

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
République Algérienne Démocratique et Populaire  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

Université Mohamed KHIDHER-Biskra  
Faculté des Sciences Economiques,  
Commerciales et des Sciences de Gestion  
Département des Sciences Economiques



جامعة محمد خيضر - بسكرة  
كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم الإقتصادية

# الموضوع

أثر التضخم ومعدلات الفائدة على أداء سوق الأوراق المالية  
- دراسة حالة سوق عمان الأوراق المالية للفترة ( 1990-2017 ) -

مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الإقتصادية  
تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

الأستاذ المشرف:

د. بوعبد الله علي

إعداد الطالبة:

يونس شميصة

السنة الجامعية: 2018-2019

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ  
الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي  
خَلَقَ السَّمَوَاتِ وَالْأَرْضَ  
وَالَّذِي يُضَوِّبُ الْمَوْتَى  
إِنَّ رَبَّهُ لَسَدِيدٌ  
إِلَىٰ عَرْشِهِ الرَّحِيمُ  
الَّذِي يُرْسِلُ الرِّيَّاحَ  
تُحْمَلُهُ السَّحَابُ  
وَيُنزِلُ مِنْ سَحَابِهِ  
مَاءً يَسْرُبُ  
وَالَّذِي يُنزِّلُ الْمَطَرَ  
إِنَّ فِي ذَٰلِكَ لَآيَاتٍ  
لِّقَوْمٍ يَعْقِلُونَ  
بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ  
الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي  
خَلَقَ السَّمَوَاتِ وَالْأَرْضَ  
وَالَّذِي يُضَوِّبُ الْمَوْتَى  
إِنَّ رَبَّهُ لَسَدِيدٌ  
إِلَىٰ عَرْشِهِ الرَّحِيمُ  
الَّذِي يُرْسِلُ الرِّيَّاحَ  
تُحْمَلُهُ السَّحَابُ  
وَيُنزِلُ مِنْ سَحَابِهِ  
مَاءً يَسْرُبُ  
وَالَّذِي يُنزِّلُ الْمَطَرَ  
إِنَّ فِي ذَٰلِكَ لَآيَاتٍ  
لِّقَوْمٍ يَعْقِلُونَ

---

« ما يزال المرءُ عالماً ما طلب العلم،

فإن ظنَّ أنه علم فقد جهل »

---

## إهداء

لكل بداية نهاية ونهاية جهدي أهدي إلى:

إلى من أنارت بدعواتها درب حياتي، إلى "أمي الغالية".

بالألف منها..... أتمنى أن تحيا عند الله شهيدة، وبالميم منها..... معدوم الوجود بدونها،

وبالياء منها..... يرحمك الله ويسكنك فسيح جناته.

إلى من كلفه الله بالهيبة والوقار، إلى من علمني العطاء بدون انتظار، إلى من أحمل اسمه بكل افتخار

..... "أبي الحبيب"، أطال الله في عمره.

إلى من أعيش على ذكراه، إلى من تشتاق العين لرؤياه، إلى أكثر من تمنيت حضوره في هذا اليوم

-لكنه القدر- واأسفاه، إلى من أتمنى أن يقف التوفيق إلى جانبي -فقط- لأنفذ الوعد الذي قطعت إياه،

إلى أكثر شيء جميل حصل في حياتي لن أنساه،..... إلى روح زوجي الطاهرة؛

"ب. لحسن"، رحمه الله..... وإلى "عائلته الكريمة".

إلى من كانوا لي بحق خير سند، ومنهم بعد الله عز وجل أطلب المدد،.....

"إخوتي وأخواتي"؛ حفظهم الله ورعاهم.

إلى من تجمعني بهن ابتسامة صادقة زميلاتي في الدراسة؛..... "صبرينة، جيهان، ومنال"؛

وقفهم الله وسدد خطاهم.

إلى من أجلوا أفكارني، وبددوا حجب الظلمة في نفسي؛..... "معلمي وأساتذتي" في كل الأطوار؛

أعانهم الله على تأدية رسالتهم النبيلة.

إلى كل "طالب علم"،..... مخلص، صابر في تحصيله،.... محب للعمل ساع إليه.

إلى كل من يحمل لقب "يونس"،..... إلى كل من نسيه قلبي ولم ينساه قلبي،..... إلى كل هؤلاء أهدي

هذا الجهد المتواضع،..... "أخوة، ومحبة، واعترافا بالجميل".

شكرا



## كلمة شكر وعرهان

قال تعالى: "رب أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والدي وأن أعمل صالحا ترضاه وأدخلني برحمتك في عبادك الصالحين"......سورة النمل، الآية 19.

الحمد لله الذي عم برحمته جميع العباد، وخص أهل طاعته بالهداية إلى سبيل الرشاد، ووفقههم بلطفه لصالح الأعمال والفوز ببلوغ المراد،....."فالحمد لله أول الأمر وآخره".

لا يسعني وأنا في هذا المقام إلا أن أتقدم بجزيل -الشكر والعرهان- إلى الأستاذ المشرف؛ الأستاذ الدكتور: "علي بوعبد الله".

الذي تكرم بقبول الإشراف على هذه المذكرة ولتوجيهاته القيمة، وكذا صبره وسعة صدره وحرصه على إتمام هذا العمل في أحسن الظروف، -كما- أحيي فيه روح التواضع والمعاملة الجيدة، فجزاه الله عنا كل خير.

كما لا يفوتني أن أتقدم بجزيل الشكر-؛ "لسادة أعضاء لجنة المناقشة" الذين سننال شرف مناقشتهم لهذه المذكرة، فلهم منا -الشكر والعرهان- على جميل نصائحهم وتوجيهاتهم التي ستثير دربنا العلمي. كما يسرني ويشرفني أن أتقدم بالشكر والعرهان- لكل من مد لي يد العون من قريب أو من بعيد في إنجاز هذه المذكرة، ولم يتسنى لي ذكر اسمه.

وختاماً؛ أسأل الله العلي القدير أن يكون هذا العمل خالصاً لوجهه الكريم، وأن يجعله علماً نافعا.



شهادة

## المخلص:

تعد أوضاع أسواق الأوراق المالية مرآة عاكسة للوضع الاقتصادي العام في البلاد، كونها تمثل العنصر الأساس في مكونات البناء المالي في أي نظام اقتصادي، واستقرار هذه الأسواق مقياساً لمدى نجاح السياسة الاقتصادية العامة للدولة، ومن هنا تأتي محاولة فهم تقلبات أسعار الأوراق المالية وعلاقتها بالمتغيرات الاقتصادية الكلية، التي لها تأثيراتها المباشرة وغير المباشرة في حركة مؤشرات الأسهم والسندات في أسواق الأوراق المالية.

حاولت هذه الدراسة معالجة الإشكالية المتعلقة بتأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية (التضخم ومعدلات الفائدة) على أداء سوق الأوراق المالية، مع الإشارة إلى سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1990-2017)، بالتحليل والقياس، واستخدمت الدراسة منهجية نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL).

