتها التمويلية ، سواء تعلق الأمر بالأفراد أو المؤسسات أو القطاع الحكومي.

و تمثل السوق المالية المناخ الاستثماري لحركة رأس المال وحجم الإنتاج وتطور نشاط المشاريع الخاصة والمختلطة وهي من أجهزة الادخار والاستثمار المهمة ، ففيها تستثمر أموال الأفراد والمصارف وشركات الاستثمار والتأمين والشركات المالية الوسيطة ويتم تداول الأوراق المالية التي تمثل حصصا في رؤوس أموال المنشآت ، وبذلك فإن السوق تهيئ للمقترض ائتمانا متوسط وطويل الأجل وللمقرض وجها لتوظيف أمواله ببسر وسهولة وعائد مناسب .

و من هنا كان جل الاهتمام لدى الدول ينصب نحو تطوير أسواقها المالية و إزالة العقبات فيها و توفير متطلبات التنمية الاقتصادية المرجوة، وذلك من خلال اختيار النهج و الطريقة المثلى التي تناسب أوضاع و بنية الدولة الاقتصادية لذا سوف نتطرق في هذا الفصل إلى مبحثين :

المبحث الأول : تمويل التنمية الاقتصادية**المبحث الثاني : دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية**

المبحث الأول : تمويل التنمية الاقتصادية

تعتبر السوق المالية من أهم آليات اقتصاد السوق باعتباره مصدر من مصادر التمويل التي تلجأ إليها المؤسسات من أجل تمويل عملياتها الاستثمارية و ذلك من خلال إصدارها للأوراق المالية أسهما كانت أو سندات. حيث تقوم الأسواق المالية بدور فعال في تمويل التنمية الاقتصادية وذلك عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق. حيث رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة ازدياد التجاء الحكومات إلى الاقتراض العام من أفراد الشعب، لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية . وذلك عن طريق إصدار السندات والأذون التي تصدرها الخزنة العامة ذات الآجال المختلفة، ومن هنا صارت هذه الصكوك مجالاً لتوظيف الأموال لا يقل أهمية عن أوجه التوظيف الأخرى.

المطلب الأول : عموميات حول التنمية الاقتصادية

نظراً لأهمية موضوع التنمية الاقتصادية و مسألة القضاء على الفقر و التخلف في الدول أصبحت التنمية الاقتصادية من أكثر المواضيع التي يتناولها الفكر الاقتصادي ، من أجل بحث السياسات و الإجراءات الواجب إتباعها لتحقيق أهداف التنمية الاقتصادية .

سنحاول في هذا المبحث معرفة عموميات حول التنمية الاقتصادية و كذا التمويل و دور الأسواق المالية في تمويل النشاط الاقتصادي و منه تمويل التنمية الاقتصادية .

الفرع الأول : مفهوم التنمية الاقتصادية و عناصرها

أولاً / مفهوم التنمية الاقتصادية

أن القضاء على التخلف الاقتصادي في الدول النامية لا يمكن أن يتم بطريقة عفوية بل لا بد من اتخاذ بعض الإجراءات و إتباع بعض السياسات المعتمدة.

و على هذا الأساس يمكن تعريف التنمية الاقتصادية على أنها إجراءات و سياسات و تدابير معتمدة تتمثل في تغيير بنیان و هيكل الاقتصاد الوطني و تهدف إلى تحقيق زيادة سريعة و دائمة في متوسط دخل الفرد الحقيقي عبر فترة ممتدة من الزمن و بحيث يستفيد منها الغالبية العظمى من الأفراد¹.

- **التنمية الاقتصادية** : هي تقدم المجتمع عن طريق استنباط أساليب إنتاجية جديدة أفضل و رفع مستوى الإنتاج من خلال إنماء المهارات و الطاقات البشرية و خلق تنظيمات أفضل ، هذا فضلاً عن زيادة رأس المال المتراكم في المجتمع على مر الزمن . و عليه فان الدول المتقدمة اقتصادياً هي تلك التي حققت الكثير

¹ الزين منصورى ، تشجيع الاستثمار و أثره على التنمية الاقتصادية ، دار الرابية للنشر و التوزيع ، عمان ، 2012 ، ص 82

من هذا الاتجاه ، بينما تلك التي حققت تقدماً غير ملحوظ في هذا الطريق هي ما يطلق عليها الدول المتخلفة اقتصادياً.¹

- تعرف **التنمية الاقتصادية** على أنها العملية التي يحدث من خلالها تغيير شامل و متواصل مصحوب بزيادة في متوسط الدخل الحقيقي و تحسن في توزيع الدخل لصالح الطبقة الفقيرة و تحسن في نوعية الحياة و تغير هيكله في الإنتاج.²
- و تعرف بأنها عملية يقصد بها تفاعل مجموعة معينة من القوى تختلف باختلاف ظروف الزمان والمكان، ينتج عنها حدوث تغيرات جوهرية في بعض متغيرات الاقتصاد الوطني من أهمها تغيرات في عرض عوامل الإنتاج من ناحية والتغيرات في هيكل الطلب من ناحية أخرى.³
- بشكل عام، يشير مفهوم **التنمية الاقتصادية** إلى الإجراءات المستدامة والمنسقة التي يتخذها صناع السياسة والجماعات المشتركة، والتي تساهم في تعزيز مستوى المعيشة والصحة الاقتصادية لمنطقة معينة. كذلك، يمكن أن تشير التنمية الاقتصادية إلى التغيرات الكمية والنوعية التي يشهدها الاقتصاد. ويمكن أن تشمل هذه الإجراءات مجالات متعددة، من بينها رأس المال البشري والبنية التحتية الأساسية والتنافس الإقليمي والاستدامة البيئية والشمولية الاجتماعية والصحة والأمن والقراءة والكتابة، فضلاً عن غيرها من المجالات الأخرى. ويختلف مفهوم التنمية الاقتصادية عن النمو الاقتصادي. فبينما تشير التنمية الاقتصادية إلى مساعي التدخل في السياسات بهدف ضمان الرفاهية الاقتصادية والاجتماعية للأشخاص، يشير النمو الاقتصادي إلى ظاهرة الإنتاجية في السوق والارتفاع في معدل الناتج المحلي الإجمالي (GDP) وبناءً على ذلك، يشير الخبير الاقتصادي 'أمارتيا' سين إلى أن: "النمو الاقتصادي هو أحد جوانب عملية التنمية الاقتصادية."⁴
- **الاستخلاص** : التنمية هي التغيير المقصود أو الموجه والمخطط باتجاه ضمان البقاء وتحقيق الاستمرار و التطور

¹ عجمية محمد عبد العزيز، الليثي محمد علي، التنمية الاقتصادية (مفهومها، نظرياتها، سياساتها)، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2003، ص 20

² عطية عبد القادر محمد عبد القادر، اتجاهات حديثة في التنمية، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2003، ص 17

³ سليمان أشرف، التمويل الدولي و التنمية الاقتصادي في الأراضي الفلسطينية، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، جامعة 8 ماي 1945، قالمة، 2006، ص 65

⁴ ويكيبيديا، الموسوعة الحرة، التنمية الاقتصادية،

ثانيا /عناصر التنمية الاقتصادية

ووفقا للتعريفات السابقة فان التنمية تحتوي على عدد من العناصر أهمها :

- 1- الشمولية : فالتنمية تغير شامل ينطوي ليس فقط على الجانب الاقتصادي و إنما أيضا الثقافي و السياسي و الاجتماعي و الأخلاقي . و من هذا المطلق فان التنمية تتضمن التحديث و الذي يشير إلى إضعاف دور العادات و التقاليد غير العلمية في اتخاذ القرارات و زيادة دور المعرفة العلمية ولكن من ناحية أخرى تتضمن التنمية أيضا الالتزام بالجانب الأخلاقي . فهناك من المعرفة الحديثة ما هو مخرب و مدمر ، و حتى يكون للمعرفة دور تنموي يتعين أن يتم الاستعانة بها في إطار أخلاقي محدد . فالعلم الحديث قدم الطاقة النووية و الهندسة الوراثية و لكل منهما جوانب ايجابية و جوانب لا أخلاقية . و لا شك أن التنمية تعني الاستفادة بهما في الإطار الأخلاقي المتعارف عليه داخل المجتمع .
 - 2- حدوث زيادة مستمرة في متوسط الدخل الحقيقي لفترة طويلة : أي أن التنمية عملية طويلة الأجل
 - 3- حدوث تحسن في توزيع الدخل لصالح الطبقة الفقيرة (التخفيف من ظاهرة الفقر) . فلقد لوحظ في فترة الخمسينات و الستينات من هذا القرن أنه بالرغم من أن كثيرا من الدول النامية قد حققت معدلات نمو اقتصادي مرتفعة إلا أن النصيب النسبي من الدخل لطبقة الفقراء فيها كان في تناقص مستمر . و هذا يعني أنه بالرغم من حدوث نمو اقتصادي بهذه الدول الا أن حالة الفقراء كانت تزداد بؤسا . و لذا أصبح شرطا من شروط التنمية أن يصاحب النمو الاقتصادي تحسن في توزيع الدخل لصالح الطبقة الفقيرة .¹
- الفرع الثاني : تطور مفهوم التنمية الاقتصادية**

لقد مر مفهوم التنمية بعدة مراحل تعكس كل منها طبيعة ظروف الدول النامية و مراحل نموها من حيث طبيعة هيكلها الاقتصادية و السياسية و الاجتماعية من ناحية و طبيعة علاقاتها بالأنظمة الدولية من ناحية أخرى . فخلال عقدي الأربعينات و الخمسينات كان ينظر للتنمية على أنها ارتفاع مستوى دخل الأفراد حيث أنها كانت مرادفا لمفهوم النمو الاقتصادي .

و خلال فترة الستينات كانت تعني قدرة الاقتصاد الوطني على تحقيق زيادة سنوية في الناتج الوطني بحيث يكون أعلى من معدل زيادة السكان .

و في مرحلة لاحقة أصبحت تعني النهوض الشامل للمجتمع بأسره من خلال إشباع الحاجات الأساسية للفرد بالإضافة إلى تحقيق ذاته و شعوره الإنساني و توفير حرية الاختيار .

و مع بداية الثمانينات شهدت الدول النامية تدهورا في مستوى الدخل الحقيقي لأسباب داخلية و خارجية ، مما أدى إلى لجوئها إلى الاقتراض الخارجي و من ثم إلى استنزاف الكثير من مواردها الطبيعية للوفاء بالتزاماتها الخارجية .

¹ عطية عبد القادر محمد عبد القادر ، مرجع سابق ، ص 18

و نتيجة ذلك أصبح هناك اهتماما بمفهوم التنمية و التي تعكس أبعاد بيئية بشرية ، مما أدى الى زيادة الاهتمام بما يسمى بالتنمية المستدامة حيث أن اللجنة الدولية للتنمية و البيئة هي التي أصدرت تقريرا يأخذ بمفهوم جديد للتنمية أطلق علق عليه " **التنمية المستدامة**" و التي تعني تلبية حاجات الجيل الحالي دون استنزاف حاجات الأجيال القادمة .

أي أن التنمية المستدامة هي ذلك النوع من التنمية الذي يسهم في إشباع حاجات الأجيال الحالية دون التقليل من قدرة الأجيال القادمة على تلبية حاجاتها ، ولا يعني هذا أنه لا يتعين على الأجيال الحاضرة ألا تستخدم الموارد القابلة للنفاد كالبتترول مثلا حتى لا تنقص من حقوق الأجيال المقبلة فيها . و إنما يعني ضرورة تنمية مصادر بديلة للطاقة لتجمل محل المصادر القابلة للنضوب . و تعويض الأجيال المقبلة و مثال ذلك الطاقة الشمسية و الطاقة النووية الآمنة.

و يتضح مما سبق أن التنمية المستدامة هو مصطلح يدعو إلى تبني نمط من التنمية يحافظ على مخزون الموارد الطبيعية المتاح لدى المجتمع و يستحدث بدائل نظيفة له لا تدمر البيئة.

الفرع الثالث : أهداف التنمية الاقتصادية

إن أهداف التنمية الاقتصادية لبلد ما تعبر بشكل أو بآخر عن طبيعة المرحلة الاقتصادية التي يمر بها ذلك البلد ، كما تعتبر نوع من السياسة الاقتصادية التي ينتهجها وصولا لتحقيق أهدافه الرئيسية و يمكن إيجاز هذه الأهداف فيما يلي :

أولا* زيادة الدخل الوطني : تعتبر زيادة الدخل الوطني من أول أهداف التنمية الاقتصادية في الدول النامية بل هي أهم هذه الأهداف على الإطلاق ذلك بأن الغرض الأساسي الذي يدفع هذه الدول إلى القيام بالتنمية الاقتصادية إنما هو فقرها و انخفاض مستوى المعيشة و لا سبيل إلى القضاء على هذا الفقر وانخفاض مستوى المعيشة وتقادى تفاقم المشكلة السكانية إلا بزيادة الدخل الوطني، و ليس هناك شك في أن زيادة الدخل الوطني الحقيقي في أي دولة إنما تحكمه عوامل معينة كمعدل الزيادة في السكان وإمكانيات البلد المادية و الفنية، فكلما كان معدل الزيادة في السكان كبيرا كلما اضطرت الدولة إلى العمل على تحقيق نسبة أعلى للزيادة في دخلها الحقيقي، غير أن حدود هذه الزيادة من جهة أخرى تتوقف على إمكانيات الدولة المادية والفنية، فكلما توافرت أموال أكثر و كفاءات أحسن، كلما أمكن تحقيق نسبة أعلى للزيادة في الدخل الوطني الحقيقي وبالعكس كلما كانت هذه العوامل نادرة، فإن نسبة ما يمكن تحقيقه من زيادات في الدخل الوطني الحقيقي عادة ما تكون صغيرة.

ثانيا* رفع مستوى المعيشة : يعتبر تحقيق مستوى مرتفع للمعيشة من بين الأهداف الهامة التي تسعى التنمية الاقتصادية إلى تحقيقها في الدول المتخلفة اقتصاديا ذلك أنه من الصعب تحقيق الضرورات المادية للحياة وتحقيق مستوى ملائم للصحة والثقافة ما لم يرتفع مستوى السكان فالتنمية الاقتصادية ليست مجرد وسيلة لزيادة الدخل الوطني فحسب و إنما هي أيضا وسيلة لرفع مستوى المعيشة ذلك أن التنمية الاقتصادية إذا وقفت عند حد خلق زيادة في

الدخل الوطني فإن هذا قد يحدث فعلا غير أن هذه الزيادة قد لا تكون مصحوبة بأي تغير في مستوى المعيشة و يحدث ذلك عندما يزيد السكان بنسبة أكبر من نسبة الزيادة في الدخل الوطني أو عندما يكون نظام توزيع هذا الدخل مختلا كما أن زيادة السكان بنسبة أكبر من نسبة زيادة الدخل الوطني تجعل من المتعذر تحقيق زيادة في متوسط نصيب الفرد من هذا الدخل و من ثم انخفاض مستوى معيشة، و تحقيق هذا قد لا يقف عند حد خلق زيادة في الدخل الوطني فحسب بل يجب أن ترتبط هذه الزيادة بتغيرات في هيكل الزيادة السكانية من جهة و طريقة توزيع الدخل الوطني من جهة أخرى، و يجب العمل على وقف النمو المتزايد في عدد السكان نسبيا بالتحكم في معدل المواليد والهبوط به إلى مستوى ملائم، وكذا يجب تحقيق نظام عادل لتوزيع الدخل الوطني بين السكان.

ثالثا* تقليل التفاوت في الدخل والثروات : إن هدف التنمية الاقتصادية في واقع الأمر هدف اجتماعي إذ أن معظم الدول النامية على الرغم من انخفاض الدخل الوطني وهبوط متوسط نصيب الفرد من هذا الدخل فإنه يلاحظ أن هناك فوارق كبيرة في توزيع الدخل والثروات ، إذ تستحوذ فئة صغيرة من أفراد المجتمع على جزء كبير من ثروته، كما تحصل على نصيب عال من دخله الوطني ،بينما لا تملك غالبية أفراد المجتمع إلا نسبة بسيطة جدا من ثروته كما لا تحصل إلا على نصيب متواضع من دخله الوطني، و مثل هذا التفاوت في توزيع الثروات و الدخل في تلك الدول يؤدي إلى إصابة المجتمع عادة بأضرار جسيمة حيث يعمل ترده بين حالة من الغنى المفرط وحالة من الفقر المدقع ،هذا بالإضافة إلى أنه غالبا ما يؤدي إلى إحداث اضطرابات شديدة فيما ينتجه المجتمع و ما يستهلكه وكلما زاد الاضطراب كلما زاد رأس المال المعطل في المجتمع¹.

رابعا* التوسع في الهيكل الإنتاجي : يجب أن توافق عملية التنمية الاقتصادية توسيع قاعدة الهيكل الإنتاجي لأن التنمية الاقتصادية لا تقتصر فقط على زيادة الدخل الوطني وزيادة متوسط نصيب الفرد بل التوسع في بعض القطاعات الهامة من الناحية الاقتصادية والفنية كما يجب على الدول بناء الصناعات الثقيلة إن أمكن ذلك من أجل أن تمد هذه الصناعات الاقتصاد الوطني بالاحتياجات اللازمة كذلك فإن بناء القاعدة الواسعة للهيكل الإنتاجي ما هي إلا بداية الطريق للتنمية و ثم يختار القائمون على الاقتصاد الوطني طريقة على حسب إستراتيجية التنمية الاقتصادية و الاجتماعية التي يأخذ بها هذا المجتمع طبقا لظروفه و حاجاته.

خامسا* تحقيق السيادة و الاستقلال الاقتصادي: و تعبر هذه الأهداف عن المرحلة التي تأتي بعد الاستقلال السياسي و قد يكون فك الارتباط النقدي بدولة أجنبية في مقدمة هذه الأهداف ، و هذا ما استهدفته دول العالم النامي و منها الدول العربية في مرحلة ما بعد الاستقلال².

¹ الزين منصورى ، مرجع سابق ص ص 84.83

² عجمية محمد عبد العزيز ، ناصف إيمان عطية ، التنمية الاقتصادية (دراسة نظرية وتطبيقية) ،دار الناشر قسم الاقتصاد ،جامعة الإسكندرية، مصر ، 2001

الفرع الرابع : مؤشرات قياس التنمي

تطرح فكرة التنمية ذاتها للقياس سواء لصياغة السياسات والخطط وتحديد الأهداف أو لتقييم النتائج ونظرا للتحويلات الواسعة في مفهوم التنمية ، فإن المؤشرات بدورها عرفت تطورات هامة على محاور عدة بدءا من مقاييس النمو الاقتصادي إلى المؤشرات الاجتماعية ، ولكي يسمى متغيرا اقتصاديا مؤشر تنمية عليه أن يمثل بعض العوامل التي تشكل عملية التنمية أو حالتها ، ويمكن المؤشر أن يشكل قياسا باعتبار أن الجانب الذي يقيسه هو هدف للتنمية أو عنصر من عناصرها.

أولا :المؤشرات الاقتصادية الحقيقية

يمكن اعتبار بعض المتغيرات الاقتصادية مؤشرات حقيقية للتنمية الاقتصادية بصفاتها عوامل تعكس الجانب الحقيقي للحالة الاقتصادية لأي بلد ، ولعل أهم هذه العوامل الناتج الوطني والنمو الاقتصادي والتطور الإنتاج الصناعي و الفلاحي .¹

1- الناتج الوطني:

إن الموارد الاقتصادية لا تصلح كما هي عليه لسد الحاجات وإشباع الرغبات، لذلك يجب تحويل هذه الموارد إلى منتجات قابلة لسد حاجات وإشباع الرغبات ، ونشاط المجتمع هذا يطلق عليه الإنتاج وحصيلة هذا الإنتاج هو الناتج الوطني أو الدخل الوطني ، ولتحليل الناتج الوطني، تستخدم عادة بعض المفاهيم أهمها:

- الناتج الداخلي الخام PIB
- إجمالي الناتج الوطني PNB

(أ) الناتج الداخلي الخام:

يمثل الناتج الداخلي الخام قيمة مجموع السلع والخدمات المنتجة داخل الحدود الوطنية للدولة بصرف النظر عن جنسية المنتج ، أي أن الناتج الداخلي الخام هو رقم الأعمال لدولة ما ، وتجدر الإشارة إلى أنه عندما يكون الناتج الداخلي الخام في ارتفاع وتزايد من سنة إلى أخرى ، نكون في هذه الحالة بصدد التحدث عن النمو، حيث أن في أغلب النظريات الاقتصادية هذا النمو الضروري للتنمية وتطور أي دولة أما في حال انخفاض وتراجع قيمة الناتج الداخلي الخام فإن هذا يعني التخلف والتدهور الاقتصادي.