ومن أهم الاستنتاجات التي توصلت إليها الدراسة؛ وجود علاقة معنوية عكسية وتوازن طويل الأجل بين سعر الفائدة ومؤشرات أداء سوق عمان للأوراق المالية، في حين لم تثبت العلاقة المعنوية في الأجل الطويل بين معدل التضخم ومؤشرات أداء سوق عمان المالي.

**الكلمات المفتاحية:** سوق الأوراق المالية، معدل التضخم، معدلات الفائدة، مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، سوق عمان للأوراق المالية.

## **Absract:**

The situation of the stock markets is a reflection of the overall economic situation in the country, as it is the main component of the financial structure of any economic system. The stability of these markets is a measure of the success of the general economic policy of the country. Hence the attempt to understand the volatility of securities prices and their relation to macroeconomic variables , Which have direct and indirect effects on the movement of equity and bond indices in the stock markets.

This study attempted to address the problem of the effects of macroeconomic variables (inflation and interest rates) on the performance of the stock market, with reference to the Amman Stock Exchange during the period (1990-2017), analysis and measurement. The study used the methodology of the (ARDL).

The most important conclusions of the study were the existence of a significant correlation between the interest rate and the performance indicators of the Amman Stock Exchange, while the long-term correlation between the inflation rate and the performance indicators of the Amman Stock Exchange was not proven.

**Keywords:** Stock Exchange, Inflation Rate, Interest Rates, Stock Market Performance Indicators, Amman Stock Exchange.



## فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
.I	الإهداء
.II	كلمة شكر وتقدير
.III	ملخص باللغة العربية
.IV	ملخص باللغة الإنجليزية
.V	فهرس المحتويات
.IX	فهرس الجداول
.X	فهرس الأشكال
.X	فهرس الملاحق
(أ - ط)	المقدمة العامة
أ	إشكالية البحث
ب	فرضيات البحث
ب	أهداف البحث
ج	أهمية البحث
ج	الدراسات السابقة
ح	منهج البحث والأدوات المستخدمة
ح	تحديد إطار البحث
ط	خطة وهيكل البحث
(2-45)	الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية
02	تمهيد
03	المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية
03	المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية ومكوناتها
03	الفرع الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية
05	الفرع الثاني: مكونات سوق الأوراق المالية
09	المطلب الثاني: خصائص ووظائف سوق الأوراق المالية
09	الفرع الأول: خصائص سوق الأوراق المالية
10	الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية
11	المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية
11	المطلب الأول: أدوات الملكية " الأسهم "

11	الفرع الأول: تعريف السهم ومختلف قيمه
12	الفرع الثاني: أنواع الأسهم
15	المطلب الثاني: أدوات المديونية " السندات "
15	الفرع الأول: تعريف السند وخصائصه
16	الفرع الثاني: أنواع السندات
19	المطلب الثالث: المشتقات المالية والأوراق الهجينة
20	الفرع الأول: المشتقات المالية
24	الفرع الثاني: الأوراق الهجينة
25	المبحث الثالث: تقييم أداء سوق الأوراق المالية
25	المطلب الأول: أساسيات حول الأداء وتقييمه
26	الفرع الأول: الأداء: مفهومه، أنواعه، والعوامل المؤثرة فيه
29	الفرع الثاني: تقييم الأداء: مفهومه، أهميته، ومؤشرات قياسه
33	المطلب الثاني: مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية
33	الفرع الأول: مدخل للمؤشر "مؤشر سوق الأوراق المالية"
35	الفرع الثاني: أهم مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية
36	الفرع الثالث: كيفية بناء المؤشر
41	المطلب الثالث: بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية العالمية وأهم مزاياها
41	الفرع الأول: بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية العالمية
44	الفرع الثاني: مزايا المؤشرات
45	ملخص الفصل الأول
(47-80)	الفصل الثاني: علاقة التضخم ومعدلات الفائدة بأداء سوق الأوراق المالية
47	تمهيد
48	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للتضخم
48	المطلب الأول: مفهوم التضخم، أنواعه وأسبابه
48	الفرع الأول: مفهوم التضخم
49	الفرع الثاني: أنواع التضخم
51	الفرع الثالث: أسباب التضخم ونظرياته
53	المطلب الثاني: قياس التضخم، آثاره ووسائل معالجته
54	الفرع الأول: قياس التضخم
55	الفرع الثاني: الآثار الاقتصادية والاجتماعية للتضخم
58	الفرع الثالث: وسائل معالجة التضخم

61	المبحث الثاني: الأسس النظرية لمعدلات الفائدة
61	المطلب الأول: ماهية معدل الفائدة
61	الفرع الأول: مفهوم معدل الفائدة وأهم أنواعه
63	الفرع الثاني: وظائف معدل الفائدة والعوامل المؤثرة فيه
65	المطلب الثاني: النظريات المفسرة لمعدل الفائدة
65	الفرع الأول: النظرية الكلاسيكية ونظرية الأرصد المعدة للإقراض
69	الفرع الثاني: نظرية تفضيل السيولة لكينز
72	الفرع الثالث: النظرية الحديثة في سعر الفائدة
74	المبحث الثالث: دراسة نظرية لعلاقة التضخم ومعدلات الفائدة بأداء سوق الأوراق المالية
74	المطلب الأول: التحليل الاقتصادي لعلاقة التضخم بأداء سوق الأوراق المالية
74	الفرع الأول: تحليل العلاقة بين التضخم والسندات
75	الفرع الثاني: تحليل العلاقة بين التضخم وتغيرات أسعار الأسهم
77	المطلب الثاني: التحليل الاقتصادي لعلاقة معدلات الفائدة بأداء سوق الأوراق المالية
77	الفرع الأول: تحليل العلاقة بين معدلات الفائدة وأسعار السندات
78	الفرع الثاني: تحليل العلاقة بين معدلات الفائدة وأسعار الأسهم
80	ملخص الفصل الثاني
(82-111)	الفصل الثالث: أثر التضخم ومعدلات الفائدة على أداء سوق عمان للأوراق المالية (1990-2017)
82	تمهيد
83	المبحث الأول: لمحة عامة حول سوق عمان للأوراق المالية
83	المطلب الأول: نشأة سوق عمان المالي والهيئات المكونة له
83	الفرع الأول: نشأة سوق عمان للأوراق المالية
84	الفرع الثاني: الهيئات المكونة لسوق عمان المالي
87	المطلب الثاني: أهداف السوق، المتعاملين فيه، وأهم إنجازاته
87	الفرع الأول: أهداف سوق عمان للأوراق المالية
88	الفرع الثاني: المتعاملون في سوق عمان المالي
88	الفرع الثالث: أهم إنجازات بورصة عمان للأوراق المالية
90	المبحث الثاني: تحليل تطور مؤشرات الأداء وبعض المؤشرات الاقتصادية الكلية في الأردن للفترة (1990-2017)
90	المطلب الأول: تحليل تطور مؤشرات الأداء لسوق عمان المالي للفترة (1990-2017)

91	الفرع الأول: مؤشر القيمة السوقية (معدل رسمة السوق) (k)
92	الفرع الثاني: مؤشر حجم التداول (Val)
92	الفرع الثالث: مؤشر معدل دوران السهم (rot)
93	الفرع الرابع: مؤشر عدد الشركات المدرجة (n)
94	الفرع الخامس: المؤشر العام لأسعار الأسهم (Index)
95	المطلب الثاني: تحليل تطور بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية في الأردن للفترة (2017-1990)
96	الفرع الأول: مؤشر التضخم (inf)
96	الفرع الثاني: مؤشر معدلات الفائدة (r)
97	المبحث الثالث: دراسة قياسية لأثر التضخم ومعدلات الفائدة على أداء سوق عمان للأوراق المالية للفترة (2017-1990)
97	المطلب الأول: منهجية الدراسة وطرق الاقتصاد القياسي
98	الفرع الأول: مفهوم سكون السلسلة الزمنية واختبارات جذر الوحدة
99	الفرع الثاني: اختبار التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ
100	الفرع الثالث: نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL)
101	المطلب الثاني: توصيف النموذج القياسي وبيانات الدراسة
101	الفرع الأول: تحديد متغيرات الدراسة
102	الفرع الثاني: مصادر بيانات الدراسة
103	المطلب الثالث: تقدير النموذج وتحليل النتائج
103	الفرع الأول: اختبارات الإستقرارية
108	الفرع الثاني: تشخيص البواقي
111	ملخص الفصل الثالث
(117-113)	الخاتمة العامة
113	الخلاصة العامة
113	نتائج البحث
115	نتائج اختبار الفرضيات
116	الاقتراحات
117	آفاق البحث
(128-119)	قائمة المراجع
(131-130)	قائمة الملاحق



## فهرس الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
19	مقارنة بين السندات، الأسهم الممتازة والأسهم العادية	1
23	مقارنة بين عقود الخيار، العقود الآجلة، وعقود المستقبلات	2
38	مثال توضيحي	3
40	مثال توضيحي	4
104	اختبارات جذر الوحدة للاستقرارية	5
107	اختبار التكامل المتزامن وفق منهجية ARDL	6
107	نموذج تصحيح الخطأ وفق منهجية ARDL	7
109	اختبار الارتباط التسلسلي للبواقي	8
109	اختبار اختلاف التباين	9

## فهرس الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
08	مكونات سوق الأوراق المالية	1
27	مكونات الأداء الأساسية: الكفاءة والفعالية	2
52	تضخم جذب الطلب	3
66	النظرية الكلاسيكية في سعر الفائدة	4
67	نظرية الأرصدة المعدة للإفراض في تحديد سعر الفائدة	5
70	سعر الفائدة التوازني	6
73	نموذج (IS-LM)	7
86	الهيكل التنظيمي لسوق عمان المالي - الأردن -	8
91	قراءة وتحليل لتطور حركة مؤشرات الأداء في سوق عمان المالي للفترة (2017-1990)	9
95	قراءة وتحليل لتطور بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية في الأردن للفترة (2017-1990).	10
105	اختبار الفجوات الملائمة في نموذج الدراسة	11
109	اختبار توزيع البواقي	12
110	اختبار المجموع التراكمي للبواقي المعاودة	13
110	اختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعاودة	14

## فهرس الملاحق

الصفحة	العنوان	الرقم
130	مؤشرات سوق عمان للأوراق المالية للفترة (2017-1990)	1
131	مؤشرات الاقتصاد الكلي (التضخم ومعدلات الفائدة) في الأردن للفترة (2017-1990)	2

# المقدمة العامة

### تمهيد:

شهد العالم خلال العقدین الأخيرین من الزمن تطورات وتغیرات جذریة، مست الحیاة الاقصادیة والسیاسیة للدول بمختلف جوانبها، ومن بین هذه التطورات الالتهام بمصادر التمويل، مما أعطى أهمية متزايدة لوجود أسواق الأوراق المالية، وذلك للمهام التي تؤديها والمتمثلة أساسا في ربط قطاعات الفائض المالي بقطاعات العجز، وكذلك لما لها من أثر كبير في النشاط الاقتصادي والاجتماعي في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء.

وكغيره من الأسواق، يتأثر سوق الأوراق المالية بمجموعة من العوامل والمتغيرات الاقتصادية الكلية، التي قد يكون لبعضها أثر إيجابي في أدائه، ولبعضها الآخر أثر سلبي، مما يسبب التقلبات في مؤشرات أدائه، ولفهم هذه التقلبات لابد من التعرف أكثر على هذه المتغيرات، وهو ما يفسر تركيز العديد من المحللين الاقتصاديين على دراسة هذه العوامل الاقتصادية التي تؤثر وبصفة جوهرية على أداء سوق الأوراق المالية.

إن دراسة وتحليل آلية التأثير والعلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأسعار الأوراق المالية من أهم العناصر التي تساهم في وضع السياسات الاقتصادية الملائمة للمحافظة على الاستقرار في أداء أسواق الأوراق المالية، ومن ثم الاقتصاد ككل. حيث تم اختيار " ظاهرة التضخم ومعدلات الفائدة "، كأهم متغيرات اقتصادية كلية مؤثرة على أداء سوق الأوراق المالية.

### 1- إشكالية البحث:

تطرح في العديد من الدول النامية إشكالية اعتماد اقتصادياتها، إلى حد كبير على الجهاز البنكي (الوساطة البنكية)، مقابل تهميش لأسواق الأوراق المالية (اللاوساطة المالية)، ومن هنا أصبح لزاما عليها التوجه نحو تنشيط وتنمية أداء أسواق أوراقها المالية، والأردن كغيره من الدول النامية التي أعطت أهمية بالغة لتطوير سوق الأوراق المالية، غير أن هذا السوق كغيره من الأسواق الأخرى، يتأثر بمجموعة من العوامل والمتغيرات الاقتصادية، التي لها تأثيراتها المباشرة وغير المباشرة في حركة مؤشرات أدائه.

وفي هذا المجال تتبلور إشكالية هذا البحث، ولكن بإسقاطها على سوق عمان للأوراق المالية، والتي يمكن صياغتها على النحو التالي:

ما مدى تأثير التضخم ومعدلات الفائدة على أداء سوق عمان للأوراق المالية في الفترة (1990-2017)؟

يندرج تحت هذا التساؤل الرئيسي التساؤلات الجزئية التالية:

- ما مدى ارتباط مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية بالمتغيرات الاقتصادية الكلية ( التضخم ومعدلات الفائدة)؟

- هل تؤثر المتغيرات الاقتصادية الخارجية (خارج السوق)، وأيضاً الداخلية (داخل السوق) -معا- على أداء سوق عمان للأوراق المالية؟

- ما هو المحدد الرئيسي لأداء سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1990-2017) ؟

## 2- فرضيات البحث:

وللإجابة على هذه التساؤلات يمكن اعتماد الفرضيات التالية:

- ترتبط مؤشرات الأداء في أسواق الأوراق المالية -ارتباطاً طردياً- مع المتغيرات الاقتصادية الكلية ( التضخم ومعدلات الفائدة)؛

- تؤثر المتغيرات الخارجية (التضخم ومعدلات الفائدة) -فقط- على أداء سوق عمان للأوراق المالية؛

- تعتبر معدلات الفائدة المحدد الرئيسي لأداء سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1990-2017).