(ب) الناتج الوطني الإجمالي:

يعتبر الناتج الوطني الإجمالي المقياس الأكثر استخداما في تحليل الناتج الوطني وهو عبارة عن القيمة النقدية للبرصائع والخدمات النهائية المنتجة خلال فترة زمنية معينة عادة تكون سنة ، ويمكن النظر إلى الناتج الوطني الإجمالي على أنه عبارة عن المجموع الكلي للناتج الجاري ويعتبر من غير صالح الاقتصاد الوطني أن يكون الناتج

¹ العساف أحمد عارف ، الوادي محمود حسين ، التخطيط والتنمية الاقتصادية ، دار المسيرة للنشر و التوزيع ، عمان ، 2011 ، ص 51

الوطني الإجمالي عاليا جدا أو منخفضا جدا ، لأن ارتفاعه يتسبب في ارتفاع معدلات التضخم، إذ حتى تتمكن المؤسسات الإنتاجية من تحقيق أعلى إنتاج ممكن يتطلب منها استخدام المزيد من عنصر العمل عن طريق رفع أجور العامل لإغرائهم للعمل لديها، إلا أن ارتفاع معدلات الأجور هذه تؤدي إلى ارتفاع تكاليف الإنتاج ومن ثم انعكاساتها على الأسعار التي ترتفع بدورها، وبذلك حجم الإنتاج الكبير إلى بروز حالة التضخم، كما يعتبر من غير المرغوب فيه الإنتاج عند المستويات الدنيا ، لأن ذلك من شأنه أن يؤدي إلى رفع معدلات البطالة وانخفاض دخول المستخدمين وما يترتب عليه من انخفاض المستوى المعيشي العام .¹

ويعتبر الدخل أو الناتج الوطني من أهم المؤشرات العامة الدالة على التطور الاقتصادي وعلى نجاح السياسة الاقتصادية التي تنتهجها الدولة وتتمثل أهمية دراسة الدخل الوطني فيما يلي:

*تقدير نجاح السياسة الاقتصادية للدولة حيث تتمثل السياسة الاقتصادية للحكومة في القرارات والإجراءات التي تتخذها لتهيئة الجو الملائم للنشاط الإنتاجي وتوجيهه توجيهها صحيحا.

*دراسة بعض الظواهر الهامة للبنيان الاقتصادي، فبيانات الناتج الوطني لا تظهر فقط مجموع هذا الناتج خلال السنوات المختلفة وإنما تبين أيضا مساهمة كل قطاع في تكوينه.

*بحث توزيع الدخل بين عوامل الإنتاج، أي النصيب الذي يعود لعوامل الإنتاج نتيجة مساهمتها في الناتج الوطني والمتمثل في العوائد التي تتلقاها من أجور وفوائد وأرباح.

*قياس مستوى رفاهية الأفراد، وذلك لحساب معدل نمو متوسط دخل الفرد الحقيقي.

وبذلك يعتبر الدخل الوطني تقديرا تقريبا جيدا للنشاط الاقتصادي كما يعطي صورة دقيقة إلى حد ما حول الاقتصاد الوطني.²

2- تطور الإنتاج الصناعي و الفلاحي:

تعد نسبة مساهمة الإنتاج الصناعي في قيمة الناتج الوطني أحد معايير قياس التنمية تطراً لاقتزان هذه الأخيرة بالتصنيع خاصة و أن البعض من الاقتصاديين قد ربط عملية التنمية الاقتصادية بعملية التصنيع فكلما زاد نصيب الإنتاج الصناعي من قيمة الناتج الوطني الإجمالي، كلما كان ذلك مؤشرا جيدا على تقدم وتطور البلد، وفي هذا الإطار هناك نقطتان ذات أهمية كبيرة لبرنامج التنمية هما:

1/ زيادة الإنتاجية الصناعية تشكل مفتاحا لزيادة متوسط دخل الفرد.

2/ توفر الصناعات التحويلية لزيادة كفاءة إحلال الواردات وزيادة بقية الصادرات بدلا من تصدير المواد الأولية وحدها.

وتجدر الإشارة إلى أنه لا يجب إهمال دور الفلاحة والإنتاج الفلاحي في عملية التنمية الاقتصادية وهذا راجع إلى وجود علاقات وثيقة ومتبادلة بين الصناعة والزراعة فإذا زاد الدخل الزراعي ونما فإن الصناعة ستستفيد من أسواق

¹ الموسوي ضياء مجيد ، النظرية الاقتصادية (التحليل الاقتصادي الكلي)، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، 2002 ، ص ص 14.13

² صخري عمر ، التحليل الاقتصادي الكلي، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الخامسة، 2005، ص 28.

كبيرة وواسعة الاستهلاك إنتاجها الذي قد يحقق لها اقتصاديات الحجم في الإنتاج والتسويق كذلك الحال يجب أن يزود نمو الدخل بسبب التوسع الصناعي حافظاً دائماً للإنتاج الزراعي والإنتاجية من خلال زيادة الطلب على الغذاء.¹

ثانياً/ المؤشرات الاقتصادية النقدية

يمكن قياس التنمية الاقتصادية بالنظر إلى بعض المتغيرات الاقتصادية التي تخص الجانب النقدي لاقتصاد دولة ما ،حيث لأن هذه العوامل تبين الوضع النقدي والمالي لهذه الدولة ،ومن أهم هذه العوامل معدل التضخم وتطور السوق المالي.

1-معدل التضخم:

التضخم هو عملية ارتفاع مستمر في المستوى العام للأسعار أو التدهور المستمر في القوة الشرائية لوحدة النقود وهو عملية ديناميكية تنشأ أسبابها الأولية أو القوة المولدة لهذه الضغوط التضخمية بفعل عوامل نقدية أو حقيقية أو هيكلية وهناك العديد من الطرق المستعملة لقياس وتقدير معدلات التضخم والتي تعتمد على معيار فائض العرض النقدي وهو عبارة عن الفرق بين التغير في عرض النقود (السيولة) وبين التغلب في الطلب على النقود أي حجم ما يرغب الأفراد الاحتفاظ به من دخل حقيقي في شكل نقود وذلك من خلال فترة زمنية معينة فإذا كان

ΔM : التغير في عرض النقود

T_i : معدل التضخم

M/GNP : الطلب على النقود

GNP : الناتج الوطني الإجمالي

ΔGNP : التغير في الناتج الوطني الإجمالي

فان $T_i = \Delta M - (M/GNP) \Delta GNP$

2- تطور السوق المالي: لقد أصبحت البورصات في وقتنا الحالي من شروط التقدم ، بل تعد أداة هامة من أدواته

ووسيلة

فعالة لتحقيق التنمية الاقتصادية في كافة المجالات ، ومن هنا كان إلزاماً على الدول النامية تكوين أسواق مالية ذات كفاءة عالية ، ولقد أصبحت البورصة مقياس للتقدم الحضاري لأنه من الصعب أن تنهض الأمم وترتقي بدونها ومن ثمة أصبح يعتبر تطور البورصة مؤشر رئيسي ومرآة عاكسة للتطور الاقتصادي والمالي في النظام الرأسمالي ، فهي تساعد في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ ، وتعتبر كذلك المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي وتسجيلها ، فحجم المعاملات يبين أهمية الأموال السائلة المتداولة وكذلك فإن الأسعار التي يتم التعامل بها تنبئ عن السعر العام لعائد المبالغ المستثمرة وإضافة إلى ذلك فإن ما يستخلص من جداول الأسعار العامة يعبر عن ارتفاع أو هبوط الميل لدى المنتجين نحو الإنتاج.²

¹ دراجي لعفيفي، أثر المديونية الخارجية على التنمية الاقتصادية في الجزائر، للفترة (1986, 2004) مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير، جامعة 8ماي 1945، 2006، 2007. ص 115

² حنفي عبد الغفار ، قرياقص رسمية ، مرجع سابق ، ص 47

3- سيولة السوق المالي:

تتمثل الوظيفة الأساسية للسوق توفير السيولة للأوراق المالية في كل وقت . وهو الأمر الذي يمثل عادة قمة سلم أولويات المستثمر المحلي والأجنبي على حد سواء ، لاسيما أن الأسواق المالية ذات السيولة العالية تمكن المستثمرين من تصفية استثماراتهم متى اقتضت الحاجة وتمكن السوق من تحقيق ذلك من خلال نظام الحوافز والعقوبات بحيث يزداد التعامل على أسهم الشركات الناجحة فترتفع قيمته السوقية بينما يقل التعامل على أسهم الشركات المتعثرة الأخرى وتتنخفض قيمتها السوقية.

هناك الكثير من المؤشرات لقياس درجة سيولة السوق غير أن الأدبيات الحديثة كثيرا ما استخدمت القيمة الكلية المتبادلة ومعدل الدوران حيث يمثلان الآتي:

- **معدل القيمة الكلية المتبادلة** : يعادل هذا المؤشر نسبة القيمة الكلية للأسهم المحلية التي يتم تبادلها في السوق المالي إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة معينة.

- **معدل دوران السهم** : يتمثل بالقيمة الكلية للأسهم المحلية المتبادلة خلال فترة معينة كنسبة مئوية من متوسط القيمة السوقية لتلك الفترة.

إضافة لتلك المؤشرات هناك مؤشرات أخرى وفيما يأتي عرض لهذه المؤشرات:

- **مؤشر العام لأسعار الأسهم** : هو مؤشر إحصائي يستخدم كمقياس للحركة العامة في السوق يتألف من مجموعة أوراق مالية تعكس حالة السوق بأكمله وفي حاله ارتفاعا هذا المؤشر يفترض إن السوق ككل يكون مرتفعا وعندها ينخفض فأن السوق ككل ينخفض و تظهر أهميته بشكل كبير من خلال استخدامه من قبل جميع الأطراف المتعاملة في السوق ويتم استخدامه في قياس الاتجاهات السوقية وحركة الأسعار ككل.

- **مؤشر حجم التداول**:

يمثل حجم التداول قيمة الأسهم التي تتداول في قاعة السوق بمختلف الأسعار خلال مدة معينة ويعد من المؤشرات التي تعطي تلميحات مهمة عن قوة السوق واحتمالات صعوده أو هبوطه في المستقبل.

- **مؤشر عدد الشركات**:

يقصد به عدد الشركات المدرجة في السوق المالي ويستخدم هذا المؤشر للدلالة على حجم السوق إن هذا المؤشر يفقد تلك الدلالة إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية أي قد يكون عدد الشركات المدرجة في السوق كبيرا ولكن إجمالي السوقية لتلك الشركات صغيرا¹.

¹ شندي أديب قاسم ، الأسواق المالية و أثرها في التنمية الاقتصادية ، دراسة حالة سوق العراق للأوراق المالية ، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية ، العدد الخاص بالمؤشرات الكلية ، 2013 ، ص ص 166.167

ثالثا / المؤشرات الاجتماعية

يقصد بالمؤشرات الاجتماعية العديد من المؤشرات الخاصة بنوعية الخدمات التي تعيش الحياة اليومية لأفراد المجتمع و ما يطرأ عليها من تغيرات إذ يمكن النظر إلى التنمية من منظور التنمية البشرية الذي يعني أساساً توسيع الخيارات الإنسانية وتتطوي هذه العملية على تكوين وتعزيز قدرات الإنسان من خلال تنمية الموارد البشرية من حيث الصحة والتغذية الجيدة والتعليم بما فيه اكتساب المهارات وترتبط التنمية الإنسانية ارتباطاً وثيقاً بجودة الإنسان والصحة والتعليم فقلة المعرفة أو جمودها يعني الركود والتضاؤل في فرص التنمية وقد أصبحت فجوة المعرفة وليس فجوة الدخل هي المحور الرئيسي لقرارات الدول في عالمنا المعاصر.¹

ولعل من أهم المؤشرات الاجتماعية مؤشر الصحة والتغذية ومؤشر التعليم والثقافة وفيما يلي تفصيل ذلك:

1- مؤشر الصحة والتغذية:

لا شك أن انخفاض مستوى الدخل له آثار مباشرة على صحة الإنسان ، ولقد قررت منظمة الفاو (FAO) أنه يوجد بليون طفل على الأقل في العالم يعانون من مشكلة سوء التغذية معظمهم في الدول النامية ويمثلون ثلثي أطفال العالم ، إذ يترتب على سوء التغذية بين الأطفال نتائج خطيرة أهمها وقف النمو والتخلف العقلي، كذلك فإن سوء التغذية يمثل سبباً رئيسياً للوفيات بين الأطفال إذ يبلغ معدل الوفيات بين الأطفال في الدول النامية ضعف معدله في الدول المتقدمة ، وعلى العموم فإن العلاقة بين الدخل المنخفض وسوء التغذية علاقة متبادلة فيعتبر الدخل المنخفض سبباً لسوء التغذية ويعتبر سوء التغذية سبباً لانخفاض الدخل فأصحاب الدخل المنخفض لا يمكنهم الحصول على الغذاء الكافي ، ومن ناحية أخرى فإن سوء التغذية يؤدي إلى قلة التركيز والضعف الذهني.

2- مؤشر التعليم والثقافة:

على الرغم من زيادة الإنفاق على التعليم في الدول النامية في الآونة الأخيرة ، فمازال متوسط نصيب الفرد من نفقات التعليم يمثل 20/1 من مثيله في الدول المتقدمة كما أظهرت الدراسات الحديثة أن معدل الأمية في الدول النامية مازالت مرتفعة .

يؤدي التعليم لزيادة المعرفة وإلى اكتساب مهارات جديدة وهذه الأمور تؤدي إلى زيادة الإنتاجية من ناحية، وإلى ترشيد الإنفاق من ناحية أخرى بمعنى أن التعليم يؤدي إلى زيادة الدخل وزيادة الاستثمار وزيادة الادخار وهكذا... ، ومن جهة أخرى فإن التعليم يغير كثيراً من القيم والآمال التي تكون غير ملائمة للعملية التنموية من ذلك إحداث تغيرات هيكلية غير الملائمة للبيئة أو إدخال أنماط استهلاكية تعيق عملية الادخار أو استعادة أساليب الإنتاج الحديثة والمكثفة لعنصر رأس المال وغيرها.

¹ - العمش منير مقال بعنوان تصحيح مسار التنمية في عالم متغير مجلة الباحث 2003 ، العدد الثاني ، ص 120

أما فيما يخص الجانب الثقافي فنلاحظ غياب العديد من المظاهر الثقافية في الدول النامية التي حالت دون نموها، ولعل من أمثلة ذلك غياب ثقافة الاستثمار في الأسواق المالية في المجتمع الجزائري لأسباب عرفية ودينية مما أعاق عملية التنمية بها وأخرها.¹

المطلب الثاني : تمويل التنمية الاقتصادية

يرى بعض الاقتصاديين أن أهم عقبة تعوق عملية التنمية الاقتصادية في الدول النامية هي افتقارها إلى الموارد الحقيقية اللازمة لتكوين رؤوس الأموال بسبب القوى الدائرية المفرغة والتي تشمل الطلب على رأس المال (الاستثمار) والذي يتحدد أساسا بالحافز على الاستثمار وسعة السوق وعرض رأس المال والذي تحكمه الرغبة والمقدرة على الادخار وطالما أن الدخل منخفضة نظرا لانخفاض القدرة على الإنتاج فإن القدرة على الادخار منخفضة كذلك .

لذا فإن التنمية الاقتصادية تستدعي أولا كسر هذه الدائرة، بمعنى إيجاد كافة السبل لتكوين رؤوس الأموال اللازمة لهذه التنمية والتي توجه إلى تحسين وزيادة رأس المال الاجتماعي . وكذا تحسين نوعية عنصر العمل بالتعليم والتدريب والخبرة . و إعادة تخصيص الموارد وذلك بالتحول من استخدامات تتسم بانخفاض الإنتاجية إلى استخدامات تتسم بارتفاعها بما في ذلك استخدام موارد جديدة لم تكن مستغلة من قبل . و تحسين طرق الإنتاج باستخدام التكنولوجيات الحديثة .

الفرع الأول : تعريف التمويل

نظرا لقيام المؤسسات على مبدأ الاستمرارية والتوسع، فإنها تحتاج وبشكل مستمر إلى رؤوس الأموال لاستثمارها في شكل أصول مختلفة من معدات، آلات، مباني ومخزون وغيرها لتنفيذ البرامج والخطط ، ويعتبر التمويل الداعم الأساسي لهذه الأخيرة. ويمكن إبراز مفهوم التمويل من خلال المفاهيم التالية:

المفهوم الأول : التمويل لغة هو " الإمداد بالمال " والتمويل اصطلاحا هو " مجموعة الأعمال والتصرفات التي تمدنا بوسائل الدفع ² .

المفهوم الثاني : ويمكن تعريفه على انه مجموعة الوسائل والأساليب والأدوات التي تستخدمها إدارة المشروع، للحصول على الأموال اللازمة لتغطية نشاطاتها الاستثمارية والتجارية ، وعلى هذا الأساس فان تحديد مصادر تمويل المشروع يعتمد على المصادر المتاحة في الأسواق والبيئة المالية التي يتواجد فيها ³ .

المفهوم الثالث : يقصد به تشكيلة الأموال التي حصلت عليها المؤسسة بهدف تمويل استثماراتها ، ومن ثم فإنها تتضمن كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم ⁴ .

¹ عجمية محمد عبد العزيز ، ناصف إيمان عطية ، مرجع سابق ، ص 71

² عبيد علي احمد حجازي ، مصادر التمويل " مع شرح لمصدر القروض " وبيان كيفية معاملته ضريبيا . " دار النهضة العربية ، بيروت، 2001، ص11

³ دريد كامل آل شبيب ، مبادئ الإدارة المالية ، دار المناهج للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2004 ، ص99

⁴ منير إبراهيم الهندي ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998 ص5

الفرع الثاني : أهمية التمويل

إن المؤسسات والدولة والمنظمات التابعة لها، لها استخدام دائم لجميع مواردها المالية، فهي تلجأ عند الحاجة إلى مصادر خارجية لسد حاجاتها سواء من عجز في الصندوق أو لتسديد الالتزامات. من هذا المنطلق يمكن القول بأن للتمويل أهمية كبيرة تتمثل في:

- ✓ تحرير الأموال أو الموارد المالية المجمدة سواء داخل المؤسسة أو خارجها،
- ✓ يساعد على انجاز مشاريع معطلة وأخرى جديدة والتي بها يزيد الدخل الوطني ،
- ✓ يساهم في تحقيق أهداف المؤسسة من اجل اقتناء أو استبدال المعدات،
- ✓ يعتبر التمويل كوسيلة سريعة تستخدمها المؤسسة للخروج من حالة العجز المالي،
- ✓ يساهم في ربط الهيئات والمؤسسات المالية و التمويل الدولي،
- ✓ المحافظة على سيولة المؤسسة وحمايتها من خطر الإفلاس والتصفية (ويقصد بالسيولة توفير الأموال السائلة الكافية لمواجهة الالتزامات المترتبة عليها عند استحقاقها، أو هي القدرة على تحويل بعض الموجودات إلى نقد جاهز خلال فترة قصيرة دون خسائر كبيرة)

ونظرا لأهمية التمويل فقراره يعتبر من القرارات الأساسية التي يجب أن تعتني بها المؤسسة ذلك أنها المحدد لكفاءة متخذي القرارات المالية من خلال بحثهم عن مصادر التمويل اللازمة والموافقة لطبيعة المشروع الاستثماري المستهدف واختيار أحسنها، واستخدامها استخداما أمثلا لما يتناسب وتحقيق أكبر عائد بأقل تكلفة وبدون مخاطر مما يساعد على بلوغ الأهداف المسطرة، وأن قرار اختيار طرق التمويل يعتبر أساس السياسة المالية حيث يرتبط بهيكل رأس المال وتكلفته إذ يختار البديل الذي يكلف المؤسسة أقل ما يمكن.¹

الفرع الثالث : مصادر تمويل التنمية الاقتصادية

تتمثل مصادر تمويل التنمية الاقتصادية

أولا / الموارد المحلية

وتتمثل في مدخرات القطاع العائلي ومدخرات قطاع الأعمال الخاص والادخار الحكومي .

¹ - بوكونة نورة ، تمويل التجارة الخارجية في الجزائر ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير ، في العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر 3 ،

أ. مدخرات القطاع العائلي :

والتي تتمثل في الفرق بين الدخل المتاح وبين الإنفاق على أوجه الاستهلاك المختلفة. وتعتبر مدخرات القطاع العائلي من أهم مصادر الادخار في الدول النامية ولكنها تتأثر بمجموعة من العوامل منها ما هو اقتصادي مثل حجم الدخل والذي يتميز بانخفاضه في هذه الدول ، فضلا عن ارتفاع الميل المتوسط للاستهلاك مما لا يسمح بتكوين فائض للادخار رغم حدوث زيادة في الدخل الحقيقية للأفراد في معظم الدول النامية في السنوات الأخيرة ، فضلا عن أن أسعار الفائدة، التضخم، مدى انتشار البنوك والمؤسسات الادخارية والرغبة في حيازة أموال لمقابلة حاجات المستقبل أو لبلوغ مستويات معيشية معينة لها أثر كبير على عملية الادخار. كما أن حاجات الأسرة الكبيرة في الظروف الواحدة تفوق حاجات الأسرة الصغيرة وعلى ذلك ففي ظل كبر عدد أفراد الأسرة وتدني مستويات الدخل في الدول النامية يقل الادخار إن لم ينعدم.

لذا يرى معظم الاقتصاديين أنه بإمكان الدول النامية النهوض بمدخراتها لو اتبعت سياسة رشيدة لمكافحة التضخم وأقامت أوعية ادخارية لصغار المدخرين .

ب. مدخرات قطاع الأعمال الخاص :

هي ما تقوم به المنشآت والشركات الخاصة بادخاره، وتعتبر مدخرات هذا القطاع أهم مصادر الادخار في الدول المتقدمة اقتصاديا ويتوقف حجمه على الأرباح المحققة. ولكن في الدول النامية نجد أن الأرباح المعاد استثمارها غير كافية غالبا مما يؤدي إلى اعتماد أكبر على الموارد المحلية الأخرى خاصة الاقتراض من البنوك والمؤسسات المالية نظرا لضعف السوق المالية أو عدم وجودها .

ج. مدخرات قطاع الأعمال العام:

لعب هذا القطاع دورا هاما في معظم الدول النامية لتبنيها النظام الاشتراكي ولعدم قدرة الأفراد وقطاع الأعمال الخاص على توفير الأموال اللازمة لتنفيذ الاستثمارات الطموحة لهذه الدول خاصة مشروعات البنية التحتية. إلا أن فشل القطاع العام في تحقيق الأهداف المنوطة به أدى إلى تراجعها خاصة في ظل برامج الإصلاح الاقتصادي.