## 3- أهداف البحث:

تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف نذكر منها:

- تسليط الضوء على الجوانب النظرية لسوق الأوراق المالية؛

- الاهتمام بأثر المتغيرات الكلية خاصة التضخم ومعدلات الفائدة على أداء أسواق الأوراق المالية؛

- دراسة النظريات الاقتصادية المفسرة لطبيعة العلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم ( فرضية فيشر وفرضية فاما )؛

- تحليل طبيعة العلاقة بين أسعار الفائدة وأسعار الأوراق المالية (الأسهم والسندات)؛
- الجمع بين السوقين النقدي والرأسمالي، مع إسقاط الدراسة على سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1990-2017)؛
- محاولة معرفة مدى تطابق الجانب النظري للدراسة مع الواقع التطبيقي.

#### 4- أهمية البحث:

تستمد هذه الدراسة أهميتها من أهمية سوق الأوراق المالية، فالسوق المالي هو بمثابة وسيلة فعالة لجذب الاستثمارات وتعبئة المدخرات، كما تتبع أهميتها -أيضا- من كونها تعالج موضوعا يحتل مكانة، وأهمية متميزة ضمن البحوث الاقتصادية، حيث أصبحت الموضوعات المتعلقة بالاستثمار والأوراق المالية- تشغل جزءا كبيرا من تفكير عامة الناس، ولم تعد تقتصر على كبار المستثمرين ورجال الأعمال والمختصين- فحسب، وما يكسب هذه الدراسة -أيضا- أهمية خاصة هو أنها حاولت إظهار أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية وخاصة -التضخم ومعدلات الفائدة- على أداء إحدى أسواق الأوراق المالية الناشئة، المتمثلة في سوق عمان للأوراق المالية، ضف إلى ذلك نقص الدراسات التي عالجت -الحالة الأردنية- في هذا الموضوع، من جهة أخرى تكمن أهمية هذا البحث في اكتشاف العلاقة بين هذين المتغيرين معا، على أداء سوق الأوراق المالية بصفة عامة.

#### 5- الدراسات السابقة:

- لقد سبق هذه الدراسة أو بالقرب منها دراسات سابقة نذكرها على سبيل المثال فيما يلي:
- بشار ذنون محمد الشكرجي، ميادة صلاح الدين تاج الدين، علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية -دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية-، ( مجلة تنمية الرافدين 89 (30)، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، 2008).

تمحورت مشكلة البحث في التساؤل الآتي: هل أن مؤشر التداول المبني وفقا لأسلوب القيمة قادر على التعبير عن حالة سوق الرياض ومن ثم الاقتصاد السعودي؟، وتبنى البحث الفرضية الآتية: يمكن أن يعكس المؤشر العام لسوق الرياض للأوراق المالية (التداول) حالة السوق ومن ثم الحالة الاقتصادية للبلد. وقد قسم البحث إلى جانبين؛ يمثل الأول -الجانب المفاهيمي-، في حين يمثل الثاني

-الجانب التحليلي- لسوق الرياض للأوراق المالية، ويهدف الباحثان من خلال دراستهما محاولة الإجابة على التساؤلات التالية: عن معنى المؤشر، كيفية بنائه، مدى علاقته بالأسعار والقيمة السوقية وكميات التداول، وما هي الشركات السعودية الأكثر تأثيراً على المؤشر....؟

أظهرت نتائج الدراسة؛ أن المؤشر السعودي للأوراق المالية (TASI) المبني وفقاً لأسلوب القيمة، قد فقد المقدرة على التعبير عن حركة التداولات وأداء السوق ككل في السوق السعودية، ومن ثم أداء الاقتصاد السعودي، وأن قيمة السوق السعودي يستحوذ على معظمها عدد قليل من الشركات، وأن العدد الأكبر من الشركات لا تمتلك إلا نسبة ضئيلة من إجمالي قيمة السوق، وخلصت الدراسة إلى أن؛ أدنى تحرك للشركات القيادية التي تمتلك نسبة كبيرة من قيمة رسملة السوق، ومن ثم تمتلك القدرة على التأثير على صعود المؤشر حال صعود أسعارها، وهبوطه حال هبوط أسعارها السوقية، يعد مؤشراً على العديد من الجوانب في الاقتصاد السعودي -سلباً أو إيجاباً-.

- بلجبلية سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم -دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996-2006، (مذكرة ماجستير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2009-2010).

تمحورت إشكالية الدراسة حول: العلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم وطبيعة هذه العلاقة، وكيف يؤثر التضخم على حركة عوائد الأسهم في السوق الرأسمالي. حيث قسمت الباحثة دراستها إلى خمسة فصول؛ الفصول الأربعة الأولى تعرضت من خلالها بالتحليل والدراسة للجانب النظري، أما الفصل الخامس فيتعرض -لدراسة حالة-. وتهدف الباحثة من خلال هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين أثر التضخم وعوائد الأسهم في بورصة عمان للأوراق المالية، وقد شملت عينة الدراسة مجموعة من الشركات في قطاع -الصناعة والخدمات والتأمين- وذلك خلال الفترة (1996-2006)، ولمعالجة هذا الموضوع اعتمدت الباحثة على بيانات تتمثل في متوسط العائد لكل قطاع، وعلى دراسة الارتباط البسيط بين متوسط العائد على أسهم كل قطاع ومعدلات التضخم.

أظهرت نتائج الدراسة؛ أن هناك علاقة طردية متوسطة القوة بين متوسط عوائد أسهم -قطاع التأمين- ومعدلات التضخم في الأردن، هذا يعني أن أسهم شركات التأمين يمكن أن توفر للمستثمر نوع من الحماية تجاه مخاطر انخفاض قيمة العائد الناتجة عن ارتفاع معدلات التضخم،

وكذلك بالنسبة -قطاع الخدمات-، كما أظهرت النتائج أنه لا يمكن الاعتماد على أسهم الشركات العاملة في قطاع الصناعة- خلال فترات التضخم في بورصة عمان خلال الفترة (1996-2006)، ذلك أن ارتباط عوائد أسهم القطاع الصناعي كان سالبا مع معدلات التضخم وهذا دليل على وجود علاقة عكسية، وبالتالي فهي لا تشكل أي حماية من مخاطر التضخم بل العكس، وهذه النتيجة مخالفة تماما لما وصلت له -أعمال ليفلر- على سوق الأوراق المالية الأمريكية التي أكدت أن -أسهم الشركات الصناعية والتجارية- أحسن وسيلة للتحوط من مخاطر التضخم.

- رشا حمدوش، أثر التضخم على عوائد الأسهم بالتطبيق على سوق دمشق المالية، (مجلة جامعة البعث، المجلد 39، العدد 2017، 15).

تمحورت إشكالية البحث حول: أثر التضخم على عوائد الأسهم وبالتطبيق على سوق دمشق المالية. وقد قسمت الباحثة دراستها إلى جانبين -نظري وتطبيقي-، حيث تناولت في الأول مفاهيم عامة حول التضخم، الأسواق المالية، عوائد الأسهم، في حين خصص الثاني للدراسة القياسية، وتهدف الباحثة من وراء هذه الدراسة إلى محاولة معرفة مدى تأثير التضخم على عائد مؤشر سوق دمشق المالية، وتم جمع البيانات الشهرية لمعدل التضخم ومؤشر سوق دمشق للأوراق المالية للفترة مابين عامي (2010-2013).

وتوصلت الباحثة إلى نتيجة مفادها؛ وجود علاقة ارتباط ايجابية ضعيفة، ولكنها غير دالة إحصائيا لمعدل التضخم على عائد المؤشر في سوق دمشق المالية خلال فترة الدراسة، ويعود ذلك إلى ضعف ثقة المستثمرين بسوق دمشق المالي نتيجة مجموعة من العوامل منها؛ كونها سوق حديثة النشأة، ونتيجة للأزمة التي تمر بها البلاد مما أضعف من عملية التداول في السوق المالية.

- لخضر بن فليس، أثر سعر الفائدة على المتغيرات الاقتصادية في الجزائر خلال الفترة (1990-2011) -دراسة قياسية تحليلية-، (رسالة ماجستير، جامعة المسيلة، 2013-2014).

تمحورت إشكالية البحث حول: أثر سعر الفائدة على المتغيرات الاقتصادية في الجزائر، وقد قسم الباحث دراسته إلى ثلاثة فصول؛ تضمن الأول سعر الفائدة في المدارس الاقتصادية المختلفة، وتناول الثاني دراسة تحليلية لواقع سعر الفائدة والمتغيرات الاقتصادية في الجزائر، في حين خصص الفصل الثالث للدراسة القياسية لأثر سعر الفائدة على المتغيرات الاقتصادية في الجزائر. ويهدف الباحث من وراء



هذه الدراسة إلى؛ محاولة فهم ومعرفة مدى تأثير التغيير في سعر الفائدة على المتغيرات الاقتصادية في الجزائر، من خلال تحليل واقع سعر الفائدة والمتغيرات الاقتصادية الأخرى خلال فترة الدراسة لمعرفة العلاقة التفاعلية فيما بينها.

أظهرت نتائج الدراسة أن؛ سعر الفائدة كأداة من أدوات السياسة النقدية لا يتمتع بالمرونة اللازمة للتأثير في المتغيرات الاقتصادية في الجزائر بقدر تأثير تغيير أسعار النفط، كما أظهرت النتائج أن لسعر الفائدة أثر إيجابي على الادخار، ولكن هذا الأثر ليس معنويا في الحالة الجزائرية، كما أن سياسة تحرير أسعار الفائدة المنتهجة في الجزائر لم تؤد إلى زيادة تراكم المدخرات المالية لدى البنوك، وأن الزيادة الحاصلة لا تنبثق عن تحرير أسعار الفائدة، كما أسفرت نتائج تحليل الارتباط بين سعر الفائدة والتضخم بالجزائر في الفترة (1994-2011) عن وجود علاقة طردية، وهو ما اتفقت عليه الدراسات الاقتصادية النظرية والقياسية-، وأوضحت نتائج تحليل الانحدار الخطي البسيط أن سعر الفائدة يؤثر بشكل كبير في ظاهرة التضخم حيث وحسب الدراسة فهو يتسبب في ثلث ظاهرة التضخم على الأقل وذلك ليس بالأمر الهين، ومن النتائج أيضا- أن محدودية النظام المالي في وضع إستراتيجية ملائمة في تحديد أسعار الفائدة التي تسمح بتعبئة الادخار مع أحسن توزيع للموارد، يعود إلى انعدام المنافسة في القطاع المصرفي.

- محمود صالح عطية، تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق العراق، (مجلة ديالي، 2012).

يتبنى البحث الفرضية الآتية: "وجود عوامل خارجية لها تأثيراتها الايجابية والسلبية على أسواق المال ويتطلب معرفة هذه العوامل لاتخاذ الإجراءات اللازمة للحد من تأثيراتها السلبية، فضلا عن تحديد أهم القنوات التي يمكن من خلالها انتقال آثار هذه العوامل إلى الأسواق المالية وخصوصا سوق العراق". وقد قسم الباحث دراسته إلى أربعة مباحث؛ تضمن الأول تأثير عرض النقد ومستوى النشاط الاقتصادي، وتناول الثاني تأثير أدوات السياسة النقدية الأخرى (أسعار الفائدة، وأسعار الصرف)، في حين خصص الثالث لدراسة تأثير التضخم والأزمات المالية والسياسية، بينما خصص المبحث الرابع لدراسة العوامل المؤثرة على سوق العراق للأوراق المالية. ويهدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى إعطاء فكرة شاملة عن أهم الأسباب الموضوعية التي تؤثر على حركة الأسهم والسندات صعودا ونزولا في سوق الأوراق المالية، ومن ثم تكون منطلقا لمعرفة تأثيرات هذه الأسباب على سوق العراق للأوراق المالية.

وتوصل البحث إلى نتيجة مفادها؛ أن هناك تأثير وبشكل ايجابي لكل من (عرض النقد، وسعر الصرف، والنشاط الاقتصادي) في سوق الأوراق المالية، ويكون كل من (سعر الفائدة، والأزمات المالية والاقتصادية) تأثيراتها سلبية. كما بين البحث أن سوق العراق للأوراق المالية سوق حديث في طور التطور والنمو، ويبقى بحاجة إلى الإدارة الكفؤة، وإلى تفعيل دور المعلومات والشفافية، وقد لعبت السياسة المالية والنقدية دورا بارزا وبالأخص في السنتين الأخيرتين في أداء هذا السوق (إذ أن السياسة النقدية للبنك المركزي في خفض سعر الفائدة، وخفض سعر صرف الدينار العراقي، والذي أدى إلى خفض معدل التضخم، كان له المردود الايجابي على مؤشر سوق العراق للأوراق المالية).

- Hamdan Ali, **Impact of Interest Rate on Stock Market; Evidence from Pakistani Market**, (IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM), Feb. 2014).

تمحورت إشكالية البحث حول: تأثير سعر الفائدة على سوق الأسهم في باكستان، وقسم الباحث دراسته إلى جانبين؛ الجانب النظري والذي تطرق من خلاله لأساسيات حول سوق الأوراق المالية، وسعر الفائدة، في حين خصص الجانب التطبيقي -دراسة حالة-، ويهدف الباحث من وراء ورقته البحثية هذه إلى معرفة العلاقة بين سوق الأسهم وسعر الفائدة، وذلك من خلال تحليل أثر سعر الفائدة على سوق الأوراق المالية في باكستان (بورصة كراتشي)، لهذا الغرض تم استخدام تحليل الانحدار على أساس بيانات البورصة لمدة عشر سنوات من 2004 إلى 2013 على أساس شهري.