د. الادخار الحكومي :

تعمل الحكومات على تنمية مواردها وضغط نفقاتها بغية تحقيق فائض توجهه إلى خدمة أهداف التنمية، ولكن في حالة وجود عجز فيتم تمويله من مدخرات القطاعات الأخرى أو عن طريق طبع نقود جديدة للتوسع في الإنتاج. إلا أن هذا الإجراء الأخير يؤدي في هذه الدول إلى ارتفاع الأسعار، عدم مقدرة أصحاب الدخل المحدودة على الادخار فضلا عن أحجام رؤوس الأموال الأجنبية وهروب الوطنية منها للخارج مما يزيد من عجز ميزان المدفوعات.

ثانيا / الموارد الأجنبية

نظرا لعدم كفاية المصادر المحلية في الوفاء بحاجات الاستثمار في الدول النامية أي وجود فجوة ادخار واسعة، فإنها تلجأ إلى الحصول على التمويل المطلوب من المصادر الخارجية والتي تأخذ الأشكال الرئيسية التالية :

- المنح والمعونات الأجنبية .
 - القروض من الدول والمؤسسات والمنظمات الدولية.
 - الاستثمار الأجنبي من الأفراد والشركات والهيئات الأجنبية.
- أ. المنح والمعونات الأجنبية الرسمية:

تعتبر هذه الأخيرة من أهم مصادر التمويل للدول النامية ذات الدخل المنخفض، وقد ساعدت في توفير قدر من حاجاتها من الغذاء والخدمات الأساسية كالتعليم والصحة والمواصلات والكهرباء وغيرها، إلا أنها لم تحسن من الأداء الاقتصادي لهذه الدول نظرا لصغر حجم المعونات فضلا عن انتشار شكل المعونة المقيّدة أين تلتزم الدول المتلقية لها بتوجيهها لمشروع معين وشراء السلع والمستلزمات من الدول المانحة لما له من أهمية في توازن ميزان المدفوعات للدولة المانحة والذي غالبا ما يؤدي إلى وقوع الدول المتلقية في الاحتكار (غلاء الأسعار).

وقد شكلت المعونات المقيّدة 66% من المعونات الثنائية نهاية القرن الماضي وكانت الدول المتلقية لها تخسر من 15 إلى 20% من قيمة المعونة نتيجة لهذه القيود، بالإضافة إلى تسييس المعونات.

وعليه لا تلعب المعونات والمساعدات دورا هاما في إحداث التنمية، وفي الوقت الحاضر قل الاهتمام بها والاعتماد عليها في معظم الدول النامية عدا الدول شديدة الفقر.

ب. القروض من الدول والمؤسسات والمنظمات الدولية:

لقد لعبت دورا مهما في اقتصاديات الدول النامية لانتشار موجة العداة للاستثمارات الأجنبية وذلك بسبب خروج هذه الدول حديثا من الاستعمار، إلا أنها قادتها للوقوع في أزمة المديونية وبالتالي إتباع برامج التثبيت الاقتصادي والتكيف الهيكلي التي ينص عليها البنك وصندوق النقد الدوليين.

ج. الاستثمار الأجنبي :

نظرا لقصور الموارد الأجنبية السابقة الذكر على تحقيق تنمية بداخل الدول النامية فإنه لم يبق أمامها سوى هذا المورد الذي أضحي يحتل مكانة هامة في اقتصادياتها خاصة في ظل العولمة.

وعموما ينقسم الاستثمار الأجنبي إلى نوعين :

- **الاستثمار الأجنبي غير المباشر:** أي الاستثمار المحفظي والذي يتم من خلال الاستثمار في أسهم وسندات الشركات خارج الحدود الوطنية، فالمستثمر هنا لا يتحكم في الإدارة، وبالتالي تتراءى لنا محدودية هذا النوع في

المساهمة في تنمية الدول النامية نظرا لافتقارها لسوق مالي متطور، ولقد بلغ صافي تدفقات الاستثمار في المحافظ في الدول النامية 10 بلايين دولار سنة 2013.

- **الاستثمار الأجنبي المباشر** : وهو الذي ينطوي على التملك الجزئي أو المطلق لمشروع الاستثمار من الطرف الأجنبي وبعبارة أخرى فهو موجودات الشركة الأم في الدول المضيفة ولقد بلغ صافي الاستثمار الأجنبي المباشر 145 بليون دولار عام 2013. وهذا ما يدل على الاعتماد المتزايد على هذا النوع من الاستثمار لأن المستثمرين الأجانب يلتزمون عادة بالاستثمار على المدى الطويل، ومع أنه يكون عادة أقل تقلبا من الديون والاستثمار الأجنبي غير المباشر، فإنه لا يمكن اعتبار استقراره أمرا مسلما به نظرا لأن الاستثمار المحلي والأجنبي على السواء يعتمد على وجود مناخ استثمار إيجابي .¹

¹ أمال براهيمية ، سلايمية ظريفة ، مداخلة بعنوان التعجيل بالتغيير تعزيز الاستثمار الأجنبي المباشر هو مفتاح للتنمية الاقتصادية ، الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات-دراسة حالة الجزائر والدول النامية-يومي:21و22نوفمبر2006. جامعة محمد خيضر بسكرة. ، ص ص 8.6

المبحث الثاني : دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية

إن خلاص الدول المتخلفة من معالم التخلف يقتضي إزالة أسبابه، و لعل احد أسبابه الرئيسية التي ساقها كم كبير من الاقتصاديين في هذا الصدد، تكمن في عدم كفاية رؤوس الأموال المنتجة و تختلف طرائق الإنتاج في هذه البلاد.

و إذا كان هناك شبه إجماع بين الاقتصاديين على أهمية التكوين الرأس مالي، إلا أنهم اختلفوا في درجة أهمية عنصر رأس المال، فبينما يرى بعض الاقتصاديين أن مشكلة ندرة رؤوس الأموال تعد احد العوامل المسؤولة عن استمرار أوضاع التخلف .ويرى آخرون أن هذه الندرة تحجب ما عداها من خصائص التخلف و أن رؤوس المال تعتبر محور التنمية الاقتصادية . و يرى الكل انه من الغير متصور إحداث التنمية الاقتصادية من غير التكوينات الرأسمالية .ويقول "MEIR" " أن تراكم الرأس مالي ليس كل شيء إلا انه يمثل جوهر عملية التنمية و التي من خلالها تصبح كل أوجه التنمية ممكنة " ¹

المطلب الأول :موقع السوق المالية من النشاط الاقتصادي

يدور النشاط الاقتصادي لأي مجتمع في دائرتين احدهما مادية و تتعلق بالتدفقات العينية و الخدمية في شكل انتقال و تداول للسلع و الخدمات و مستلزمات الإنتاج. و الأخرى مالية و تتعلق بحركة انتقال و تداول الأصول المالية، وقد ترتب على هذا انقسام المعاملات التي تصدر عن أي وحدة اقتصادية إلى معاملات خاصة بالسلع والخدمات المقترنة بالإنتاج و الاستهلاك و الاستثمار و عمليات أخرى داخلية يترتب عليها دخل أصحاب عناصر الإنتاج نتيجة الاشتراك في العملية الإنتاجية، وعمليات مالية يترتب عليها نقل الموارد المالية من قطاع لآخر . و هنا يمكن تصنيف نوعين من الأسواق :

- السوق الحقيقية:

و تشمل سوق السلع الاستهلاكية و الاستثمارية و خدمات عناصر الإنتاج.

- السوق المالية:

و تظهر سوق المال نتيجة لتحقيق بعض الوحدات الاقتصادية في مجتمع معين لبعض الفوائض المالية و التي لا تحتاج إليها في زمن معين، و قد ترغب في استثمار هذا الفائض بدلا من الاحتفاظ به في شكل سيولة فائضة تمثل رأس مال عاطل في حين قد توجد من الناحية الأخرى وحدات اقتصادية أخرى تعاني منه عجزا في الموارد المالية و تسعى في طلب هذه الفوائض لمواصلة نشاطها الاقتصادي خلال فترة زمنية معينة. و لهذا تلجأ الوحدات ذات العجز إلى الفئة الأولى و هي ذات الفائض و التي تمثل جانب العرض و يتمثل عن ذلك انتقال الموارد المالية من قطاع للأخر من خلال السوق المالية و نعلم أن السوق المالي هو مجموعة من التدفقات من الأفراد و الهيئات و ذلك في شكل تيار نقدي أو مالي و بذلك و المؤسسات و كافة قطاعات المجتمع تستقطب المدخرات و يؤدي هذا إلى تحريك

¹ الشيشي جمال الدين ، صندوق النقد العربي عن دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، بدون ذكر سنة النشر ، دار الوفاء الإسكندرية ، ص 40

رؤوس الأموال من القطاعات ذات الطاقة التمويلية الفائضة إلى قطاعات ذات عجز مالي، وهى بذلك تمارس تأثيراً محسوساً على مصادر الادخار في مرحلة التجميع، وعلى تجميعه في مرحلة التوظيف. و يعلق الاقتصاديون أهميته دور كبيراً على دور الوساطة التي تقوم بها السوق المالية أخذاً في الاعتبار أن الذي يقوم بالاستثمار في الاقتصاديات الحديثة مجموعة من الأفراد و المؤسسات هم المنتجون ، بينما هناك مجموعة أخرى تقوم بمعظم الادخار المستهلكون و يمكن أن نلخص كل هذا فيما قاله الاقتصاديين و هو رفع معدلات تكوين رؤوس الأموال و توجيه الاستثمارات إلى المجالات التي تحقق اكبر زيادة ممكنة من الطاقة الإنتاجية للاقتصاد القومي يمثلان جوهر السياسة الائتمانية في أي مجتمع .

- المقصود بتمويل سوق الأوراق المالية للتنمية:

إن كنا نتحدث عن دور سوق الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية، فإنه يتعين علينا أن نحدد منذ البداية أن المقصود بتمويل التنمية في هذا الصدد إنما ينصرف إلى تمويل الجهاز الإنتاجي الذي يقوم بتشغيل الموارد البشرية و الطبيعية و المالية و الذي يتمثل بصفة أساسية في شركات المساهمة الذي يجرى التعامل على أسهمها في أسواق الأوراق المالية.

- هناك ارتباط وثيق جدا بين السوق الأوراق المالية و شركات المساهمة و التي أوضحت ابرز علامات التقدم الاقتصادي في عالمنا المعاصر بما توفر لها من إمكانات قد تعجز عنها بعض الحكومات. و إذ كان من الثابت أن شركات المساهمة كانت وليدة الثورة الصناعية و إنها وسيلة للتنمية الاقتصادية و نتائجها¹.

المطلب الثاني: دور السوق المالي في النشاط الاقتصادي

يمكن تفصيل الدور الذي تقوم به بورصة الأوراق المالية في خدمة الاقتصاد الوطني فيما يلي :

- استثمار المدخرات السائلة و توجيهها نحو المشروعات عن طريق البورصة.
- يتم تحويل مدخرات الأفراد و استثماراتهم إلى الشركات و الحكومات حيث تستخدم في إنتاج ما يحتاجه الأفراد.
- الحكم على كفاءة السياسات النقدية و المالية للدولة و تمهيد الطريق أمام سلطات الدولة المختصة للمزج بين السياستين المالية و النقدية بهدف التكامل بينهما للتأثير في حجم الطلب الكلي و بلوغ الهدف المنشود الذي يحدد الظروف الاقتصادية المتغيرة.
- المساعدة في جذب رؤوس الأموال الخارجية للاستثمار المحلي وفقاً لقوانين الاستثمار المحلي و للإجراءات الإدارية المنظمة للنشاط الاقتصادي.

- إتاحة فرص الاستثمار قصيرة الأجل حيث تقوم المؤسسات المالية من المؤسسات الاستثمارية و شركات و المصارف غالباً بتوظيف الأموال في مشاريع استثمارية لأجل طويلة أو متوسطة و هذا التوظيف لا يستغرق في الغالب

¹ شيشي جمال الدين، مرجع سابق، ص 42.43

لأموال المؤسسة فتبقى عندها فائض مالي و لهذا فإنها تقوم باستثماره عن طريق البورصة على هيئة أدوات مالية قابلة للتداول و السيولة في الوقت الذي يرغبون في التحويل النقد السائل.

-تمثل هذه السوق الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي و ذلك بيع و شراء الأوراق المالية لتوفير الاستقرار النقدي لمعالجة التضخم أو الانكماش.¹

-يلعب دورا رئيسيا في تخطيط السياسة النقدية و يؤثر في دور البنك المركزي في تغيير سعر الفائدة .

- يساعد السوق المالي في توفير سيولة عالية للأصول المالية قصيرة الأجل .

- يساعد وجود سوق مالي على تنظيم ومراقبة الإصدارات للأوراق المالية .

- وجود سوق مالي يساعد في عدالة تحديد الأسعار للأوراق المالية المتداولة . و من هنا فان ذلك يساعد على توجيه الاستثمار نحو القطاعات الأكثر نجاحا.²

المطلب الثالث :التأثير الإيجابي للسوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية

إن التأثير الإيجابي للسوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية يكمن في النقاط التالية:

1- التعامل في الأوراق المالية:

يسمح سوق البورصة للمتعاملين الاقتصاديين بالتعامل بيعا و شراء بالأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات أو الحكومة . إذ يتحدد السعر الحقيقي للورقة المالية على أساس العرف و الطلب عليها بعد إتاحة المعلومات الخاصة عن الجهة المصدرة للأوراق المالية و هذا ما يعطي للسوق قوتها ليضمن سلامتها.

2- استثمار رؤوس الأموال:

يعتبر الاستثمار في الأوراق المالية سهلا مقارنة مع الاستثمار في إقامة المشاريع الكبرى، أين يحتاج المستثمر إلى خبرة و رأس مال كبير، إذ أن الاستثمار في الأوراق المالية متاح للجميع المدخرين مهما كبرت أو صغرت مدخراتهم، و يستفيد المدخر من ربح المؤسسة و كذا من ارتفاع أسعار الأسهم نتيجة لما تحققه المؤسسة من نشاط كما يمكنه تنويع استثماراته و تقليل الخطر باقتناء أنواع مختلفة من الأوراق المالية و لمختلف الشركات.

3- خلق رؤوس أموال جديدة:

بمجرد أن يشتري المستثمر ورقة مالية و يدفع سعرها يرتفع رأسماله الحقيقي بمقدار الزيادة في القيمة السوقية للورقة، كما قد تقوم بعض الشركات باستقطاع جزء من الأرباح السنوية للاحتياجات المختلفة و عندما تجد نفسها بحاجة إلى هذه المبالغ تقوم بتوزيع أسهم مجانية لزيادة رأس مالها، و بالتالي يرتفع رأسمال المساهم.

4- توجيه الاستثمار:

¹ النشار محمد فتح الله ، التعامل بالأسهم، دار الجامعة الجديدة للطبع، الإسكندرية، 2006، ص 46
² وليد صافي ، أنس البكري ، الأسواق المالية و الدولية ، دار المستقل للنشر و التوزيع ، عمان ، 2009 ، ص 236

إن ارتفاع الأسعار بسوق الأوراق المالية يؤدي إلى انخفاض معدلان الفائدة، وهذا ما يجعل المدخرين يبيعون الأوراق المالية و يضعون أموالهم في البنوك أين يكون سعر الفائدة بها مرتفع كسياسة للرفع من الودائع، و هذا ما يمكن تفسيره كون الحالة أو الوضعية التي يكون عليها السوق المالي يؤدي إلى توجيه استثمارات الأفراد نحوه أو نحو البنوك.

5- تشجيع الادخار:

تعمل البورصة، و عن طريق المزايا التي توفرها للمستثمرين، على تشجيع الادخار حيث يمكن لأصحاب الفوائد المالية اقتناء سندات و الحصول على معدلات فائدة ثابتة دون مواجهة خطر عدم التسديد، كما أن إمكانية توفير السيولة في الوقت الذي يزيدو يعتبر حافرا للمدخرين باستثمار أموالهم في البورصة. إن الاقتصاديات التي تتصف أموالها بالنشاط و الحيوية تعمل على إصدار منتجات مالية مختلفة لجلب اكبر عدد من المدخرين و المدخرات و توجيهها نحو الاستثمارات.

6- الوضعية الإعلامية للبورصة:

تسمى السلطات البورصة للحصول على المعلومات الخاصة بالجهات التي تريد الدخول إلى البورصة و تقديمها للمدخرين الذين يرغبون في استثمار مدخراتهم في شراء الأوراق المالية، هذا لان التعامل في البورصات مبني أساسا على المعلومات التي توفرها الشركات المصدرة للأوراق المالية للمستثمرين، و الشركة التي ترفض هذا تعاقب من طرف إدارة البورصة.

7- البورصة مؤشر للحالة الاقتصادية:

تساعد البورصة على التنبؤ بتحديداتها للاتجاهات العامة، فهي تعكس التذبذبات التي تحدث في الاقتصاد، و بالتالي تعتبر البورصة مؤشرا أو بارومتر تقيس التغيرات المحيطة بها و تتأثر بها، و يبدو هذا واضحا على مستويات مختلفة.

*** على مستوى المؤسسة:** حيث تتأثر أسعار الأسهم بالتغيرات التي تحدث داخل المؤسسة، كارتفاع الأرباح و التوزيعات أو خلق وسائل نشاط جديدة الإعلان عن توزيع أسهم مجانية... الخ يحفز ارتفاع قيمة الورقة المالية، كما أن صعوبات تواجه الخزينة، الإعلان عن تخفيض أو إلغاء توزيعات... الخ يؤديان إلى تخفيض قيمة الورقة المالية.

*** على مستوى المدخرين:** إن القرارات الاستثمارية التي يتخذها المدخرين لها دور كبير في تحديد اتجاه الورقة داخل السوق المالي، حيث أن قرار الاحتفاظ بورقة مالية لشركة ما يؤدي إلى الرفع من سعر الورقة المالية و العكس صحيح

*** على مستوى الاقتصاد الوطني :**

تعكس البورصة الحالة الاقتصادية، السياسية و النقدية للوطن، حيث أن ثقل النفقات الجبائية و وضعية النقود و القرض، حركة رؤوس الأموال تمثل عناصر ضغط على اتجاهات البورصة، و بالتالي تعتبر البورصة المرآة العاكسة للقرارات التي قد يتخذها المختصون و المحللون الماليون بخصوص الوقائع الاقتصادية التي يتنبئون وقوعها.

8- تضمن السيولة المدخرات المستثمرين:

إن أهم ما توفره البورصة للمدخرين هو إمكانية هؤلأء التخلي عن الاستثمار والحصول على السيولة متى أرادوا، و هذا بمجرد بيع أوراقهم المالية في البورصة، وما تجدر الإشارة إليه هو انه كلما تمتعت الورقة المالية بنسبة كبيرة من السيولة كلما دل ذلك على أنها في وضعية جيدة.

9- البوصات جهاز رقابة على الشركات المساهمة و إدارتها:

المحيط القانوني الذي تفرضه البورصة على الشركات و كذا المعلومات التي تقوم بنشرها عنها، عامل مهم لرقابة الشركات.

10- تكفل البورصة حرية المساهمة:

إذ يتحدد سعر الورقة على أساس العرض و الطلب عليها في سوق البورصة.

11- ترشد المستثمر لأفضل الأسعار المعلنة:

و هذا عن طريق تقنياتها في نشر جدول الأسعار الخاص بالأوراق المالية وللمستثمر الحرية في اقتناؤه أو عدم اقتناؤه للورقة المالية.

12- الاستمرارية و المرونة:

إمكانية تنفيذ الصفقة المالية بسعر مقارب لسعر الصفقة السابقة و اللاحقة لنفس الورقة، و يتحقق هذا من خلال قوى السوق و قانون القرض و الطلب، و المرونة في امتصاص الهزات و التقلبات يجد أدنى من العقبات¹.

¹ العبد جلال إبراهيم، تحليل الأوراق المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية ، 2003 ، ص ص 30.28

خلاصة الفصل الثاني

إن النمو الاقتصادي و ضمان استمراريته يعتبر من الأهداف الرئيسية للسياسات الاقتصادية في الجزائر , و ترتبط هذه الأخيرة بدرجة كبيرة بأداء و مردودية المؤسسات الاقتصادية التي تعتبر نواة الاقتصاد الوطني و سعيا منها لتوسيع نشاطاتها يتطلب منها توفير الموارد المالية اللازمة لذلك , و قد يكون ذلك عن طريق مواردها الخاصة وهو ما يعرف بالتمويل الذاتي أو من خلال اللجوء إلى الجهاز المصرفي أو الحصول على الموارد المالية من الجمهور سواء كانوا أفراد أو مؤسسات أخرى دون وساطة المؤسسات المالية, وذلك من خلال آلية السوق المالي لما له من دور بالغ الأهمية في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني ,حيث توفر أدوات الأوراق المالية للموارد الحقيقية لتمويل المشروعات ,كما أنه يعد أداة رئيسية لتشجيع التنمية، لذا أولت الكثير من الدول النامية الاهتمام به و السعي لتطويره.

الفصل الثالث

تمهيد :

بعدها تم في الفصلين السابقين دراسة الجوانب النظرية لسوق الأوراق المالية و مدى تأثيرها علي النشاط الاقتصادي و التنمية الاقتصادية .

سيتم في هذا الفصل التطرق إلى الجانب التطبيقي من الدراسة بتسليط الضوء على سوق عمان للأوراق المالية ، و هذا من خلال التطرق الى نشأته و مراحل نشأته و تطوره و كذا هيكلته ، و أهم آليات التداول فيه .

ثم نتطرق إلى دراسة تحليلية لكل من السوقين الأولي الثانوي بسوق رأس المال في الأردن و استخلاص دور هذا السوق في تمويل التنمية الاقتصادية . و هذا خلال الفترة الممتدة من (سنة 2005 إلى سنة 2016) لتوضيح هذه المفاهيم تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث :

المبحث الأول : بطاقة تعريفية لسوق عمان المالي

المبحث الثاني : بورصة عمان للأوراق المالية

المبحث الثالث : دور سوق عمان المالي للأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية للأردن

المبحث الأول : بطاقة تعريفية لسوق عمان المالي

تمثل الأسواق المالية في الدول النامية أداة أساسية من أدوات التنمية الاقتصادية لأثارها الايجابية عليها ، و ذلك من خلال توفير السيولة و زيادة رؤوس الأموال الشركات المدرجة من خلال إصدار أسهم جديدة ، و سيتم التطرق إلى سوق عمان للأوراق المالية الذي سيتم دراسته في هذا المبحث.

المطلب الأول : نشأة و تطور سوق عمان المالي**الفرع الأول : نشأة سوق عمان المالي**

لقد تم إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن وذلك بأسهم هذه الشركات منذ فترة طويلة، حيث كان ذلك من قبل إنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية، فقد بدأ الجمهور الأردني بالاكنتاب بالأسهم والتعامل منذ أوائل الثلاثينات حيث تم تأسيس البنك العربي منذ 1930 كأول شركة مساهمة عامة في الأردن وذلك عام 1938 وشركة التبغ والسجائر الأردنية عام 1931 وشركة الكهرباء الأردنية وذلك عام 1938 وشركة مصانع الإسمنت الأردنية عام 1951، كما تم إصدار إسناد القرض لأول مرة في الأردن في أوائل الستينات. ونتيجة لذلك فقد ظهرت سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية وذلك من خلال مكاتب غير متخصصة مما أدى بالحكومة إلى التفكير جدياً بإنشاء سوق لتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته. كذلك حماية صغار المدخرين وذلك من خلال إيجاد آلية لتحديد السعر العادل للورقة المالية بناء على قوى العرض والطلب.

ولقد دعت خطط التنمية الاقتصادية إلى إنشاء هذا السوق، حيث قام البنك المركزي خلال عامي 1975 و 1976 وذلك بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية المنبثقة عن البنك الدولي بإجراء دراسات تبين حجم الاقتصاد الوطني ومساهمة القطاع الخاص فيه من خلال الشركات المساهمة العامة وتوزيع مساهمته فيها على عدد كبير من المستثمرين.

فقد صدر القانون المؤقت رقم (31) لسنة 1976 ، والذي تم بموجبه تشكيل لجنة تأسيس ما كان يعرف بسوق عمان المالي بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 16/03/1977 ، وبأشرت اللجنة مهمتها منذ ذلك التاريخ كما باشر السوق أعماله بتاريخ 1978/01/01 وكان القانون قد حدد أهداف السوق ، وذلك بتنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني وتنظيم إصدار الأوراق المالية .

و أوكل لهذا السوق القيام بدورين أساسيين هما دور الهيئة المنظمة لسوق رأس المال، والقيام بدور البورصة التقليدية للأوراق المالية.

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

وقطع السوق منذ إنشائه وحتى تأسيس بورصة عمان شوطا طويلا ومراحل، فقد ارتفع حجم التداول في السوق الثانوية من (9.7) مليون دينار عام 1978، ليصل إلى (3.2) مليار دينار في عام 2016، كما تجاوزت القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها الحالية حوالي (17.3) مليار دينار مقارنة مع حوالي (286) مليون دينار في نهاية عام 1978. كما ارتفع عدد الشركات المدرجة من (66) شركة لعام 1978 إلى (224) شركة في عام 2016 .

الفرع الثاني : مراحل تطور السوق المالي

مر سوق المال في الأردن بعدة مراحل امتدت منذ عقد الثلاثينات، الذي شهد إنشاء بعض شركات المساهمة العامة لحين إنشاء بورصة عمان للأوراق المالية بموجب قانونها المؤقت رقم 3 لسنة 1976، لتطلع بدور السوق المنظمة للأوراق المالية و مر تطور سوق عمان المالي بفترات نقسمها كالتالي :

- الفترة الأولى 1960-1930
- الفترة الثانية 1976-1960
- الفترة الثالثة 1990-1976
- الفترة ما بعد 1990

1- الفترة الأولى : من سنة 1930 إلى سنة 1960

اتصفت هذه المرحلة بوجود أدوات مالية محددة، كما اتصفت أيضا بعدم وجود الأنظمة و القوانين التي تحكم العمل بهذه الأدوات وتنظيمها فقد شهد عقد الثلاثينات إنشاء عدد محدود من الشركات المساهمة العامة في الأردن، فقد تم تأسيس البنك العربي سنة 1930 كأول شركة مساهمة عامة في الأردن، ثم شركة التبغ والسجائر الأردنية سنة 1931 ثم تبعها تأسيس شركة الكهرباء الأردنية عام 1938 و قد شهد عقد الثمانينات إنشاء شركة مصانع الاسمنت الأردنية و ذلك عام 1951 و تجدر الإشارة هنا أنه رغم إنشاء هذه الشركات و اكتتاب الجمهور الأردني بأسهمها، إلا أنه لم يجر تنظيم قانون لهذه الشركات أو تداول أسهمها الأمر الذي أدى إلى ظهور سوق غير منظمة لتداول أسهم هذه الشركات من خلال مكاتب غير متخصصة .

2- الفترة الثانية : من سنة 1960 إلى سنة 1976

توجت هذه الفترة بأول إصداريه لإسناد القرض وذلك عام 1961 و شهدت هذه الفترة تطورا ملحوظا بعد وضع الخطة الخماسية للبرنامج التنموي في الأردن وللمدة المتراوحة بين 1962-1967، فقد تضمنت هذه الفترة طرح سندات لمجموعة من المشاريع الحكومية ، و إصدار قانون الدين العام و الذي هدف الى خلق سوق لرأس المال في الأردن لتمول مشاريع التنمية الاقتصادية و الاجتماعية ، و في عام 1969 تم إصدار أدونات الخزينة لسد العجز ما بين إيرادات الحكومة و نفقاتها ، و قد شهدت المدة (1961.1969) وضع خطة هدفها الرئيسي هو زيادة الادخار الخاص في المملكة ، و جذب المدخرات الأجنبية إلى الأردن لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية كما شهدت الفترة انتشار بعض الشركات المالية .

3- الفترة الثالثة : ما بعد 1976

توجت هذه الفترة بإنشاء سوق عمان المالي بموجب القانون رقم 31 لسنة 1976 حيث تم تشكيل لجنة إدارة السوق بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 16/03/1977 و باشرت اللجنة أعمالها منذ ذلك التاريخ ، كما باشر السوق أعماله في 1/04/1978 .

و لقد جاءت نشأة هذا السوق كنتيجة حتمية لما شهده الاقتصاد الأردني ، و مساهمة القطاع الخاص من خلال شركات المساهمة العامة بهدف تنمية المدخرات و توجيهها لخدمة الاقتصاد الوطني ، و تنظيم إصدار الأوراق المالية و تداولها بما يكفل سلامة التعامل و سهولته و سرعته ، و بما يضمن حماية صغار المدخرين و ذلك من خلال إيجاد آلية لتحديد السعر العادل للورقة المالية بناء على قوى العرض و الطلب . كما شهدت الفترة وضع خطة خماسية للأعوام 1976-1980 حيث تضمنت الخطة فصلا كاملا عن الجهاز المصرفي و كيفية تنظيمه و كذلك عن السياسة النقدية ، و الدعوة إلى مشاركة أكبر في الاقتصاد الوطني من قبل القطاع الخاص¹.

- هذا و قد شهدت هذه الفترة تطورات خاصة بعد عام 1980 و توجت بمجموعة من الأحداث أهمها ما يلي .
- خلق السوق الموازية و ذلك نتيجة لارتفاع عدد الأسهم المتداولة منذ عام 1985 .
- اندماج العديد من الشركات المدرجة في السوق و في كافة القطاعات المتعلقة بالصناعة و الخدمات و البنوك و ذلك بهدف زيادة حجمها و قوتها .
- التوسيع في إصدار القرض للشركات و المؤسسات العامة و كذلك توسع البنك المركزي في إصدار سندات التنمية .
- البدء بتداول سندات الخزينة اعتبار من سنة 1988.
- إصدار قانون الشركات رقم 22 سنة 1997.
- إصدار قانون الأوراق المالية رقم 76 سنة 2002.

¹ أرشد فؤاد التميمي ، أسامة عزمي سلام ، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل و إدارة ' ، دار المسيرة للنشر و التوزيع ، الأردن ، 2004 ، ص ص 154

و يسعى سوق عمان إلى تحقيق العديد من الأهداف و هي :

- 1- تنمية الادخار المحلي عن طريق تشجيع الاستثمار بالأوراق المالية و توجيه المدخرات نحو مشاريع التنمية الاقتصادية .
- 2- تنظيم و مراقبة إصدار الأوراق المالية و التعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل و و سهولته و سرعته مما يضمن مصلحة البلاد المالية و حماية صغار المدخرين .
- 3- جمع الإحصائيات و المعلومات اللازمة و تبويبها لغرض تقييم أداء السوق المالية و اتخاذ ما يلزم في سبيل معالجة الاختلالات و تفعيل دورها الاقتصادي في البلد.¹

المطلب الثاني : هيكل سوق عمان المالي

تبنت الحكومة الأردنية سياسة إصلاح شاملة لسوق رأس المال تقوم على أساس البناء على ما تم إنجازه خلال العشرين سنة الماضية، وذلك تعزيزاً لنمو القطاع الأهلي 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 و التقاص 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.

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 سيتترك 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:

- 1- هيئة الأوراق المالية Jordan Securities Commission
- 2- بورصة عمان / سوق الأوراق المالية Amman Stock Exchange
- 3- مركز إيداع الأوراق المالية Securities Depository Center

¹ الهام وحيد دحام ، فعالية أداء السوق المالي و القطاع المصرفي في النمو الاقتصادي مركز القوم للإصدارات القانونية مصر ، 2009 ، ص 72.

الفرع الأول : هيئة الأوراق المالية

تهدف الهيئة إلى مراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها وتنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات التي تخضع لرقابتها وهي البورصة ومركز الإيداع ومعتمدي المهن المالية. كما تهدف الهيئة إلى تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين.

وتتمتع هيئة الأوراق المالية باستقلال مالي وإداري وترتبط برئيس الوزراء، مما يعزز من دورها المستقبلي ويمكنها من تحقيق أهدافها الرقابية على سوق رأس المال بكفاءة عالية. وللهيئة مجلس مفوضين مكون من خمسة أعضاء متفرغين، حيث تتمثل صلاحيات المجلس في إعداد مشاريع القوانين والأنظمة المتعلقة بالأوراق المالية والموافقة على الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بالبورصة والمركز، هذا بالإضافة إلى منح التراخيص المصدرة بموجب القانون وتحديد حدود للعمليات التي تتقاضاها شركات الخدمات المالية وأعضاء المركز. كذلك اعتماد المعايير المحاسبية والتدقيق للجهات الخاضعة لرقابتها وكذلك المعايير الواجب توفرها في مدققي الحسابات المؤهلين للتدقيق على الجهات الخاضعة لرقابتها¹.

الفرع الثاني : مركز إيداع الأوراق المالية

تم إنشاء هذا المركز بتاريخ 10/5/1999 و يتولى مهام تسجيل و نقل ملكية الأوراق المالية المتداولة في البورصة و تعمل على تسوية أثمان تلك الأوراق ما بين الوسطاء الماليين و تهئى هذه المناخ الملائم للاستثمارات فضلا عن دورها في تخفيض تكلفة الاستثمار في رفع كفاءة تسوية الأثمان².

وعلى أية حال تمر نشاطات مركز إيداع الأوراق المالية بالمراحل الآتية³:

- مرحلة نظام تسجيل الأوراق المالية REGISTRY SYSTEM
- مرحلة نظام إيداع الأوراق المالية DEPOSITORY SYSTEM
- مرحلة نقل أو تسوية الأوراق المالية CLEARING SYSTEM
- مرحلة تسوية الأوراق المالية SETTLEMENT SYSTEM
- مرحلة الخدمات المساندة SUPPORTED SERVICES

¹ الموقع الرسمي لبورصة عمان www.ase.com.jo

² هوشيار معروف ، الاستثمارات و الأسواق المالية دار الصفاء للنشر و التوزيع عمان 2009 ، ص 305

³ نفس المرجع ، ص 305

• مواعيت التداول :

يتم تنفيذ أوامر الشراء و البيع خلال ساعات التداول في القاعة المخصصة لهذه الغاية طيلة أيا الأسبوع باستثناء الجمعة و السبت و ذلك وفق المواعيد التالية :

جدول رقم (01)

مراحل و أوقات تداول السوقيين الأولي و الثانوي و سوق حقوق الاكتتاب و سوق السندات.

08:30 - 10:00	مرحلة الاستعلام
10:00 - 10:30 ±	مرحلة ما قبل الافتتاح
10:30 ±	مرحلة الافتتاح
10:30 - 12:30 ±	مرحلة التداول المستمر
12:30 - 12:40 ±	ما قبل الإغلاق
12:40 ±	مرحلة الإغلاق
12:40 - 12:50	مرحلة التداول على سعر الإغلاق
12:50 - 13:00	مرحلة الصفقات
13:00	مرحلة نهاية السوق

المصدر موقع الالكتروني لبورصة عمان

جدول رقم (02)

مراحل و أوقات جلسات السوق الثالث

8:30 - 9:45	مرحلة ما قبل الافتتاح
9:54 - 9:50 ±	مرحلة الافتتاح
09:50 - 10:10 ±	مرحلة التداول المستمر
10:10 - 10:15	ما قبل الإغلاق
10:15 ±	مرحلة الإغلاق
12:50 - 13:00	مرحلة الصفقات
13:00	مرحلة نهاية السوق

المصدر موقع الالكتروني لبورصة عمان

كما يتم التداول بالأسهم على أساس الوحدة ، و يجوز لأسعار الأسهم أن تتحرك بوحدات نقدية عددها عشرة فلوس و مضاعفتها ، على أن لا تتجاوز التغير في سعر السهم (5%) من سعر الافتتاح و ذلك للحد من حدة المضاربة في أسعار الأسهم حفاظا على صغار المستثمرين ، كما يتم إجراء التسويات بين الوسطاء و عمولاتهم يوميا¹.

¹ رسمية، أحمد أبو موسى ، مرجع سابق، ص 86

الفرع الثالث : بورصة عمان

تولت بورصة عمان اعتباراً من 1999/3/11 مهامها كمؤسسة أهلية مستقلة إدارياً ومالياً ولا تهدف إلى الربح، وكجهة وحيدة مصرح لها مزاوله العمل كسوق نظامي لتداول الأوراق المالية في المملكة الأردنية الهاشمية تخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية وذلك استناداً الى 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.

لقد جاء إصدار قانون الأوراق المالية لعام 1997 في الأردن بهدف إعادة هيكلة وتنظيم سوق رأس المال الأردني واستكمال البنية التحتية لسوق الأوراق المالية ليوافق الأسواق المالية الدولية. ويكمن 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 شُكلت 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.

وفي 20 شباط 2017 تم تسجيل بورصة عمان كشركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة، وتعتبر شركة بورصة عمان الخلف القانوني العام والواقعي لبورصة عمان. وتدار شركة بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء يعينهم مجلس الوزراء ومدير تنفيذي متفرغ يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة¹.

المطلب الثالث : مميزات سوق عمان المالي

تعمل القاعدة الكبيرة و المتنوعة في سوق عمان المالي سواء كانوا أفراد أو شركات أو مؤسسات استثمارية على دفع السوق باتجاه أحد أفضل الأسواق المالية في الوطن العربي. و يوجد حالياً 28 شركة وساطة عامة تقوم بمهام شراء و بيع الأوراق المالية لصالحها أو لصالح عملائها مقابل عمولة محددة كما يوجد 17 شركة مساهمة خصوصية محدودة المسؤولية تعمل أيضاً على بيع و شراء الأوراق المالية لصالحها و لصالح عملائها ، أما الشركات الثلاث المتبقية فهي على شكل شركات تضامن تقوم فقط بأعمال الوساطة لصالح عملائها .

و قاعدة المساهمين في سوق عمان المالي كبيرة و متنوعة ، و يشكل الأفراد حوالي 50% من مجموع المساهمين في حين تشكل المؤسسات المختلفة النسبة المتبقية و أهم هذه المؤسسات الاستثمارية في الأردن و

¹ الموقع الرسمي لبورصة عمان www.ase.com.jo

المشاركة في سوق عمان المالي هي : مؤسسة الضمان الاجتماعي للمؤسسة الأردنية للاستثمار التي تتولى إدارة استثمارات الحكومة ، البنوك ، شركات التأمين ، صناديق الادخار .

إن التعامل في سوق عمان المالي مفتوح لغير الأردنيين ، و قد شهد سوق عمان المالي طلبا متزايدا من المؤسسات المالية الدولية للاستثمار في الأوراق المالية المدرجة في السوق و ذلك نظرا لارتفاع نسبة سوق عمان المالي مقارنة بالأسواق الناشئة الأخرى .

على الرغم من أن المستثمرين الأجانب يحق لهم التعامل بالأوراق المالية الأردنية إلا أن ملكيتهم لا يجب أن تتجاوز 49% من رأس المال المدفوع لأي شركة ، كما لا يجوز للمستثمرين الأجانب تحويل الأموال و الأرباح الرأسمالية إلى الخارج بدون عوائق¹ .

¹ ظاهر حيدر جردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 1997 ص 193

المبحث الثاني : بورصة عمان للأوراق المالية

يعد إنشاء بورصة عمان للأوراق المالية من الخطوات الهامة في مسار تطوير القطاع المالي في الأردن و ذلك بهدف استغلال أفضل للموارد المالية المتاحة من خلال توفير سوق ملائمة لتداول الأوراق المالية ، فقد تأسست بورصة عمان في 11/03/1999 كمؤسسة مستقلة لا تهدف الى الربح و تدار من قبل القطاع الخاص ، و مصرح لها بالعمل كسوق منظمة لتداول الأوراق المالية في المملكة الأردنية . و في هذا المبحث سيتم القيام بنظرة عامة حول بورصة عمان من خلال التطرق إلى إطارها التنظيمي و تحديد أهدافها و الجهات المتعاملة فيها و الأوراق المالية المتداولة فيها إضافة إلى دورها في توفير المعلومات .

لمطلب الأول : الإطار التنظيمي لبورصة عمان

الفرع الأول: الهيئة العامة

تتألف الهيئة العامة للبورصة من الأعضاء المسددين لرسوم الانتساب للبورصة و رسوم الاشتراك السنوية فيها و يكون لكل عضو صوت واحد في اجتماعات الهيئة العامة التي تجتمع اجتماعا عاديا في كل سنة على أن لا يتجاوز نهاية شهر أبريل¹.

تجتمع الهيئة العامة اجتماعا غير عادي عند الحاجة إلى النظر في أمور معينة بدعوة من مجلس الإدارة أو بناء على طلب خطي موقع من أكثرية أعضائها ، و على مجلس الإدارة دعوة الهيئة العامة لذلك الاجتماع خلال ثلاثة أسابيع من تاريخ تسلم الطلب ، تكون صلاحيات الهيئة العامة في اجتماعاتها النظر في الأمور المتعلقة بالبورصة و مناقشتها و اتخاذ القرارات المناسبة تجاهها ، بما في ذلك ما يلي² :

- 1- مناقشة تقرير مجلس الإدارة عن أعمال البورصة و خططها المستقبلية .
- 2- الاستماع إلى تقرير مدقق حسابات البورصة عن ميزانيتها و حساباتها الختامية و أوضاعها المالية .
- 3- مناقشة الميزانية السنوية و حسابات الإيرادات و المصاريف و التدفقات النقدية للسنة المالية المنتهية و الموافقة عليها .
- 4- انتخاب أعضاء مجلس الإدارة وفقا لأحكام هذا النظام .
- 5- أي موضوع آخر أدرجه مجلس الإدارة في جدول أعمال الاجتماع .

¹ المادة 13 من النظام الداخلي لبورصة عمان ، الموقع الرسمي لبورصة عمان <http://www.ase.com.jo> / تاريخ الاطلاع ، 20/04/2017

² المادة 14 من النظام الداخلي لبورصة عمان ، الموقع الرسمي لبورصة عمان ، <http://www.ase.com.jo> / تاريخ الاطلاع 20/04/2017

6- أي أمور أخرى يقترحها أحد الأعضاء ، و تقرر بأغلبية الأعضاء الحاضرين في الاجتماع .

الفرع الثاني: مجلس الإدارة

يتألف مجلس إدارة البورصة من سبعة أشخاص ، أربعة أعضاء يمثلون الوسطاء ، ثلاثة أعضاء من القطاع الأهلي من ذوي الخبرة في مجالات القانونية و المالية و الاقتصادية يعينهم المجلس ، تكون مدة عضوية أعضاء مجلس الإدارة المنتخبين ثلاث سنوات ، و لا يجوز انتخابهم لأكثر من دورتين متتاليتين ، ينتخب مجلس الإدارة في أول جلسة يعقدها رئيسا له و نائبا للرئيس من بين الأعضاء المعينين من قبل المجلس¹ .