وتوصلت الدراسة إلى نتيجة مفادها؛ أن سعر الفائدة له تأثير سلبي على سوق الأوراق المالية، إذ أن ارتفاع هذا الأخير يقلل من كفاءة سوق الأوراق المالية، وذلك لأن المستثمرون يريدون الحصول على أعلى عائد دون المخاطرة، وخلصت الدراسة إلى أنه يجب على الدولة الحاكمة خفض سعر الفائدة حتى يتم تطوير اقتصادها، إذ أن تخفيض سعر الفائدة يشجع على الاستثمار في سوق الأوراق المالية، مما ينعكس على الاقتصاد بالشكل الأفضل، وأضاف الباحث في الأخير بأن هناك عوامل أخرى غير سعر الفائدة لها تأثير سلبي على سوق الأسهم مثل؛ التضخم.

وبعد استعراضنا للدراسات السابقة نجد أن؛ البعض منها ركزت على العلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم، أو بين سعر الفائدة وسوق الأسهم، أو بين مؤشر الأسهم والحالة الاقتصادية، في حين ركزت أخرى على العلاقة بين معدلات الفائدة والمتغيرات الاقتصادية في الجزائر، أو على التأثير المتباين

للعوامل الموضوعية (الخارجية) على سوق الأوراق المالية. أما هذه الدراسة فتعد واحدة من الدراسات القليلة التي تعرضت لدراسة العلاقة بين أهم مؤشرات الاقتصاد الكلي (التضخم ومعدلات الفائدة) وبين مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، كما تستمد هذه الدراسة تميزها إضافة إلى جمعها لهذين المتغيرين معاً، تغطيتها للفترة الممتدة من 1990 إلى غاية 2017 والتي بلغت 28 سنة، وإيجاد تفسير لأسباب هذه العلاقة ودلائلها، إضافة إلى تحديد أكثر المتغيرات الاقتصادية الكلية تأثيراً على مؤشرات أداء سوق عمان للأوراق المالية.

### 6- منهج البحث والأدوات المستخدمة:

نظراً لطبيعة الدراسة، وتماشياً مع الموضوع وبهدف تحقيق أهدافه والوصول إلى النتائج المرجوة منه، تم استخدام كل من المناهج التالية: المنهج التاريخي، الوصفي، التحليلي، القياسي من خلال النموذج القياسي.

فقد تم استخدام المنهج التاريخي بالتركيز على الخلفية التاريخية لسوق الأوراق المالية ومراحل تطورها في الفصلين الأول والثالث، كما تم المزج بين المنهج الوصفي والتحليلي في كل الفصول عندما تم التطرق إلى المفاهيم الأساسية لسوق الأوراق المالية، التضخم ومعدلات الفائدة، بالإضافة إلى تقديم لمحة عامة حول سوق عمان للأوراق المالية، وفي الأخير تم الاستعانة بالمنهج القياسي، فقد تم اختيار سوق عمان للأوراق المالية - كدراسة حالة - لتبيان أثر التضخم ومعدلات الفائدة على أداء سوق الأوراق المالية، معتمدين لقياس هذا الأثر الأدوات الإحصائية المتمثلة في منهجية -نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع ARDL-، باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 10 .

### 7- تحديد إطار البحث:

تركزت هذه الدراسة في الجانب النظري على تقديم أساسيات حول أسواق الأوراق المالية، التضخم، ومعدلات الفائدة، بينما تمثل الجانب التطبيقي في دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية. أما فيما يخص فترة الدراسة فقد حددت من سنة 1990 وإلى غاية سنة 2017.

### 8-خطة وهيكل البحث:

اعتمدنا في دراسة هذا البحث على خطة مقسمة إلى ثلاثة فصول، يتضمن كل فصل على:

الفصل الأول؛ خصص للإطار النظري لأسواق الأوراق المالية وقسم إلى ثلاثة مباحث، المبحث الأول تناول ماهية سوق الأوراق المالية، المبحث الثاني ركزنا من خلاله على الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، بينما تضمن المبحث الثالث تقييم أداء سوق الأوراق المالية.

وجاء الفصل الثاني؛ ليتناول علاقة التضخم ومعدلات الفائدة بأداء سوق الأوراق المالية، والذي قسم بدوره إلى ثلاثة مباحث، المبحث الأول تضمن الإطار المفاهيمي للتضخم، المبحث الثاني تطرقنا من خلاله للأسس النظرية لمعدلات الفائدة، في حين خصص المبحث الثالث لدراسة نظرية لعلاقة التضخم ومعدلات الفائدة بأداء سوق الأوراق المالية.

أما الفصل الثالث؛ فقد خصص لدراسة أثر التضخم ومعدلات الفائدة على أداء سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1990-2017)، وقسم هو الآخر إلى ثلاثة مباحث؛ المبحث الأول تضمن لمحة عامة حول سوق عمان للأوراق المالية، المبحث الثاني تناول تحليل تطور مؤشرات الأداء وبعض المؤشرات الاقتصادية الكلية في الأردن للفترة (1990-2017)، أما المبحث الثالث فقد خصص -لدراسة القياسية-، والذي حاولنا من خلاله -وفي الأخير- تقديم نموذج يوضح أثر التضخم ومعدلات الفائدة على أداء سوق عمان للأوراق المالية للفترة (1990-2017).

وفي الأخير نتطرق إلى الخاتمة والتي نبين من خلالها، أهم النتائج المتوصل إليها في الجانبين - النظري والتطبيقي- للدراسة، ثم اختبار صحة الفرضيات، مع تقديم بعض الاقتراحات، لنشير في الأخير إلى آفاق البحث.

## الفصل الأول

الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

## تمهيد:

نتج عن التطورات المتلاحقة في كل من المجالات الإقتصادية، الصناعية والاجتماعية إزدياد الحاجات المالية للوحدات الإنتاجية بحكم توسعها، مما أدى بالضرورة إلى تطور للأنظمة المالية، حيث حظيت باهتمام بالغ على جميع المستويات وذلك نظرا لما تقدمه من دور مهم في تحقيق نمو اقتصادي أمثل.

وأحد الأطراف الفاعلة في النظام المالي هي سوق الأوراق المالية، فإذا كانت هذه السوق ذات أداء جيد بالنسبة لحجمها وسيولتها، فسينعكس ذلك إيجابيا على الأداء الإقتصادي ككل، ويتم تحقيق ذلك من خلال الجمع بين قطاعات الفائض المالي وقطاعات العجز، وبذلك حظيت هذه السوق بمكانة هامة واهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء وذلك لما تقوم به من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الإقتصاد القومي وتزيد من معدلات الرفاه للأفراد.

ومن هذا المنطلق استوجب علينا تحديد المفاهيم الأساسية كإطار عام لفهم وتحليل سوق الأوراق المالية، وقصد التعرف أكثر على هذه المفاهيم تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث، كما يلي:

**المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية؛**

**المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية؛**

**المبحث الثالث: تقييم أداء سوق الأوراق المالية.**

### المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

عادة ما يطلق على سوق المال إذا أطلق بدون تحديد إلى سوق الأوراق المالية، أي سوق الأسهم والسندات، وهو المفهوم الضيق لسوق المال، وهناك من يطلق على سوق الأوراق المالية بمصطلح -البورصة-. وللتعرف بدقة على هذا السوق، نحاول من خلال هذا المبحث تقديم لمحة عامة حول سوق الأوراق المالية، من خلال تحديد مفهوم سوق الأوراق المالية ومكوناتها وأيضاً خصائص ووظائف سوق الأوراق المالية.

#### المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية ومكوناتها

تحتل سوق الأوراق المالية، موقعا مهما على خريطة السوق المالية، إذ تعتبر هذه السوق بمثابة العمود الفقري لسوق رأس المال، الذي يشكل هو وسوق النقد قسما للسوق المالية. لذا سنركز دراستنا على سوق الأوراق المالية (البورصة) والتي تعتبر من أهم أقسامها، وذلك من خلال دراسة مفهوم سوق الأوراق المالية ومكوناتها.

#### الفرع الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية

نخصص هذا الفرع لدراسة أهم تعاريف سوق الأوراق المالية، مع التطرق إلى نشأتها ومراحل تطورها.

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

**التعريف الأول:** سوق الأوراق المالية، هو ذلك الجزء من سوق رأس المال الذي يتم فيه طلب وعرض الأوراق المالية<sup>1</sup>.

**التعريف الثاني:** هي سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل، تتكون من السوق الأولية (سوق الإصدار) والسوق الثانوية (سوق التداول)<sup>2</sup>.

**التعريف الثالث:** هي السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء، بحيث تشكل إحدى القنوات التي ينساب فيها المال بين الأفراد والمؤسسات والقطاعات المتنوعة في المجتمع، بما يساعد على تنمية الإدخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الإقتصاد القومي<sup>3</sup>.

\* الأوراق المالية: تعتبر الأوراق المالية طويلة الأجل التي تصدرها -منشآت الأعمال- خاصة الأسهم STOCKS والسندات BONDS هي السلعة الرئيسية التي يتم تداولها في أسواق رأس المال أو البورصات.

<sup>1</sup> محمود عبد الرزاق، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ط1، 2013، ص333.

<sup>2</sup> Luc bernet Rollande- , principes de techniques bancaire, 21 ème édit dunod, paris 2001, P 320.

<sup>3</sup> محمد شكري الجميل العدوي، المعاملات الآجلة في بورصة الأوراق المالية: من منظور الشريعة الإسلامية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2012، ص22.

ومن خلال ما سبق يمكن إستنتاج تعريف شامل لسوق الأوراق المالية وهو كما يلي؛ سوق الأوراق المالية، هو ذلك الجزء من سوق رأس المال الذي يتم التعامل فيه بالأوراق المالية المختلفة، أهمها- الأسهم والسندات-، وتتكون من أسواق أولية (إصدار) وثانوية (سوق التداول)، بحيث تشكل هذه السوق إحدى القنوات الرئيسية التي ينساب عن طريقها المال، من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز، بشكل يساعد على تعبئة المدخرات وتميئتها وتهيئتها للمجالات الإستثمارية التي يحتاجها الإقتصاد.

**ثانيا: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية:** ويمكن تلخيصها بالشكل الآتي:

### 1- نشأة سوق الأوراق المالية:

يرى المهتمون بتاريخ نشأة البورصة أن أصل الكلمة يعود للقرن السادس عشر الميلادي، وهو مشتق من لقب أحد التجار البلجيكين ويسمى "فان دربورص" وكان يمتلك فندقا في مدينة "بروج" البلجيكية وعادة ما يجتمع حوله التجار<sup>1</sup>. وكان شعاره عبارة ثلاثة أكياس من النقود، وقد بدأ فيه نشر قائمة بأسعار السلع المتداولة لأول مرة سنة 1592م، وأصبح فيما بعد رمز السوق رؤوس الأموال، ولذا فقد تم اعتباره أول ظهور لما يعرف الآن بالبورصة<sup>2</sup>.

### 2- مراحل تطور سوق الأوراق المالية:

لم تنشأ أسواق الأوراق المالية بصورة فجائية، بل مرت بمراحل يمكن عرضها، كما يلي<sup>3</sup>:

- أ-مرحلة قيام بورصات البضائع: أنشأت أول بورصة للبضائع في باريس عام 1304م، وقبلها كان في بلجيكا، ثم أمستردام عام 1607، لندن عام 1968، جينيف عام 1750، نيويورك عام 1792، روما عام 1821.
- ب-مرحلة التعامل بالأوراق التجارية\*: بدأ التعامل بهذا النوع من الأوراق في القرن الثالث عشر في فرنسا وقد قام الملك فيليب، الأشقر بتنظيم مهنة السمسرة، كما كان يتعامل في إنجلترا بسندات الإئتمان.
- ج-مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطريق: بعد خروج المتعاملين في الأوراق المالية من بورصة البضائع، بدؤوا يبحثون عن مكان لهم، فكان مكانهم قارعة الطريق الذي يكون قريبا من بورصة البضائع والمقاهي في الأيام الباردة والممطرة.

<sup>1</sup> مختار حميدة، الخخصة عن طريق الأسواق المالية، مكتبة حسن العصرية، لبنان، ط1، 2013، ص100.

<sup>2</sup> بن عمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية- دراسة قياسية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012-2013، ص19.

<sup>3</sup> مختار حميدة، مرجع سابق، ص ص 101، 102، (بتصرف).

\* الأوراق التجارية: هي من أدوات الائتمان قصير الأجل وتصدر هذه الأوراق عادة الشركات والمؤسسات ذات النشاط التجاري المعروف وذات السمعة المالية والتجارية الحسنة.



د-مرحلة استقلال الأسواق المالية بمبانيها وقوانينها الخاصة: وكان ذلك نتيجة التطور الصناعي الذي رافقته إقامة مشاريع ضخمة وزيادة في الدخول مما أدى إلى ظهور مؤسسات تعمل على جذب مدخرات الأفراد وتوظيفها في المشاريع الإنتاجية مع التعامل بالأوراق المالية هذا كله أدى إلى نشوء-أسواق الأوراق المالية-.

### الفرع الثاني: مكونات سوق الأوراق المالية

تنقسم سوق الأوراق المالية، من حيث وظائفها إلى سوق أولي وسوق ثانوي. وهذا ما سنحاول إبرازه من خلال هذا الفرع.

**أولاً: السوق الأولية (سوق الإصدار):** وهو السوق الذي يتم من خلاله إصدار الأوراق المالية الجديدة، والتي أصدرتها المنشآت والمؤسسات والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل الاحتياجات المالية<sup>1</sup>.

إذن؛ سوق الإصدار-بذلك- يمكن الدولة أو المؤسسات من أن تجمع الأموال التي تحتاجها سواءً لبناء نفسها أو توسعة نشاطها، أو ببساطة لتمويل عجز تسجله، من خلال الإصدار الجديد للأوراق المالية.

وتتم عمليات طرح الإصدارات الجديدة من-الأسهم والسندات- بإستخدام ثلاثة أساليب، هي:

**1-أسلوب البيع المباشر:** ويتم عندما تبيع الشركة المصدرة الأسهم والسندات والأوراق المالية المصدرة للجمهور من-أفراد ومؤسسات مختصة- مباشرة، أي للمستثمرين الذين فضلوا أوراقها المالية. وعادة ما تمتاز العمليات المباشرة بارتفاع تكاليفها، لأن البحث عن المشتري قد يطول، مما يرفع من تكاليف العملية<sup>2</sup>.