الفرع الثالث : المدير التنفيذي

يتم اختيار المدير التنفيذي من بين الأشخاص ذوي الكفاءة و الخبرة في المجالات الاقتصادية و المالية ، على أن تتوفر فيه الشروط التالية²:

- 1- أن يكون أردني الجنسية
- 2- أن يكون متمتعا بالأهلية الكاملة
- 3- أن تكون له خبرة لا تقل عن 15 سنة
- 4- أن يكون حاصلا على الشهادة الجامعية الأولى كحد أدنى
- 5- أن لا يكون قد صدر بحقه حكم بجناية أو جنحة مخلة بالشرف أو الثقة أو بعقوبة تأديبية لأسباب تمس الشرف و أن لا تكون خدمته في أي وظيفة قد انتهت أو انقطعت صلته بها أسباب ماسة بالشرف أو الثقة .
- 6- يتولى المدير التنفيذي جميع الشؤون الإدارية و المالية و الفنية للبورصة ، و يكون مسئولا أمام مجلس الإدارة عن ذلك و تتمثل المهام في³ :

1. متابعة تنفيذ أحكام القانون و الأنظمة و التعليمات و القرارات الصادرة بمقتضاه ، و الأنظمة الداخلية و التعليمات الصادرة عن البورصة .
2. تنفيذ القرارات الصادرة عن مجلس الإدارة
3. الرقابة على عمليات التداول المنفذة في البورصة بما في ذلك إلغاء أو تعديل أي عملية جرت خلافا للقانون أو الأنظمة و التعليمات المعمول بها
4. التوقيع على كافة الوثائق و المراسلات لتسيير أعمال البورصة

¹ المادة 17 من النظام الداخلي لبورصة عمان ، الموقع الرسمي لبورصة عمان ، <http://www.ase.com.jo> تاريخ الاطلاع 2017/04/20

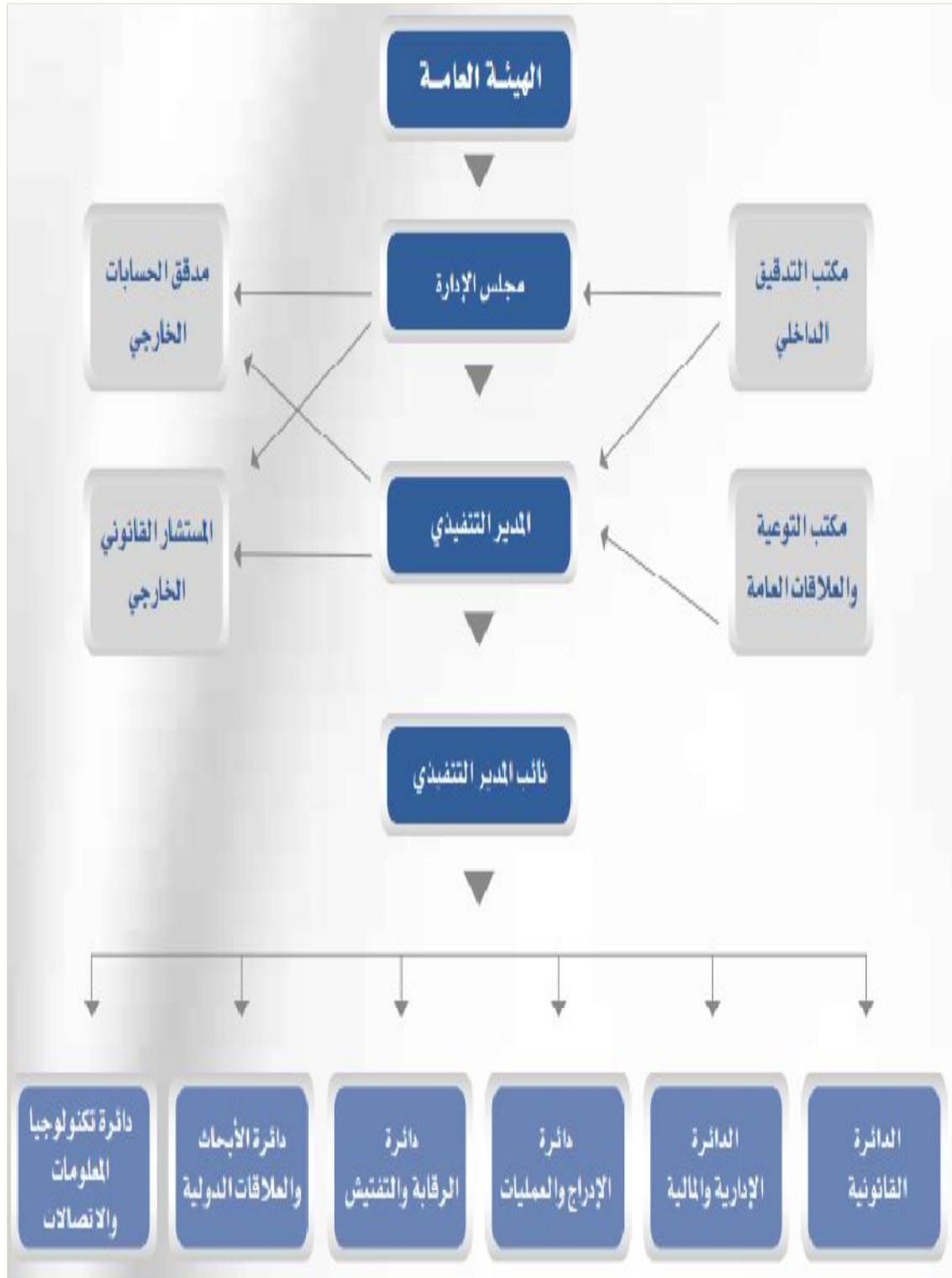
² المادة 24 من النظام الداخلي لبورصة عمان ، الموقع الرسمي لبورصة عمان ، <http://www.ase.com.jo> تاريخ الاطلاع 2017/04/20

³ المادة 27 من النظام الداخلي لبورصة عمان ، الموقع الرسمي لبورصة عمان ، <http://www.ase.com.jo> تاريخ الاطلاع 2017/04/20

5. تعيين الموظفين في البورصة وفقا لأحكام نظام موظفي البورصة
 6. متابعة حسن سير الأعمال في البورصة و حسن أداء موظفيها و جهازها الإداري
 7. تحضير مشروع موازنة البورصة و تقديمه إلى مجلس الإدارة قبل ثلاثين من شهر نوفمبر من كل سنة .
 8. تقديم الحسابات الربع سنوية إلى مجلس الإدارة
 9. تقديم الميزانية و الحسابات الختامية للسنة المالية المنتهية إلى مجلس الإدارة قبل نهاية شهر فيفري من العام اللاحق.
 10. ممارسة جميع الصلاحيات و الأعمال الأخرى التي يعهد مجلس الإدارة بها إليه
 11. تزويد الهيئة بنسخ من قرارات الهيئة العامة و مجلس الإدارة
- و يتولى نائب المدير التنفيذي صلاحيات المدير التنفيذي في حال غيابه أو شغور منصبه ، للمدير التنفيذي حق تفويض أي من صلاحياته لأي موظف رئيسي في البورصة بموافقة مجلس الإدارة ، على أن يكون التفويض محددًا و خطي

شكل رقم (05)

الهيكل التنظيمي لبورصة عمان



المصدر الموقع الرسمي لبورصة عمان www.ase.com.jo

المطلب الثاني : تقسيمات بورصة عمان للأوراق المالية و الأدوات المتداولة فيها**الفرع الأول : تقسيمات بورصة عمان للأوراق المالية**

تتألف بورصة عمان للأوراق المالية مما يلي :

أولاً / السوق الأولي

و هو السوق المختص بالإصدارات الجديدة للشركات التي تستوف شروط الإدراج و تشمل هذه الإصدارات كل من إصدارات الأسهم و السندات للشركات القائمة و حديثة التأسيس ، و يتم تسعير هذه الإصدارات من خلال اللجنة تسعى لسمي لجنة الإصدارات و تشير الأرقام في السوق إلى ارتفاع نسبة الإصدارات الأولية مما يعكس نزوج السوق و زيادة ثقة الجمهور به .

ثانياً / السوق الثانوي

يختص هذا السوق بالتعامل في الأوراق المالية المصدرة أصلاً في السوق الأولي ، ليتم بيعها و شراءها في هذا السوق و ينقسم السوق الثانوي الى أربعة أسواق فرعية هي :

أ- **السوق النظامية** : و يتمثل في ذلك الجزء من السوق الذي يتم من خلاله تنظيم التعامل في قاعة التداول بأسهم الشركات المدرجة في السوق ، و تخضع البورصة لإشراف هيئة الأوراق المالية التي ترتبط مباشرة برئيس الوزراء .

و شروط و متطلبات إدراج أسهم المساهمة العامة الأردنية في السوق النظامي هي :

- أن يكون قد مضى عام كامل على إدراج أسهمها في السوق الموازي
- أن تكون المؤسسة قد بدأت بممارسة نشاطها الفعلي الطبيعي
- أن لا يقل صافي حقوق المساهمين في نهاية السنة المالية التي تسبق طلب الإدراج عن 75 % من رأس المال المدفوع
- أن تقدم الشركة التقرير السنوي الذي يظهر الميزانية العامة في نهاية سنتها المالية التي سبقت طلب الإدراج و كذلك حساباتها الختامية الأخرى و تقرير مدقق الحسابات و البيانات الإضافية المتعلقة بتلك السنة و أن تلتزم بنشر هذه البيانات في صحيفتين يوميتين و لمدة سنة واحدة على الأقل .
- أن يكون قد تم تداول 10 % من مجموع السهم المكتتب بها على الأقل خلال عام في السوق الموازي .

ب- **السوق الموازي** : و يتمثل بذلك الجزء من السوق الذي يشهد التعامل بأسهم الشركات التي لا تلبي تماما شروط الإدراج في السوق النظامي و هو بذلك يوفر السيولة اللازمة للشركات ، أما عن شروط الإدراج فهي أشد شدة من شروط السوق النظامي و هي كما يلي :

- أن تكون شركة مساهمة عامة
- أن يكون مدفوع 45 % من قيمة الاسمية للسهم
- أن لا يقل صافي المساهمين عن 40 % من رأس المال المدفوع
- أن يكون قد مضى على تاريخ منح الشركة الشروع في العمل مدة سنة كاملة
- أن تقدم الشركة التقرير السنوي الذي يظهر الحسابات في الميزانية العامة للشركة و كذلك الحسابات الختامية و تقرير مدقق الحسابات .

ج- **سوق السندات** : و تشمل سندات التنمية و إسناد القرض و أدونات و سندات الخزينة و يعتبر هذا السوق ضيقا يتراوح حجم التداول فيه من 6 مليون دينار إلى 37 مليون دينار .

د- **التحويلات خارج القاعة** : تتكون من التحويلات العائلية من الدرجة الأولى حتى الثالثة و التحويلات الأردنية و التحويلات خارج المملكة بالإضافة إلى تحويلات الشركات غير المدرجة و تتم التعاملات من خلال الدائرة القانونية و عمولات هذا السوق هي أقل من العمولات التي يتم تقاضيها داخل القاعة¹

ثالثا / السوق الثالث

و يمثل ذلك السوق الذي يتم من خلاله التعامل بالأوراق المالية غير المدرجة في البورصة أما بسبب انخفاض صافي حقوق المساهمين فيها إلى ما دون 25 % من رأس المال المدفوع أو بسبب صدور قرار بتصفية الشركة.²

هذا و تلعب بورصة عمان دورا هاما في تزويد المستثمرين بمعلومات دورية تتعلق بالشركات المدرجة و ذلك من خلال إصدار العديد من النشرات و التقارير التي تتضمن ما يلي³:

¹ عبد الحفيظ خزان ، تفعيل دور الأسواق المالية و أثرها على النمو الاقتصادي - دراسة حالة بورصة عمان من 2002 إلى 2013 ، مذكورة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير تخصص أسواق مالية و بورصات ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير قسم علوم اقتصادية

جامعة محمد خيضر بسكرة ، ص ص 130 ، 131

² مطر محمد ، إدارة الاستثمارات (الإطار النظري و التطبيقات العملية)، دار وائل للنشر ، الأردن ، 2004 ، ص 176

³ نفس المرجع السابق ، ص 177 ، 178

- 1- التقرير السنوي للبورصة و الذي يتضمن تحليلا موجزا عن الوضع الاقتصادي بشكل عام و عن انعكاساته على أداء السوق و كذلك موجزا عن أداء البورصات العالمية و العربية و عن حركة التعامل في السوقين الأولي و الثانوي .
- 2- دليل الشركات المساهمة و ينشر سنويا متضمنا معلومات عامة عن الشركات المدرجة في البورصة و كذلك البيانات المالية المقارنة المنشورة لتلك الشركات و بعض النسب المالية الهامة لتلك الشركات .
- 3- النشرة الإحصائية الشهرية التي تحمل بيانات عن حركة التداول و إهمال مؤشرات الإحصائية الرئيسية لنشاط البورصة و كذلك الرقم القياسي لأسعار الأسهم مرجحا بالقيمة السوقية و كذلك نشرة عن سوق السندات .
- 4- نشرة أسعار الأسهم و التي تصدر يوميا متضمنة بيانات عن أسعار الأسهم و أحجام التداول و كذا الرقم القياسي لأسعار الأسهم كما تحمل معلومات عن أسعار الافتتاح و و أسعار الإغلاق و مقدار التغير في السعار .
- 5- كما تقدم البورصة معلومات على مستوى موقعها الإلكتروني معلومات مستمدة من حركة التداول اليومية للأسهم و ذلك إضافة إلى معلومات عن مؤشرات أداء الشركات المدرجة في البورصة للفترة الحالية و الفترات السابقة .

الفرع الثاني : الأدوات المتداولة في بورصة عمان للأوراق المالية

يتم التداول في بورصة عمان للأوراق المالية بأسهم شركات المساهمة العامة ، و الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار و سندات التنمية الحكومية ، بالإضافة لأذونات و سندات الخزينة و كذلك اسنادات القروض الصادرة من المؤسسات العامة و شركات المساهمة العامة و بموجب قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002 فان تعريف الأوراق المالية يشمل¹:

1. أسهم الشركات القابلة للتحويل و التداول .
2. إسناد القرض الصادرة عن الشركات .
3. الأوراق المالية الصادرة عن الحكومة أو المؤسسات الرسمية العامة أو المؤسسات العامة و البلديات .
4. إيصالات إيداع الأوراق المالية .
5. الأسهم و الوحدات الاستثمارات في صناديق الاستثمار المشترك .
6. إسناد خيار المساهمة .
7. العقود آنية التسوية و العقود آجلة التسوية .

¹ عبد الحفيظ خزان ، مرجع سابق الذكر ، ص 126

8. عقود خيار الشراء و عقود خيار البيع .

المطلب الثالث : أهداف بورصة عمان للأوراق المالية

تهدف بورصة عمان بشكل رئيس إلى توفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وترسيخ أسس التداول العادل، وذلك من خلال ما يلي¹:

- 1- وضع وتطبيق الإجراءات وأساليب العمل الكفيلة بضمان تداول كفؤ وشفاف.
- 2- توفير أنظمة إلكترونية ووسائل ربط وقاعات مجهزة بالأدوات والوسائل التقنية الحديثة.
- 3- مراقبة عمليات التداول في السوق والتنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات.
- 4- فرض عقوبات تأديبية على أعضائها والأشخاص المرتبطين بهم المخالفين لأحكام القانون و التعليمات الصادرة بمقتضاه .
- 5- وضع معايير للسلوك المهني.
- 6- وضع معايير التدريب والخبرة والكفاءة الإدارية لأعضائها.
- 7- سلامة التعامل بالأوراق المالية.
- 8- سهولة وسرعة التبادلات.
- 9- وضع آلية لتحديد أسعار الأوراق المالية.²
- 10- حماية صغار المدخرين .

¹ حليلة عبد الكبير ، أثر التضخم على أسواق المالية ، دراسة حالة بورصة عمان من 1978 ال 2013 ، مذكرة ماستر أكاديمي في العلوم

الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير جامعة محمد بوضياف ، المسيلة ، ص 66

² بلجبلية سمية، أثر التضخم على عوائد السهم، مذكرة ماجستير ،في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري

قسنطينة ، 2010 2011 ، ص 164 .

المبحث الثالث : دور سوق عمان المالي للأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية للأردن خلال الفترة 2005/2016

للقوف على تأثير الأسواق المالية في الاقتصاد الأردني سيتم في هذا المبحث عرض نشاط كل من الأسواق الأولية و الثانوية و كذا القيام بدراسة تحليلية لمؤشرات بورصة عمان للأوراق المالية (2005 ، 2016).

المطلب الأول : واقع السوق الأولية لبورصة عمان

يسمح تتبع نشاط السوق الأردني في معرفة الدور الذي يلعبه السوق المالي الأردني في نمو الاستثمارات و تأثيره على التنمية الاقتصادية .

- قيمة إصدارات السوق الأولية في بورصة عمان للأوراق المالية

جدول رقم (03)

توزيع إصدارات السوق الأولية لسوق عمان للأوراق المالية للفترة 2005 ، 2016

الفترة	أسهم	أذونات و سندات خزينة	مؤسسات عامة	إسناد قرض	المجموع
2005	888 825 951	540 000 000	74 000 000	60 600 000	1 563 425 951
2006	2 408 835 009	800 000 000	43 000 000	70 750 000	3 322 585 009
2007	885 771 902	1 142 500 000	46 000 000	168 700 000	2 242 971 902
2008	827 957 704	2 981 200 000	128 000 000	141 750 000	4 078 907 704
2009	317 321 922	4 191 000 000	138 500 000	151 750 000	4 798 571 922
2010	119 281 271	4 641 300 000	268 500 000	93 768 170	5 122 849 441
2011	136 671 251	4 110 900 000	801 380 000	38 000 000	5 086 951 251
2012	144 825 273	5 622 500 000	369 000 000	101 200 000	6 237 525 273
2013	45 979 161	5 493 395 000	180 000 000	81 500 000	5 800 874 161
2014	65 818 338	6 135 000 000	82 500 000	86 725 000	6 370 043 338
2015	40 545 362	3 275 000 000	20 000 000	92 500 000	3 428 045 362
2016	178 242 008	6 802 177 900	83 000 000	166 000 000	7 229 419 908

المصدر من إعداد الطالبة بناء على بيانات إصدارات السوق الأولية ، التقارير السنوية لبورصة عمان من 2005 إلى 2016 .

نلاحظ من خلال لجدول أعلاه أن السوق شهدت إصدارات ضخمة من الأسهم نشطت سوق الإصدار الأولي و الذي يؤثر على الناتج المحلي الخام و بالتالي و بالتالي خلق فرص عمل و هو ما يؤدي إلى تحسين أداء مختلف القطاعات لذا يجب الإشارة إلى الدور الذي لعبه سوق عمان المالي في أداء الاقتصاد الأردني و هذا من خلال مساهمته في استقطاب استثمارات كبيرة من طرف المستثمرين الأردنيين و غير الأردنيين سواء من خلال مشاركتهم في الاكتتاب باسم الشركات الحديثة التي طرحت للاكتتاب العام أو مشاركتهم في زيادة رؤوس الأموال الشركات القائمة و التي يملكون حصة من رأسمالها و منها مثلا المشاركة الهامة و الكبيرة في زيادة رأس مال البنك العربي و حيث ساهمة الأموال التي تم الاكتتاب بها و تجميعها بالعملات الأجنبية في زيادة احتياطات الأردن من العملة الصعبة مما عزز ميزان المدفوعات و ساهم باستقرار سعر الصرف إضافة إلى مساهمتها في زيادة حجم الودائع إلى البنوك الأردنية و انعكاس نمو الودائع على حجم الإقراض و بالتالي المساهمة في دفع التنمية .

و بالتفصيل في طبيعة هذه الإصدارات نجد توجه المصدرين نحو إصدار السندات أي هيمنة إصدار السندات على إصدارات أوراق رأس المال ، حيث سجل إصدار الأسهم سنة 2016 (178 242 008 دينار أردني) بينما بلغ حجم إصدار السندات في نفس السنة (6 802 177 900 دينار أردني)¹.

المطلب الثاني : أداء السوق الثانوي لبورصة عمان للأوراق المالية

إن تحديد المؤشرات المصممة بعناية من أجل قياس حالة السوق ككل أو جزء منها . من شأنها أن تكون مرآة عاكسة لتطور هذا السوق ، الذي يعكس هو الآخر حالة الاقتصاد للدولة ، و من ثم التنبؤ بالحالة الاقتصادية المستقبلية و تقادي الأزمات المالية التي قد تصيبها .

و يعرف المؤشر على أنه قيمة عددية يقاس بها التغير في الأسواق المالية ، و يقيس تحركات الأسعار الأسهم و السندات و غيرها ارتفاعا أو انخفاضاً الأمر الذي يعكس سعر السوق و اتجاهها².

و يساعد في تلخيص حركة النشاط الاقتصادي عبر صورة كمية يسهل استخدامها بشكل سريع و بالتالي التعرف على الأداء الاقتصادي ممكنا نسبيا من خلال تغيرات مؤشرات السوق . كما يستخدم لأغراض بناء التوقعات التي تعد أساس القرار الاستثماري ، و يلخص المؤشر أداء السوق

¹ حليلة عطية ، دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات دراسة حالة بورصة عمان 2008 ، 2013 مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص الأسواق المالية و البورصات ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ، جامعة محمد خيضر بسكرة 2013، 2014 ص ص 195 ،

الإجمالي، حيث يتكون المؤشر من الشركات في كل القطاعات المختلفة للاقتصاد، لذلك فهو يمثل أسلوباً سهلاً لتمويل الأداء إلى صورة كمية حيث أن هذه المؤشرات تعكس الظروف الاقتصادية السائدة في سوق الأسهم¹ و سنتطرق فيما يلي إلى أهم المؤشرات المستخدمة في الأسواق المالية

الفرع الأول: مؤشر سيولة السوق

أولاً / مؤشر حجم تداول الأسهم

1- تعريف مؤشر حجم التداول

يعرّف حجم التداول وفقاً لسوق عمان المالي بأنه قيمة الأسهم التي يتم تداولها في قاعة سوق عمان للأوراق المالية و حجم نشاط السوق ، فتدل زيادة حجم التداول على تعاؤل المستثمرين و قلته على تشاؤمهم ، الأمر الذي يؤدي إلى تصفية استثماراتهم .

يعتبر حجم التداول مؤشر مهم لقياس أداء و مدى تطور سوق الأوراق المالية ، حيث يعبر عن سيولة سوق الأوراق المالية.²

2- تحليل مؤشر حجم تداول الأسهم ليورصة عمان للأوراق المالية :

¹ محمد محمود الداغر ، مرجع سابق الذكر ، ص 209

² عبد الحفيظ خزان ، مرجع سابق ، ص 132 .

الجدول رقم (04)

أحجام تداول الأسهم في بورصة عمان خلال الفترة (2005 ، 2016)

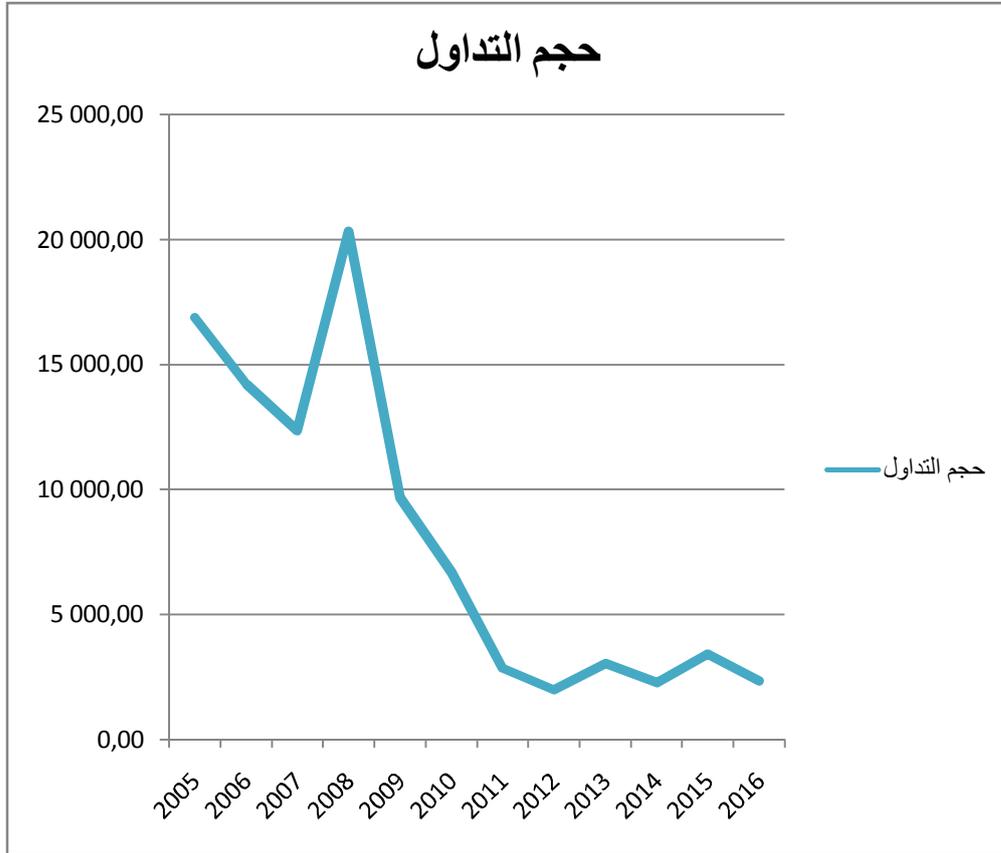
الوحدة ، (مليون دينار أردني)

السنة	حجم التداول
2005	16 871,1
2006	14 209,9
2007	12 348,1
2008	20 318,0
2009	9 665,3
2010	6 690,0
2011	2 850,2
2012	1 978,8
2013	3 027,3
2014	2 263,4
2015	3 417,1
2016	2 329,5

المصدر من إعداد الطالبة اعتمادا على البيانات المتوفرة في التقارير السنوية لبورصة عمان من 2005 إلى 2016

الشكل رقم (06)

أحجام التداول لبورصة عمان للأوراق المالية للفترة 2005 ، 2016



المصدر من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول رقم (04)

التحليل

سنة 2005 :

عند تتبع مؤشر حجم تداول الأسهم في بورصة عمان نلاحظ أنه ارتفع من 3793.25 مليون دينار أردني سنة 2004 إلى 16871.1 مليون دينار أردني سنة 2005 و يعود ذلك إلى برامج الخصخصة لبعض الشركات الحكومية ، إضافة إلى تطبيق أنظمة التداول الالكترونية و المقاصة الالكترونية مما أدى إلى تطور السوق المالي الأردني و مواكبته مع ما يتماشى و المعايير الدولية .

الفترة (2006 ، 2007) :

شهد حجم التداول انخفاضا ملحوظا من 16871.1 مليون دينار أردني سنة 2005 إلى 14290.9 مليون دينار أردني سنة 2006 و 123481 مليون دينار أردني سنة 2007 على التوالي و هذا يعود إلى جملة الإصلاحات التي شهدتها سوق عمان المالي و التي نتج عنها عزل أسهم الشركات التي تعاني أزمات مالية .

سنة 2008 :

عاد حجم التداول إلى الارتفاع إلى 20318.0 مليون دينار أردني سنة 2008 و هذا عائد إلى إقبال المستثمرين على شراء الأسهم التي انخفضت أسعارها .

سنة 2009 :

انخفض حجم التداول انخفاضا مفاجئا خلال هذه السنة من 20318.0 مليون دينار أردني سنة 2008 إلى 9665.3 مليون دينار أردني سنة 2009 نتج هذا لانخفاض عن الآثار السلبية للأزمة المالية العالمية .

الفترة (2010 ، 2012) :

نلاحظ أن حجم التداول يتجه نحو الانخفاض خلال هذه الفترة ، حيث أخذ القيم التالية : (6690.0 / 2850.2 / 1978.8 . مليون دينار أردني) على التوالي ، يعود هذا التراجع إلى استمرار تداعيات الأزمة المالية العالمية و كذا التوترات السياسية التي شاهدها الدول العربية أو ما يسمى بالربيع العربي .

سنة 2013 :

شهدت هذه السنة تحسن في حجم التداول مقارنة بسنة 2012 (من 1978.8 إلى 3027.3 مليون دينار أردني) و هذا ناتج عن التقسيمات الجديدة للأسواق في الأردن و ترتيب الشركات المدرجة في السوق المالي .

سنة 2014 :

عاد حجم التداول إلى الانخفاض خلال هذه السنة حيث بلغ 2263.4 مليون دينار أردني و قد أرجع رئيس إدارة بورصة عمان السيد مروان البطاينة سبب الانخفاض إلى استمرار تدهور الظروف السياسية المحيطة بالبلاد و التوتر الذي تعرفه الدول العربية و تأثيرها السلبي على الوضع الاقتصادي لبلادها¹ .

¹ التقرير السنوي لبورصة عمان سنة 2014 .

سنة 2015 :

ارتفع حجم التداول سنة 2015 إلى 3417.1 مليون دينار أردني حيث كان 2263.4 مليون دينار أردني سنة 2014 ، و هذا بفضل شروع بورصة عمان في تنفيذ خطة إستراتيجية إصلاحية مع استمرارها في تنفيذ مشروع التداول الالكتروني بنسخة جديدة منه .

سنة 2016 :

انخفض معدل التداول إلى 2329.5 مليون دينار أردني و هذا عائد إلى عمليات تحليلية و التي تضمنت اتخاذ تدابير بحق الشركات التي لا تفصح عن بياناتها المالية السنوية و كذا سعي الإدارة إلى تحويل بورصة عمان من مؤسسة حكومية إلى شركة مساهمة .

ثانيا /مؤشر معدل دوران الأسهم**1- تعريف مؤشر معدل دوران السهم :**

يعادل القيمة الكلية للأسهم المتداولة محليا خلال فترة معينة كنسبة مئوية من القيمة السوقية ، و هو يقيس حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق ، حيث يستخدم معدل دوران السهم المرتفع كمؤشر إلى كثافة التداول في سوق الأوراق المالية ، و إلى أن تكاليف إتمام الصفقات منخفضة و جدير بالذكر أن القيمة السوقية العالية لا تعني بالضرورة أن سيولة السوق مرتفعة ، و لذلك فإننا نحتاج إلى مؤشري حجم التداول ، و معدل دوران السهم لقياس السيولة ، حيث كلما ارتفع معدل دوران السهم كلما دل على ارتفاع السيولة في سوق الأوراق المالية و اقتراب أسعار الأسهم من السعر العادل و كلما انخفض معدل دوران الأسهم ، كلما دل على انخفاض السيولة في سوق الأوراق المالية ، و ابتعاد أسعار الأسهم عن السعر العادل.¹

2- تحليل مؤشر معدل دوران الأسهم لبورصة عمان للأوراق المالية :

¹ عبد الحفيظ خزان ، مرجع سابق الذكر ، ص 139.

الجدول رقم (05)

مؤشر معدل دوران الأسهم لبورصة عمان للأوراق المالية للفترة 2005 ، 2016 ،

الوحدة ، (%)

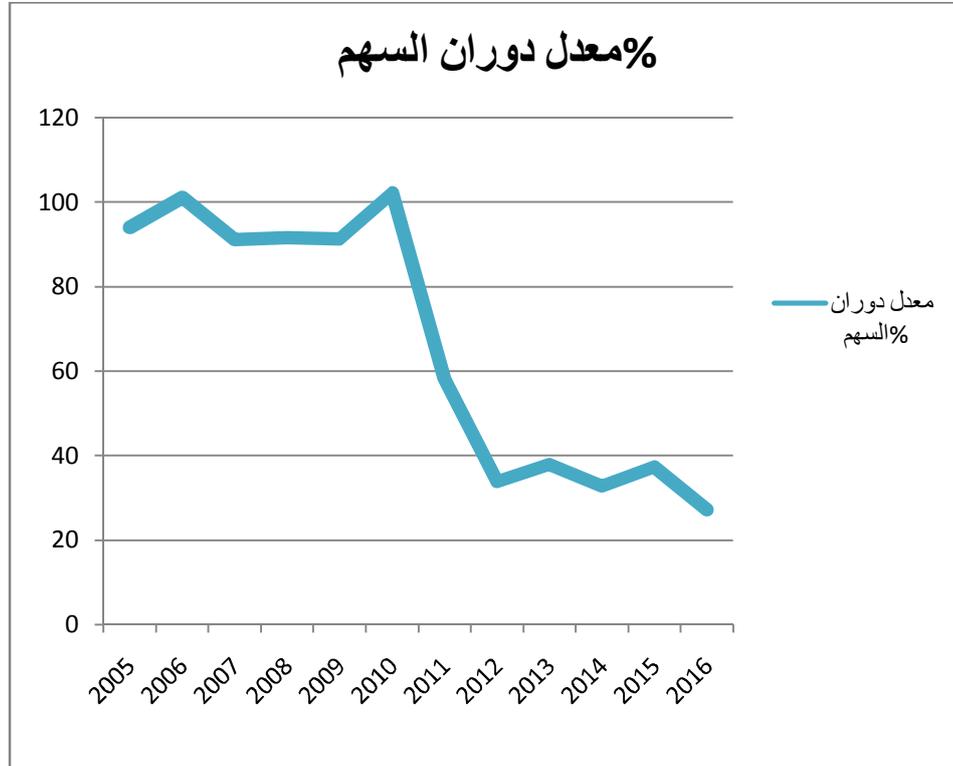
السنة	معدل دوران السهم %
2005	94,068
2006	101,135
2007	91,2
2008	91,546
2009	91,333
2010	102,177
2011	58,17
2012	33,886
2013	38,001
2014	32,814
2015	37,298
2016	27,206

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على البيانات المتوفرة في التقارير السنوية لبورصة عمان

من 2005 إلى 2016

الشكل رقم (07)

معدل دوران الأسهم في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة 2005، 2016



المصدر من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول رقم (05)

التحليل :

الفترة (2004 ، 2006) :

شهد مؤشر معدل دوران الأسهم ارتفاعا متتاليا خلال هذه الفترة (58.2 % ، 94,068 % ، 101,135 %) و يعود هذا إلى ارتفاع حجم التداول خلال هذه الفترة مقارنة بالقيمة السوقية

سنة 2007 :

نلاحظ من الجدول أعلاه أن معدل دوران الأسهم تراجع و هذا بسبب تراجع حجم التداول مقارنة بالقيمة السوقية و الناتج عن الحركة التصحيحية في سوق عمان المالي حيث بلغ 91.2 % .

سنة 2008 :

ارتفع مؤشر معدل دوران الأسهم خلال هذه السنة ارتفاع طفيف حيث بلغ 91.546 % بسبب إقبال المستثمرين على شراء الأسهم التي انخفضت قيمتها

سنة 2009 :

شهد المؤشر انخفاضا بسبب الذعر الذي ساد بين المستثمرين من تداعيات الأزمة المالية العالمية و إقبالهم على بيع الأوراق المالية التي يمتلكونها و هو ما أدى الى تعطيل عمل السوق و تدهوره .

سنة 2010 :

ارتفع مؤشر دوران الأسهم حيث بلغ 102.177 % و يعود سبب الارتفاع الى انخفاض القيمة السوقية مقارنة بمعدل التداول .

الفترة (2011 ، 2016) :

شهد مؤشر معدل دوران الأسهم تذبذبا لكن بمعدلات منخفضة غالبا وهذا انعكاسا للأوضاع السياسية و الاقتصادية التي تشهدها المنطقة نتيجة الربيع العربي و الأوضاع التي لازالت تلقي بضررها على الاقتصاد الأردني بصفة عامة و أداء السوق المالي بصفة خاصة .

الفرع الثاني : مؤشر حجم السوق

أولا / مؤشر القيمة السوقية

1- تعريف مؤشر القيمة السوقية للأسهم :

تعرف القيمة السوقية للسهم بأنها سعر إغلاق سهم شركة ما في نهاية العام ، أما القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية فهي تساوي قيمة سوق الأوراق المالية المدرجة ، حيث تعتبر القيمة السوقية أحد مؤشرات السوق المالية التي تعكس حجم سوق عمان المالي حيث يعكس هذا المؤشر فرضا مفاده أن حجم السوق يرتبط إيجابا أو سلبا بالقدرة على حشد رأس المال و التنويع من أجل تخفيض الخطر .¹

2- تحليل مؤشر القيمة السوقية للأسهم بورصة عمان للأوراق المالية :

¹ عبد الحفيظ خزان ، مرجع سابق الذكر ، ص 136

جدول رقم (06)

مؤشر القيمة السوقية للأسهم لبورصة عمان للأوراق المالية

الوحدة ، (مليون دينار أردني)

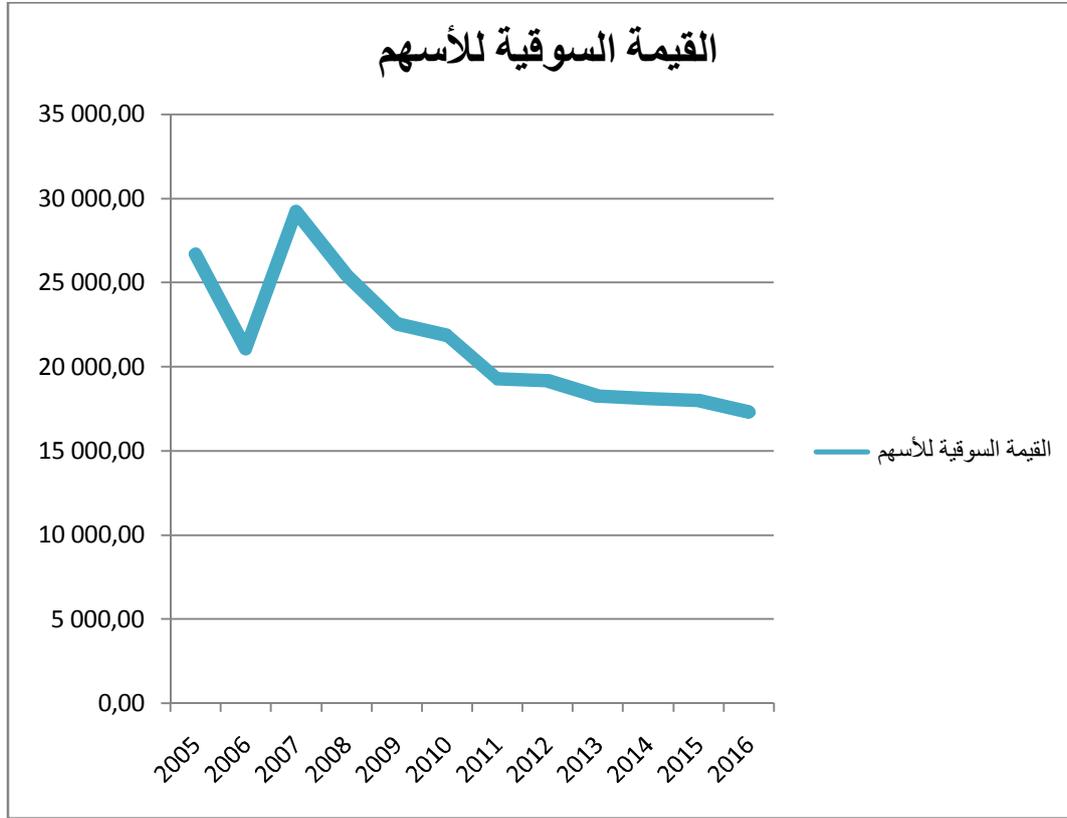
السنة	القيمة السوقية للأسهم
2005	26 667,10
2006	21 075,20
2007	29 214,20
2008	25 406,30
2009	22 526,90
2010	21 858,00
2011	19 273,00
2012	19 142,00
2013	18 233,00
2014	18 083,10
2015	17 985,00
2016	17 300,00

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على البيانات المتوفرة في التقارير السنوية لبورصة عمان

من 2005 إلى 2016

الشكل رقم (08)

القيمة السوقية في بورصة عمان للفترة 2005 ، 2016



المصدر من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول رقم (06)

التحليل :

سنة 2005 :

نلاحظ من الجدول رقم () أن القيمة السوقية للسهم في هذه السنة قد ارتفعت ، حيث كانت سنة 2004 (13033.8 مليون دينار الأردني) و بلغت سنة 2005 (26667.1 مليون دينار أردني) و يعود ذلك إلى برامج الخصخصة لبعض الشركات الحكومية و التوسيع في مجالات الاستثمار و تطبيق الأنظمة الالكترونية (أنظمة التداول الالكترونية و المقاصة الالكترونية)

سنة 2006 :

عادت القيمة السوقية للأسهم للانخفاض حيث بلغت (21078.2 مليون دينار أردني) أي انخفضت بقيمة (5588.9 مليون دينار أردني) عن 2005 بسبب الحركة التصحيحية للبورصة (عزل أسهم الشركات التي تعاني عجز مالي) .

سنة 2007 :

عوضت بورصة عمان للأوراق المالية الانخفاض الذي شهدته سنة 2006 حيث ارتفعت القيمة السوقية من (21078.2 مليون دينار أردني سنة 2006) إلى (29214.2 مليون دينار أردني سنة 2007) .

الفترة 2008 ، 2010 :

أخذ مؤشر القيمة السوقية اتجاها تنازليا حيث أخذ القيم التالية (25406.3 ، 22526.9 ، 21858.0 / مليون دينار أردني) على التوالي و يعود ذلك إلى الأزمة المالية العالمية التي مست العديد من الأسواق المالية العالمية و العربية و لما لها من آثار سلبية عليها .

الفترة 2010 ، 2013 :

واصل مؤشر القيمة السوقية تراجعها خلال هذه الفترة و يعزى سبب انخفاض القيمة السوقية إلى تراجع أسهم كبرى الشركات الصناعة التعدينية و الإستخراجية .

الفترة 2014 ، 2016 :

اتخذ المؤشر اتجاها تنازليا حيث أخذ القيم التالية (18 083,10 ، 17958.00 ، 17300.00 مليون دينار أردني) على التوالي نتيجة تأثر السوق المالي بالعوامل المحيطة و الأزمات في الدول المجاورة ووجود اللاجئين و أزمة النفط و الغاز و المالية العامة في الأردن و التي أثرت سلبا على الاقتصاد في البلاد

ثانيا / مؤشر عدد الشركات

1- تعريف مؤشر عدد الشركات :

يقصد به عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية و يستخدم هذا المؤشر للدلالة على حجم السوق أن هذا المؤشر يفقد تلك الدلالة إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية أي قد يكون عدد الشركات المدرجة في السوق كبيرا و لكن إجمالي القيمة السوقية لتلك الشركات صغيرا¹.

1- تحليل مؤشر عدد الشركات :

الجدول (07)

مؤشر عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة 2005 ، 2016

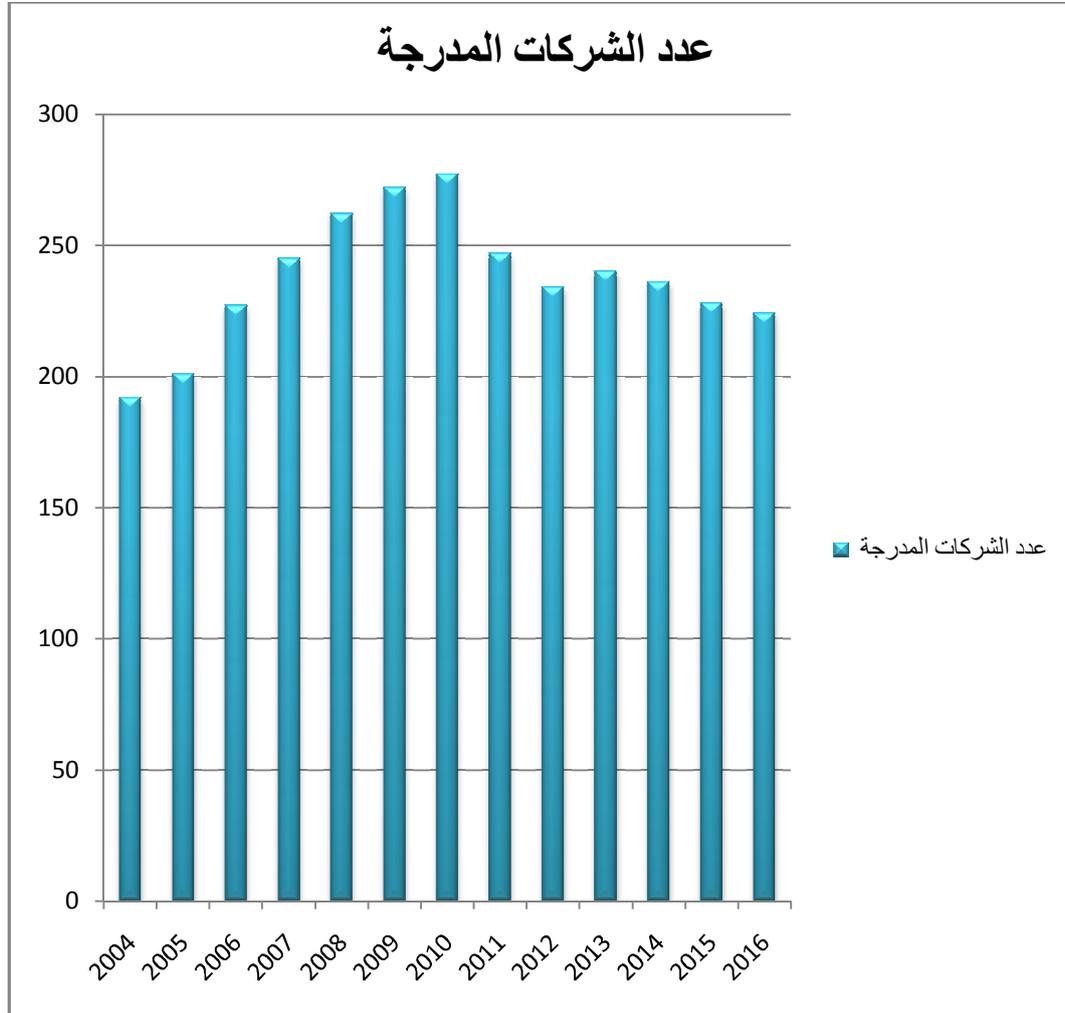
السنة	عدد الشركات المدرجة
2004	192
2005	201
2006	227
2007	245
2008	262
2009	272
2010	277
2011	247
2012	234
2013	240
2014	236
2015	228
2016	224

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على البيانات المتوفرة في التقارير السنوية لبورصة عمان من 2005 إلى 2016

¹ عبد الحفيظ خزان ، مرجع سابق الذكر ، ص 142

الشكل رقم (09)

عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2005 ، 2016



المصدر من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول رقم (07)

التحليل :

الفترة 2004 ، 2007 :

تزايد عدد الشركات المدرجة من 192 شركة سنة 2004 إلى 245 شركة سنة 2007 ، و يعود ذلك لمواصلة الدولة تنفيذ برامج التخصيص حيث قامت ببيع جزء من مساهمتها في عدة شركات منها المناجم ، الفوسفات ، و شركات الاتصال الخ كما أدى ارتفاع الأسعار إلى تنشيط السوق و تحفيز الشركات الجديدة على الدخول للسوق و زيادة رؤوس أموالها ، كما أن سوق عمان قام بنشر الوعي في أوساط الأردنيين من خلال

تطوير التداول الالكتروني حيث قامت بعدة اتفاقيات أبرزها اتفاقية مع شركة بلومبرغ (BLOOMBERG) خلال سنة 2005 من أجل النشر بشكل مباشر عبر أنحاء العالم أدت بزيادة الإفصاح و نشر المعلومات التي حفزت الشركات الجديدة على الدخول إلى السوق .

سنة 2008 :

زاد عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان من 245 سنة 2007 إلى 262 شركة سنة 2008 أي بزيادة 17 شركة و هذا رغم تداعيات الأزمة المالية العالمية التي عصفت بالأسواق المالية العالمية و العربية و التي أدت إلى حدوث انكماش اقتصادي كما انخفضت الأسهم في الأسواق .

الفترة 2009 ، 2010 :

تزايد عدد الشركات المدرجة خلال هذه الفترة إلى (272 سنة 2009) ، و (277 شركة سنة 2010) و وزعت على النحو التالي :

- 112 شركة ، في السوق الأول
- 165 شركة في السوق الثاني

و ارتفعت أيضا رؤوس أموال الشركات المدرجة و جاء هذا نتيجة لإدراج 5 شركات جديدة خلال 2010 .

الفترة 2011، 2014 :

انخفضت الشركات المدرجة من 277 شركة سنة 2010 إلى 247 شركة سنة 2011 ثم 243 شركة سنة 2012 و 240 شركة سنة 2013 و 236 سنة 2014 ، و يعود هذا الانخفاض إلى إلغاء الشركات التي تعاني عجز مالي و التي لا تتوافق مع أحكام إدراج الأوراق المالية .

الفترة 2015 و 2016 :

بلغ عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان 228 شركة مدرجة سنة 2015 و 224 شركة سنة 2016 مقابل 236 شركة سنة 2014 حيث يعود سبب هذا الانخفاض إلى أحكام و تعليمات إدراج الأوراق المالية و إلغاء أسهم بعض الشركات التي خفضت رؤوس أموالها .

المطلب الثالث : العوامل المؤثرة على أداء بورصة عمان للأوراق المالية

بعد التطرق إلى أداء سوق عمان المالي من خلال تحليل تطور المؤشرات الرئيسية ، و الذي يكتسب أهمية كبيرة في تحليل حركة الأسعار ، و ما يمكن ملاحظته خلال فترة الدراسة أن حجم التداول يتميز بتقلبات في حركته ارتفاعا و انخفاضاً نتيجة لعوامل داخلية (تنظيمية) أو خارجية من أزمات و حروب ... الخ .

الفرع الأول : تأثير العوامل الداخلية (التنظيمية) على حركة أسعار الأسهم

خطت بورصة عمان للأوراق المالية خطوة كبيرة في إطار تطوير بنيتها التنظيمية من خلال تطوير أنظمة الرقابة و التفتيش و الاتصال مع الوسطاء و شركات المساهمة ، إضافة إلى تطوير سبل نشر المعلومات و إعادة هيكلة كافة منشوراتها خصوصا النشرة الإحصائية الشهرية و دليل شركات المساهمة . و لعل أهم ما ميز فترة الدراسة هو إدخال نظام التداول الإلكتروني بديلا لنظام التداول اليدوي ، و هذا لغرض تحسين أداء بورصة عمان .

و نظرا للدور الذي تلعبه وسائل التكنولوجيا الحديثة في توفير المعلومة وبسرعة فائقة مما ساهم في تحسين أداء بورصة عمان للأوراق المالية ، فضلا عن كونه أعطى مرونة و معلومات مختلفة للوسطاء مما سهلت عليهم إجراء تحليل لأوضاع الشركات المتداولة أسهمها بشكل أسرع ، الأمر الذي أدى إلى تسهيل الرقابة على عمليات التداول و نشر المعلومات بشكل فوري سواء للمستثمرين الأردنيين أو الأجانب الأمر الذي يسهم في زيادة عمق و سيولة السوق.

الفرع الثاني : تأثير العوامل الخارجية (الأزمات و الحروب) على حركة أسعار الأسهم

الجدول رقم (08) :

تطور الوضع الاقتصادي و المالي لبورصة عمان للأوراق المالية 2005 ، 2015

المؤشر	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
نسبة مساهمة غير الأردنيين في القيمة السوقية %	45,04	45,53	48,9	49,2	48,9	49,6	51,3	51,7	49,9	49,8	49,5
القيمة السوقية إلى الناتج المحلي %	326,6	233,9	289	216,7	149,6	122,7	102,7	93,5	83	75,8	70,7

المصدر المؤشرات الإحصائية الرئيسية لبورصة عمان ، التقرير السنوي لبورصة عمان 2015

شهدت بورصة عمان خلال الفترة 2005 ، 2016 تقلبات غير متوقعة في حركة أسعارها نتيجة لعوامل داخلية و خارجية ، هذه الأخيرة تمثلت في حرب العراق (2003) و التي انجر عنها تغيرات في حركة أسعار الأسهم في بورصة عمان ، حيث أخذت حركة الأسعار اتجاهها مرتقعا و بوتيرة عالية و يرجع هذا إلى أن الأردن الملجأ الأول لدخول البضائع إلى العراق ، مما أنعش الوضع الاقتصادي و المالي ، إضافة إلى تشجيع الاستثمار الأجنبي خلال فترة الحرب .

أدى الارتفاع الملحوظ في أسعار الأسهم و الزيادة في الاكتتاب إلى أزمة مصرفية حادة في 2006 كون أن الزيادة في الاكتتاب تتطلب سيولة كبيرة ، خاصة و أن عودة السيولة لا تتم بشكل سريع ، إذ تستغرق فترة ما بين طرح الأسهم للاكتتاب و إدراجها في البورصة ، الأمر الذي أدى إلى تعطيل آلية السوق ، و التي أصبحت عاجزة أمام التجاوب مع النتائج المالية الجيدة للشركات و النمو الاقتصادي مما أدى إلى هبوط في الأسعار .

تعددت العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم في بورصة عمان و لعل أهمها الأزمة المالية العالمية 2008 و التي أدت إلى انهيار الأسواق العالمية ، مما أثر سلبا على أداء بورصة عمان بسبب ردود الأفعال المبالغ فيها من طرف المستثمرين بسبب خوفهم من استمرار الأزمة و انهيار السوق كليا ، و هو ما يعني أن بورصة عمان حساسة جدا بالظروف الخارجية .

خلاصة الفصل الثالث

نتيجة للتطورات التي مر بها سوق عمان للأوراق المالية وما شهدته من مساهمة القطاع الخاص من خلال شركات المساهمة العامة ، تبنت الحكومة الأردنية إصلاحات هيكلية تمثلت أهم أهدافها في :

- إحداث تغييرات في سوق عمان المالي
- استخدام أنظمة تداول حديثة (التداول و التسوية و التقاص الالكتروني
- إزالة كافة معوقات الاستثمار
- رفع كفاءة السوق
- إضفاء طابع المرونة على هذه البورصة .

لقد استطاع سوق عمان للأوراق المالية تخطي عدة عقبات ليواكب أهم الأسواق المالية العربية و العالمية حيث قام بتحقيق توسع في سوقه المالي من خلال زيادة عدد الشركات المدرجة و استخدام نظام التداول الالكتروني الحديث ليزيد من الإفصاح و الشفافية و سرعة وصول المعلومة كما ساهم هذا السوق في تلبية حاجيات التنمية الاقتصادية و ذلك من خلال سد حاجيات الشركات المدرجة عن طريق :

- توفير السيولة
- ضخ الأموال لتوفير التمويل للاستثمارات الضخمة هذا ما أثبتته تطور مؤشرات السوق

وقد اتضح من خلال دراستنا لمؤشرات أداء بورصة عمان أن :

- 1- المعنيين بالشؤون المالية و الاستثمارية في النظام المالي الأردني أخذوا على عاتقهم تطوير السوق بما ينسجم و تطوير بيئة الاستثمار الأردنية و بشكل ساعد على جذب رؤوس الأموال المحلية و الأجنبية ، إذ أصبحت هناك 3 تشكيلات تنظم عملية المتاجرة بالأوراق المالية تضم كل من هيئة الأوراق المالية ، مركز إيداع الأوراق المالية ، بورصة عمان للأوراق المالية .
- 2- أثبتت العديد من مؤشرات سوق عمان معرفة عدد الشركات التي تتوجه إلى هذا السوق للقيام بسد حاجياتها الاستثمارية، أي أن زيادة عدد الشركات المدرجة يعكس كفاءة السوق و انخفاض عددها يدل على أن الشركات التي لا تتمتع بالكفاءة المطلوبة تعزل عن السوق .
- 3- تداعيات الأزمة المالية العالمية ل 2008 خلف أثار سلبية على أداء بورصة عمان و في وظيفتها الأساسية كأداة لتمويل الاقتصاد .

الخاتمة العامة

باعتبار أن الأسواق المالية تتمتع بأهمية كبرى في لنشاط الاقتصادي ، فإنها تحظى بأهمية واسعة من طرف الاقتصاديين ، فهي مصدر لتمويل استثمارات الشركات و الأفراد خاصة ذلك التمويل طويل الأجل ، و نظرا لأهميتها الكبيرة قامت الدول العربية بإنشاء أسواق مالية خدمة لاقتصادياتها و البحث الدائم عن تطويرها ، و الأردن كغيرها من الدول العربية اعتبرت أن إنشاء و تطوير سوق عمان للأوراق المالية شرطا ضروريا لإنجاح عملية التنمية الاقتصادية في الأردن إلا أن هذا غير كاف ذلك لأنه يتطلب توافر عوامل أخرى منها ، تطوير البنية المؤسسية و تحرير وحداتها من القيود الإدارية ، كذلك تطوير قطاع البنوك ، و رفع كفاءة الأسواق المالية وتوفير تقارير مكثفة عن أداء السوق و المؤسسات المدرجة فيه فعند قيامنا بالدراسة التحليلية صدقنا بعدم توفر التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2016 .

❖ النتائج :

بناء على ما تم تناوله في الجانب النظري للدراسة إضافة إلى تحليل تطور مؤشرات سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2016/2005 فقد تم التوصل إلى النتائج التالية :

- ✓ تحتل أسواق الأوراق المالية دورا مهماً و كبيراً ولاسيما أنها وسيلة استقطاب و تفعيل للمدخرات أو الأموال غير المستثمرة من خلال طرحها على شكل أسهم أو سندات وتكون مهياًة للطلبات الاستثمارية و يتحقق من خلالها موازنة بين قوى عرض وطلب تلك الأموال.
- ✓ لسوق المالية التي تتمتع بكفاءة عالية، هي السوق التي تتحدد فيها أسعار الأوراق المالية من خلال التقدير الجيد لقيمتها الاستثمارية. فيما السوق الضعيفة الكفاءة هي التي يكون فيها الفرق بين سعر الأوراق المالية في السوق وقيمتها الاستثمارية جوهرياً. ويشكل توافر المعلومات ومستوى جودتها أساس كفاءة الأسواق المالية، التي تساعد المستثمرين على تقدير السعر المناسب للأوراق المالية وزيادة الشفافية. ويساهم توفير تفاصيل المعلومات المالية الفورية للمستثمرين في الأوراق المالية في ترشيد قراراتهم الاستثمارية، نظراً إلى اعتمادهم على معلومات مهمة، إضافة إلى أهمية دقة المعلومات المفصح عنها وصحتها ، بحيث لا تكون مضللة من جهة، وغير مبالغ فيها من جهة أخرى .وتكون قابلة للمقارنة بالمعلومات الأخرى، بما يؤدي في النهاية إلى سلامة الحكم على جدوى الاستثمار في أسهم أي شركة مدرجة

الخاتمة العامة

يمكن تقسيم الأسواق المالية فيها إلى التالي: 1- سوق النقد 2- سوق رأس المال

أولاً : سوق النقد :- تتمثل سوق النقد في المؤسسات والأفراد الذين يتعاملون في الأوراق المالية قصيرة الأجل أي إقراض الأموال واقتراضها لأجل لا يزيد عن سنة . سوق النقد تمثل نقطة التقاء الاستثمار قصير الأجل مع التمويل قصير الأجل

سوق رأس المال :- تتمثل في المؤسسات والأفراد الذين يتعاملون في الأوراق المالية طويلة الأجل أي اقتراض الأموال واستثمارها لفترة تتجاوز السنة الواحدة ويكون اقتراض هذه الأموال واستثمارها لأجل طويل بهدف استغلال الأموال لفترة طويلة من أجل تحقيق عائد منها كما يكون الهدف من الحصول على هذه الأموال وهو تمويل استثمارات رأسمالية (طويلة الأجل) وبعبارة أخرى بأن سوق رأس المال تمثل نقطة الالتقاء بين الاستثمار الطويل مع التمويل طويل الأجل .

✓ يعتبر سوق المال أحد القنوات الهامة لإحداث التوازن وتحقيق التنمية الاقتصادية من خلال تجسيد المشاريع الحقيقية بتوفير التمويل اللازم ليا، وقد تبين من خلال هذه الدراسة أنه من شأن سوق المال التي يتم تشغيلها بكفاءة المساهمة في دعم التنمية الاقتصادية من خلال توفير القدر الكافي من التمويل اللازم للاستثمارات الأكثر إنتاجية وكذا الحوافز المشجعة على تراكم وتعبئة رؤوس الأموال وإتاحة المعلومات والوسائل المثلى للرقابة على أداء الشركات المساهمة، فضلاً عن توفير السيولة ومزيد من الخيارات أمام المستثمرين لتنويع عنصر المجازفة بما يساهم في زيادة الثروة الوطنية وتحقيق هدف التنمية الاقتصادية .

✓ يتمتع سوق عمان المالي بأهمية بالغة كإطار مؤسسي قائم يعمل عمى تسهيل انسياب الأموال من المدخرين إلى المستثمرين وكفناة توجيه استخدام الموارد المتاحة بكفاءة على النحو الذي يحقق توفير موارد التمويل، كما يقوم نشاط هذه السوق عمى تداول أدوات مالية طويلة الأجل وهذا الذي يشجع على الاستثمار ويمنح عدة مزايا للمتعاملين إذ يسمح ليم باختيارات عديدة وفق مصالحهم واتجاهاتهم ، الأمر الذي يزيد من فعالية و مرونة الأسواق المالية باعتبارها مصدر تمويلي كفيل بالربط بين الوحدات ذات الفائض المالي و الوحدات ذات الفائض المالي والوحدات ذات العجز المالي من جهة و لفشل سياسات الاستدانة الخارجية في حل المشاكل المالية المرتبطة بتكوين رأس المال والنمو الاقتصادي من جهة أخرى وذلك بحثاً منياً عن تحقيق نتائج إيجابية وإحداث تنمية اقتصادية من خلال اعتماد الطريقة المعاصرة في التمويل باللاوساطة المالية عن طريق الأسواق المالية و هذا ما يدعم .

*قامت بورصة عمان بإدخال خدمة التداول عن بعد التي توفر لشركات السمسرة إمكانيةً إتمام الصفقات من مكاتبها دون أن يضطر مندوبها للانتقال إلى السوق، ومن جهة أخرى توفر هذه الخدمة فرصة أكبر عدد من

الخاتمة العامة

المستثمرين والمهتمين للمتداول بالأوراق المالية بغض النظر عن موقعهم الجغرافي مما يساهم في زيادة أعداد المتعاملين في بورصة عمان و زيادة إقبالهم على التداول .
* يعتبر السوق الأولي لبورصة عمان سوق سندات وذلك لزيادة الأعباء الداخلية للمحكومة الأردنية .

❖ الاقتراحات :

- ✓ العمل على الرفع من كفاءة سوق عمان للأوراق المالية نظرا لدوره الايجابي في التنمية الاقتصادية ، عن طريق زيادة الإفصاح و الشفافية و العرض المكثف للبيانات المالية للشركات عن طريق التداول الالكتروني ، إضافة إلى تفعيل التداول في سوق السندات الذي يعرف ضعفا بالنسبة لسوق الأسهم
- ✓ العمل على جذب الاستثمارات الأجنبية لبورصة عمان و توجيهها نحو خدمة الاقتصاد الوطني .
- ✓ تعميق الوعي الادخاري و الاستثماري لدى المستثمرين ، وكذا تشجيع صغار المستثمرين في الاستثمار من خلال إنشاء صناديق استثمارية ذات إدارة محترفة و متخصصة لتخفيض مستويات المخاطر الناتجة عن انخفاض الوعي الاستثماري .
- ✓ ضرورة زيادة عدد الشركات المدرجة من خلال تعديل القوانين الادراج و تحفيز المؤسسات على رفع رؤوس أموالها من خلال الاستثمار في الأوراق المالية .

❖ أفاق الدراسة :

- يحتاج هذا البحث جهودا إضافية من قبل الباحثين حتى يكتمل، وفي ضوء النتائج التي تم التوصل إليها نقترح على الباحثين والدارسين بإجراء الدراسات المستقبلية التالية :
- دور السوق المالية الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية .
 - فعالية بورصة عمان للأوراق المالية في تنشيط حركة الاستثمارات الأجنبية.

• **الكتب :**

- 1- أبو موسى رسمية أحمد ، الأسواق المالية و النقدية ، دار المعتر ، عمان 2010
- 2- أحمد زكي هيكل - عمليات البورصة ، دار الوفاء ، مصر ، سنة 1989.
- 3- أرشد فؤاد التميمي ، أسامة عزمي سلام ، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل و إدارة ' ، دار المسيرة للنشر و التوزيع ، الأردن ، 2004.
- 4- أرشد فؤاد التميمي ، الأسواق المالية (إطار في التنظيم و تقييم الأدوات) ، دار اليازوني العلمية للنشر و التوزيع ، الأردن ، 2010.
- 5- اندراوس عاطف وليم ، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
- 6- البرواري شعبان محمد إسلام ، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دمشق، دار الفكر 2001.
- 7- جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2002 .
- 8- حصاونة ، محمد قاسم ، أساسيات الإدارة المالية ، دار الفكر للنشر ، الأردن 2011
- 9- حنفي عبد الغفار ، عبد الفتاح إسماعيل ، الأسواق المالية و النقدية ، دار المعتر للنشر و التوزيع ، 2009.
- 10- حنفي عبد الغفار ، قرياقص رسمية ، أسواق المال (لبورصات، مصارف، شركات التأمين، شركات الاستثمار)، دار الجامعة الجديدة للنشر ، الإسكندرية ، 2003.
- 11- دريد كامل آل الشيب ، الأسواق المالية و النقدية ، دار المسيرة للنشر و التوزيع ، الأردن، 2012.
- 12- دريد كامل آل شبيب ، مبادئ الإدارة المالية ، دار المناهج للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2004
- 13- رضوان عبد الحميد ، أسواق الأوراق المالية، دار النهار، مصر، 1996
- 14- رمضان زياد ، شموط مروان ، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريد ، الطبعة الرابعة ، القاهرة، 2015.
- 15- الزراري عبد النافع ، فرح عازي ، الأسواق المالية ، دار وائل للنشر ، الأردن، 2001
- 16- زويل محمود أمين ، بورصة الأوراق المالية ، دار الوفاء ، الإسكندرية ، 2000
- 17- الزين منصور ، تشجيع الاستثمار و أثره على التنمية الاقتصادية ، دار الراية للنشر و التوزيع ، عمان ، 2012 .

- 18- سمير عبد الحميد رضوان ، أسواق الأوراق المالية ، دار النهار ، مصر 1996 .
- 19- شمعون شمعون، البورصة، دار همة للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الثانية ، 1999.
- 20- الشيشي جمال الدين ، صندوق النقد العربي عن دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، بدون ذكر سنة النشر ، دار الوفاء الإسكندرية .
- 21- صالح احمد عطية ، مشاكل المراجعة في أسواق المال، دار الجامعية، مصر ، 2003.
- 22- صخري عمر ، التحليل الاقتصادي الكلي، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الخامسة ، 2005.
- 23- صلاح الدين حسن السيسي ، البورصات و الأسواق المالية " دور المنظمات و التكتلات الدولية و الأهلية "، دار الكتاب الحديث ،القاهرة ، 2014.
- 24- طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 1997.
- 25- العارضي وآخرون ، ادارة المشتقات المالية مدخل نظري و تطبيقي متكامل ، دار المنهجية للنشر و التوزيع ،عمان ،2015.
- 26- عبد الرزاق محمود ،اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية ،الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2013 ، .
- 27- العبد جلال إبراهيم، تحليل الأوراق المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية ، 2003.
- 28- عبيد علي احمد حجازي ،مصادر التمويل " مع شرح لمصدر القروض " وبيان كيفية معاملته ضريبيا . " دار النهضة العربية ،بيروت،2001
- 29- عجمية محمد عبد العزيز ، ناصف إيمان عطية ،التنمية الاقتصادية(دراسة نظرية وتطبيقية) ،دار الناشر قسم الاقتصاد ،جامعة الإسكندرية،مصر ، 2001.
- 30- عجمية محمد عبد العزيز، الليثي محمد علي،التنمية الاقتصادية (مفهومه،نظرياتها،سياساتها) ،الإسكندرية،الدار الجامعية، 2003.
- 31- العساف أحمد عارف ، الوادي محمود حسين ، التخطيط و التنمية الاقتصادية ، دار المسيرة للنشر و التوزيع ، عمان ، 2011
- 32- عطية عبد القادر محمد عبد القادر ،اتجاهات حديثة في التنمية،الإسكندرية،الدار الجامعية،2003.

- 33- العيسوي إبراهيم ، التنمية في عالم متغير دراسة في التنمية و مؤشراتها ، القاهرة ، الطبعة الثانية ، 2001.
- 34- فريد راغب النجار، أسواق المال و المؤسسات المالية " محاور التمويل الاستراتيجي ، دار الجامعية للنشر ، الإسكندرية ، 2009.
- 35- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية ، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007 .
- 36- مروان عطوان: الأسواق المالية والنقدية والبورصات ومشكلاتها في عالم النقد، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1996.
- 37- مطر محمد ، إدارة الاستثمارات (الإطار النظري و التطبيقات العملية)، دار وائل للنشر ، الأردن ، 2004 .
- 38- منير إبراهيم الهندي ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ، توزيع منشأة المعارف،الإسكندرية، 1998
- 39- منير إبراهيم هندي ، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، مكتبة الإشعاع، مصر، 1997. .
- 40- الموسومي ضياء مجيد ، النظرية الاقتصادية (التحليل الاقتصادي الكلي)، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، 2002
- 41- النشار محمد فتح الله ، التعامل بالأسهم، دار الجامعة الجديدة للطبع، الاسكندرية، 2006
- 42- الهام وحيد دحام ، فعالية أداء السوق المالي و القطاع المصرفي في النمو الاقتصادي، مركز القوم للإصدارات القانونية مصر ، 2009 .
- 43- الهندي منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ،الإسكندرية،دار المعارف ، 2009.
- 44- هويشار معروف، الاستثمارات و الأسواق المالية، دار الصفاء للنشر و التوزيع ، الأردن، 2009.
- 45- وايت جون ، ترجمة العامري خالد ، الاستثمار في السندات و الأسهم ، دار الفاروق ، للنشر و التوزيع ، القاهرة ، 2003.
- 46- وليد صافي ، أنس البكري ، الأسواق المالية و الدولية ، دار المستقل للنشر و التوزيع ، عمان ، 2009.

• الملتيقيات :

47- العوضي رفعت السيد ، مداخلة بعنوان الأسواق-المالية-في-الاقتصاد-المعاصر-والاقتصاد-الإسلامي مقدمة في الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي المنعقدة في مكة المكرمة ، من 12/25 إلى 12/29 . 2010 .

48- أمال براهيمية ، سلايمية ظريفة ، مداخلة بعنوان التعجيل بالتغيير تعزيز الاستثمار الأجنبي المباشر هو مفتاح للتنمية الاقتصادية ، الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات-دراسة حالة الجزائر والدول النامية- يومي: 21 و 22 نوفمبر 2006 . جامعة محمد خيضر بسكرة.

49- بزاز حليمة، بن محمد هدى، المشتقات المالية و مخاطرها، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي حول: " أزمة النظام المالي و المصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية"، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة ، 2009.

50- زيدان محمد ونورين بومدين"، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر"، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، يومي 21 و 22 نوفمبر، بسكرة.

• المذكرات :

51- العمران أحمد عبد العزيز ، محددات الأداء في سوق الأوراق المالية ، دراسة قياسية تحليلية ، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في الاقتصاد كلية العلوم الإدارية تخصص اقتصاد ، جامعة الملك سعود ، المملكة العربية السعودية 2005.

52- بلجبلية سمية، أثر التضخم على عوائد السهم، مذكرة ماجستير ،في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة ، 2010 - 2011 .

53- بن امر حسين ، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية - دراسة قياسية_ ، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، ، تخصص نقود، بنوك ومالية ، 2012 جامعة أبي بكر بلقايد ، تلمسان، 2012/2013.

- 54- بن محياوي سميحة ، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية ، دراسة حالة بعض الدول العربية ، أطروحة دكتورة في العلوم التجارية ، تخصص تجارة دولية ، جامعة محمد خيضر بسكرة ، 2015/2014
- 55- بوكونة نورة ، تمويل التجارة الخارجية في الجزائر ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير ، في العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر 3 ، 2012/2011 .
- 56- حليلة عبد الكبير ، أثر التضخم على أسواق المالية ، دراسة حالة بورصة عمان من 1978 ال 2013 ، مذكرة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير جامعة محمد بوضياف ، المسيلة .
- 57- حليلة عطية ، دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات دراسة حالة بورصة عمان 2008 ، 2013 مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ، جامعة محمد خيضر بسكرة 2013،2014 .
- 58- حياة زيد ، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم - دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن ، السعودية ، فلسطين) مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، جامعة محمد خيضر ، بسكرة ، تخصص الأسواق المالية والبورصات ، 2015/2014 .
- 59- دراجي لعفيفي،أثر المديونية الخارجية على التنمية الاقتصادية في الجزائر،للفترة،(1986,2004) مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير،جامعة 8 ماي 1954 ، 2006 / 2007
- 60- سليمان أشرف ، التمويل الدولي و التنمية الاقتصادي في الأراضي الفلسطينية ، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير ، جامعة 8 ماي 1945 ، قالمة ، 2006 .
- 61- عيساوي سهام ، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال - دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي - ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة محمد خيضر بسكرة ، 2015/2014
- 62- غزال محمد دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية ، دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص :اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية ، جامعة فرحات عباس ، سطيف.

63- مسعودة بن لخضر ، عقود الخيار و دورها في تقليل المخاطر أسواق رأس المال دراسة تطبيقية على بورصة باريس للفترة 2009- 2014 ، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة . 2014 / 2015

• **المجلات :**

- 64- العمش منير مقال بعنوان تصحيح مسار التنمية في عالم متغير مجلة الباحث 2003 .
مفتاح صالح ،فريدة معارفي ، مجلة الباحث العدد 07 ، 2009.2010 ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة.
65- شندي أديب قاسم ، الأسواق المالية و أثرها في التنمية الاقتصادية ، دراسة حالة سوق العراق للأوراق المالية ، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية ، العدد الخاص بمؤشرات الكلية ، 2013
66- عبد الحفيظ خزان ، تفعيل دور الأسواق المالية و أثرها على النمو الاقتصادي - دراسة حالة بورصة عمان من 2002 إلى 2013 ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير تخصص أسواق مالية و بورصات ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير قسم علوم اقتصادية جامعة محمد خيضر بسكرة .

• **التقارير :**

- 67- التقرير السنوي لبورصة عمان ، سنة 2005
68- التقرير السنوي لبورصة عمان ، سنة 2006
69- التقرير السنوي لبورصة عمان ، سنة 2007
70- التقرير السنوي لبورصة عمان ، سنة 2008
71- التقرير السنوي لبورصة عمان ، سنة 2009
72- التقرير السنوي لبورصة عمان ، سنة 2010
73- التقرير السنوي لبورصة عمان ، سنة 2011
74- التقرير السنوي لبورصة عمان ، سنة 2012
75- التقرير السنوي لبورصة عمان ، سنة 2013
76- التقرير السنوي لبورصة عمان ، سنة 2014
77- التقرير السنوي لبورصة عمان ، سنة 2015

جدول رقم (2)
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 (بالآلاف)
246	249	245	251	247	عدد ايام التداول
37.3	32.8	38.0	33.9	58.2	معدل دوران السهم (X)
2136.3	2165.5	2065.8	1957.6	1995.1	الرقم القياسي لأسعار الاسهم المرجح بالأسهم الحرة (نقطة)
4229.9	4237.6	4336.7	4593.9	4648.4	الرقم القياسي لأسعار 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 (بالآلاف)
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 (مرات)
1.3	1.3	1.3	1.5	1.5	نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية (مرات)
3.6	4.2	4.6	4.6	3.3	نسبة الارباح الموزعة الى القيمة السوقية (X)
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 (٪)

جدول رقم (2)
المؤشرات الإحصائية الرئيسية لنشاط بورصة عمان

2014	2013	2012	2011	2010	
236	240	243	247	277	عدد الشركات المدرجة
18,082.6	18,233.5	19,141.5	19,272.8	21,858.2	القيمة السوقية (مليون دينار)
2,263.4	3,027.3	1,978.8	2,850.3	6,690.0	حجم التداول (مليون دينار)
9.1	12.4	7.9	11.5	26.8	المعدل اليومي لحجم التداول (مليون دينار)
2,321.8	2,705.8	2,384.1	4,072.3	6,988.9	عدد الاسهم المتداولة (مليون)
956.0	1,074.4	975.0	1,318.3	1,880.2	عدد العقود المنفذة (بالآلاف)
249	245	251	247	250	عدد أيام التداول
32.8	38.0	33.9	58.2	102.2	معامل دوران السهم (X)
2165.5	2065.8	1957.6	1995.1	2373.6	الرقم القياسي لأسعار الاسهم المرجح بالاسهم الحرة (نقطة)
4237.6	4336.7	4593.9	4648.4	5318.0	الرقم القياسي لأسعار الاسهم المرجح بالقيمة السوقية (نقطة)
585.8	585.1	552.3	606.8	834.4	الرقم القياسي غير المرجح لأسعار الاسهم (نقطة)
0.02	2.1	0.0	0.6	0.1	عدد السندات المتداولة (بالآلاف)
0.02	2.0	0.0	0.6	0.1	قيمة السندات المتداولة (مليون دينار)
15.3	14.7	15.6	22.6	26.3	نسبة القيمة السوقية الى العائد (مرات)
1.3	1.3	1.5	1.5	1.7	نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية (مرات)
4.2	4.6	4.6	3.3	2.7	نسبة الارباح الموزعة الى القيمة السوقية (X)
48.8	49.9	51.7	51.3	49.6	نسبة مساهمة غير الاردنيين في القيمة السوقية (X)
362.7	939.5	322.9	555.8	1,036.6	شراء غير الاردنيين (مليون دينار)
384.8	792.6	285.3	477.2	1,051.2	بيع غير الاردنيين (مليون دينار)
-22.2	146.9	37.6	78.6	-14.6	صافي استثمار غير الاردنيين (مليون دينار)
75.8	83.0	93.5	102.7	122.7	القيمة السوقية الى الناتج المحلي (X)

جدول رقم (17)
قيمة اصدارات السوق الاولية*

(بالدينار)

الفترة	اسهم	أذونات وسندات خزينة	مؤسسات عامة	اسناد قروض	المجموع
2003	56,164,822	600,000,000	29,000,000	105,354,000	790,518,822
2004	207,066,837	300,000,000	30,000,000	222,407,500	759,474,337
2005	888,825,951	540,000,000	74,000,000	60,600,000	1,563,425,951
2006	2,408,835,009	800,000,000	43,000,000	70,750,000	3,322,585,009
2007	885,771,902	1,142,500,000	46,000,000	168,700,000	2,242,971,902
2008	827,957,704	2,981,200,000	128,000,000	141,750,000	4,078,907,704
2009	317,321,922	4,191,000,000	138,500,000	151,750,000	4,798,571,922
2010	119,281,271	4,641,300,000	268,500,000	93,768,170	5,122,849,441
2011	136,671,251	4,110,900,000	801,380,000	38,000,000	5,086,951,251
2012	144,825,273	5,622,500,000	369,000,000	101,200,000	6,237,525,273
2013	45,979,161	5,493,395,000	180,000,000	81,500,000	5,800,874,161
2014	65,818,338	6,135,000,000	82,500,000	86,725,000	6,370,043,338

* المصدر هيئة الأوراق المالية

جدول رقم (١٧)
قيمة اصدارات السوق الاولى.

(بالدينار)

الفترة	اسهم	أذونات وسندات خزينة	مؤسسات عامة	اسناد فرض	المجموع
2003	56,164,822	600,000,000	29,000,000	105,354,000	790,518,822
2004	207,066,837	300,000,000	30,000,000	222,407,500	759,474,337
2005	888,825,951	540,000,000	74,000,000	60,600,000	1,563,425,951
2006	2,408,835,009	800,000,000	43,000,000	70,750,000	3,322,585,009
2007	885,771,902	1,142,500,000	46,000,000	168,700,000	2,242,971,902
2008	827,957,704	2,981,200,000	128,000,000	141,750,000	4,078,907,704
2009	317,321,922	4,191,000,000	138,500,000	151,750,000	4,798,571,922
2010	119,281,271	4,641,300,000	268,500,000	93,768,170	5,122,849,441
2011	136,671,251	4,110,900,000	801,380,000	38,000,000	5,086,951,251
2012	144,825,273	5,622,500,000	369,000,000	101,200,000	6,237,525,273

المصدر هيئة الأوراق المالية

جدول رقم (٢)

المؤشرات الإحصائية الرئيسية لنشاط بورصة عمان

2009	2008	2007	2006	2005	
272	262	245	227	201	عدد الشركات المدرجة
22,526.9	25,406.3	29,214.2	21,078.2	26,667.1	القيمة السوقية (مليون دينار)
9,665.3	20,318.0	12,348.1	14,209.9	16,871.0	حجم التداول (مليون دينار)
38.8	82.9	50.0	58.7	69.1	المعدل اليومي لحجم التداول (مليون دينار)
6,022.5	5,442.3	4,479.4	4,104.3	2,582.6	عدد الاسهم المتداولة (مليون)
2,964.6	3,780.9	3,457.9	3,442.6	2,392.5	عدد العقود المنفذة (بالآلف)
249	245	247	242	244	عدد ايام التداول
91.3	91.5	91.2	101.1	94.1	معدل دوران السهم (Z)
2533.5	2758.4	3675.0	3013.7	4259.7	الرقم القياسي لأسعار الاسهم المرجح بالأسهم الحرة (نقطة)
5520.1	6243.1	7519.3	5518.1	8191.5	الرقم القياسي لأسعار الاسهم المرجح بالقيمة السوقية (نقطة)
1,057.7	1,235.5	1,798.1	1,608.1	2,171.0	الرقم القياسي غير المرجح لاسعار الاسهم (نقطة)
0.8	0.4	1.6	1.2	3.4	عدد السندات المتداولة (بالآلف)
2.5	0.6	3.8	1.9	3.1	قيمة السندات المتداولة (مليون دينار)
14.4	18.8	28.0	16.7	44.2	نسبة القيمة السوقية الي العائد (مرة)
1.8	2.2	3.0	2.9	3.2	نسبة القيمة السوقية الي القيمة الدفترية (مرة)
2.8	2.5	1.8	2.3	1.6	نسبة الارباح الموزعة الي القيمة السوقية (Z)
48.9	49.2	48.9	45.5	45.0	نسبة مساهمة غير الاردنيين في القيمة السوقية (Z)
2,135.5	4,219.8	2,825.3	1,995.1	2,152.2	شراء غير الاردنيين (مليون دينار)
2,139.3	3,910.0	2,359.1	1,814.5	1,739.2	بيع غير الاردنيين (مليون دينار)
(3.8)	309.8	466.2	180.6	413.0	صافي استثمار غير الاردنيين (مليون دينار)
149.6	226.3	289.0	233.9	326.6	القيمة السوقية الي الناتج المحلي (Z)

المؤشرات الاحصائية الرئيسية لبورصة عمان

2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
201	227	245	262	272	277	247	243	240	236	228	224	عدد الشركات المدرجة
26 667,10	21 078,20	29 214,20	25 406,30	22 526,90	21 858,2	19 272,7	19,141,5	18233,4914	18082,6174	17984,674	17339,3849	القيمة السوقية (مليون دينار)
16 871,0	14 209,9	12 348,1	20 318,0	9 665,3	6 690,0	2 850,2	1 978,8	3 027,3	2 263,4	3 417,1	2 329,5	حجم التداول (مليون دينار)
69,1	58,7	50	82,9	38,8	26,75	11,5	7,9	12,4	9,1	13,9	9,5	المعدل اليومي لحجم التداول (مليون دينار)
2 582,6	4 104,3	4 479,4	5 442,3	6 022,5	6 988,8	4 072,3	2 384,1	2 705,8	2 321,8	2 585,8	1 836,7	عدد الاسهم المتداولة (مليون)
2392,5	3442,6	3457,9	3780,9	2964,6	1880,2	1318,3	975,0	1074,4	956,0	899,0	786,2	عدد العقود المنفذة (بالالف)
244	242	247	245	249	250	247	251	245	249	246	245	عدد ايام التداول
94,1	101,1	91,2	91,5	91,3	102,2	58,2	33,9	38,0	32,8	37,3	27,2	معدل دوران السهم (%)
4259,7	3013,7	3675,0	2758,4	2533,5	2373,6	1995,1	1957,6	2065,8	2165,5	2136,3	2170,3	الرقم القياسي لأسعار الاسهم المرجح بالاسهم الحرة (نقطة)
8191,5	5518,1	7519,3	6243,1	5520,1	5318,0	4648,4	4593,6	4336,7	4237,6	4229,9	4069,7	الرقم القياسي لاسعار الاسهم المرجح بالقيمة السوقية (نقطة)
2171,0	1608,1	1798,1	1235,5	1056,1	834,4	606,8	552,3	585,11	585,85	533,32	493,22	الرقم القياسي غير المرجح لاسعار الاسهم (نقطة)
3,4	1,2	1,6	0,4	0,8	0,14	0,6	0	2,1	0,02	0,012	0	عدد السندات المتداولة (بالالف)
3,1	1,9	3,8	0,6	2,5	0,14	0,6	0	2,04	0,02	0,85	0,00	قيمة السندات المتداولة (مليون دينار)
44,2	16,7	28	18,8	14,4	26,3	22,6	15,6	14,7	15,3	14,0	16,5	نسبة القيمة السوقية الى العائد (مرة)
3,2	2,9	3	2,2	1,8	1,7	1,5	1,5	1,3	1,3	1,3	1,2	نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية (مرة)
1,6	2,3	1,8	2,5	2,8	2,7	3,3	4,6	4,6	4,2	3,6	4,1	نسبة الارباح الموزعة الى القيمة السوقية (%)
45	45,5	48,9	49,2	48,9	49,6	51,3	51,7	49,9	48,8	49,5	49,6	نسبة مساهمة غير الاردنيين في القيمة السوقية (%)
2 152,2	1 995,1	2 825,3	4 219,8	2 135,5	1 036,6	555,8	322,9	939,5	362,7	981,7	666,5	شراء غير الاردنيين (مليون دينار)
1739,2	1814,5	2359,1	3910,0	2139,3	1051,2	477,2	285,3	792,6	384,8	971,1	429,4	بيع غير الاردنيين (مليون دينار)
413	180,6	466,2	309,8	-3,8	-14,6	78,6	37,6	146,9	-22,2	10,6	237,1	صافي استثمار غير الاردنيين (مليون دينار)
326,6	233,9	289	216,7	149,6	122,7	102,7	93,5	83,0	75,8	70,7	65,0	القيمة السوقية الى الناتج المحلي (%)