**2-أسلوب البيع غير المباشر:** ويتم من خلال بيع تلك الأسهم والسندات إلى وسيط معين-بنك الإستثمار\* مثلاً- والذي يقوم ببيعها مرة أخرى للجمهور والمؤسسات. إلا أن التكاليف الخاصة بهذه العمليات عادة ما تكون أقل من سابقتها<sup>3</sup>.

<sup>1</sup>Shall Helly. c, Introduction to Financial Management, Mc Graid-Hill, New Work, 1988, p:27.

( نقلا عن، بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص 44).

<sup>2</sup> جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة: "البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية"، الجزء الأول، مطبعة دار هومة، بلد النشر (غير موجود)، ط1، 2002، ص56، (بتصرف).

\* بنك الاستثمار: هو وسيط مالي بين مصدري الأوراق المالية -من الشركات وغيرها- وبين المستثمرين، حيث يقوم مصدر الأوراق المالية ببيعها لبنك الاستثمار، والذي بدوره يعيد بيعها للمستثمرين.

<sup>3</sup> جبار محفوظ، مرجع سابق، ص ص56،57، (بتصرف).

3- أسلوب المزاد: ويتم من خلال دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم العروض تتضمن الكميات المراد بيعها وسعر البيع، حيث يتم قبول العروض صاحبة السعر الأعلى ثم الأقل إلى أن يتم كامل الإصدار<sup>1</sup>.  
غير أن حامل هذه -الإصدارات الجديدة-، قد يحتاج إلى سيولة في أي وقت من الأوقات، وعليه فيإمكانه بيع تلك الأوراق لمستثمر آخر، وهذا هو موضوع السوق الثانوي.

ثانيا: السوق الثانوية (سوق التداول): وهي التي يتم التعامل فيها على الأوراق المالية بعد إصدارها، وفيها يتم تداول الأوراق المالية التي تطرح للاكتتاب للجمهور من خلال سوق الإصدار (السوق الأولى)، وفيها يلتقي العرض بالطلب، ويكون بيع الأوراق المالية بهدف الحصول على السيولة أو لإعادة الاستثمار في أوراق مالية بديلة، ويحصل المستثمرون للأوراق المالية على نفس حقوق بائع الورقة الأصلية (أسهم أو سندات أو أدوات المديونية الأخرى)<sup>2</sup>.

إذن؛ سوق التداول باختصار؛ مصطلح يطلق على ذلك السوق الذي تتداول فيه أوراق مالية سبق إصدارها. ويمكن تقسيم هذا السوق إلى نوعين، هما:

1- السوق المنظمة "بورصة الأوراق المالية": وهي السوق الثانوية المنظمة، التي يتم التعامل فيها في مكان محدد وزمان محدد، ولا يتم في هذه الأسواق سوى تداول أسهم وسندات الشركات المدرجة في السوق، وفق شروط معينة، وتحكم المتعاملين فيها قوانين وإجراءات رسمية، وتشرف عليها هيئات متخصصة<sup>3</sup>.

إذن؛ السوق المنظمة، سوق تتمتع بهيكل مؤسساتي، ولديها قانون ينظمها، ولكن مع التطور التكنولوجي الحاصل، خرجت هذه السوق عن إطار المكان، إذ أصبح التعامل يتم -إلكترونيا-.

2- السوق غير المنظمة (الموازية): وهو ما تعرف معاملاته، بإسم خارج المقصورة، ويطلق عليه أيضا السوق الموازي أو السوق غير الرسمي، يتصف هذا السوق بعدم إمتثاله لتنظيمات دقيقة ومحددة مثل السوق المنظم، لاعدالة في الأسعار، فهو يخضع لسلوكيات الوسطاء والسامسة، والمستثمرين والمضاربين، الذين يكون لهم تأثير بعدة أشكال في العرض والطلب وبالتالي في تحديد الأسعار،-وبالطبع- تجري معظم المعاملات في هذا السوق على الأوراق غير المدرجة في السوق المنظم والتي لم تف بمتطلبات وشروط القيد<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> بوعبد الله علي، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013-2014، ص6.

<sup>2</sup> صلاح الدين حسن السيسي، البورصات والأسواق المالية: دور المنظمات والتكتلات الدولية والأهلية، دار الكتاب الحديث، القاهرة، ط1، 2014، ص129.

<sup>3</sup> زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، ط4، 2015، ص ص 16، 17 (بتصرف).

<sup>4</sup> محب خلة توفيق، الهندسة المالية: الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2011، ص83، (بتصرف).

إذن؛ السوق غير المنظمة، سوق تطلق على المعاملات التي تجري خارج البورصة، ليس لها مكان مادي، لا تخضع معاملاتها للعرض والطلب، بل تتم من خلال التفاوض عن طريق شبكة الإتصالات.

ويتواجد داخل هذا السوق نوعان من الأسواق، هما:

**أ- السوق الثالثة:** وهي جزء من السوق غير المنظمة، ويتم التعامل من خلال أعضاء من بيوت السمسرة خارج أعضاء السوق المنظم، وهذا السوق يتميز بأنه على إستعداد لشراء أو بيع الأوراق المالية بأي كمية، وكذلك نجد أنه من حق أعضاء بيوت السمسرة هذه التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم، وهذا على العكس من أعضاء السوق المنظم حيث أنه ليس لهم حق تنفيذ أو عقد صفقات خارج السوق على هذه الأوراق المالية المسجلة فيها<sup>1</sup>.

إذن؛ السوق الثالثة، سوق غير منظمة، يتم الإتصال فيها بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز المالي بوسطاء، المتمثلون في بيوت السمسرة.

**ب- السوق الرابعة:** هي سوق التعامل المباشر بين المؤسسات الإستثمارية الكبيرة وبين أغنياء المستثمرين<sup>2</sup>، دون الحاجة إلى شركات السمسرة وتجار الأوراق المالية والهدف هو تقليص النفقات بإستبعاد عمولات وأرباح التجار والسماسة، ويتم التعامل بين الشركات من خلال شبكة إتصال إلكترونية تسمى -Instinet- إذ يمكن عن طريق هذه الشبكة معرفة أسعار الأوراق المالية وحجم المعاملات<sup>3</sup>.

إذن؛ السوق الرابعة، سوق يتم فيها الإتصال بين البائع والمشتري بطريقة مباشرة ودون تدخل وسيط.

ومن خلال دراسة مكونات أسواق الأوراق المالية، تبين لنا الإرتباط الوثيق بين السوقيين (الأولية والثانوية)، فلولا السوق الأولي الذي تباع فيه القيم المتداولة لأول مرة لما وجد هناك ما يتداول في السوق الثانوي، كما أنه لولا السير الحسن لهذه الأخيرة بالنسبة لورقة معينة وزيادة الطلب عليها لما سارت السوق الأولية كما ينبغي بالنسبة لتلك الورقة، فباختصار إذن؛ كفاءة السوق الأولي تأتي من كفاءة وفاعلية السوق الثانوي والعكس صحيح.

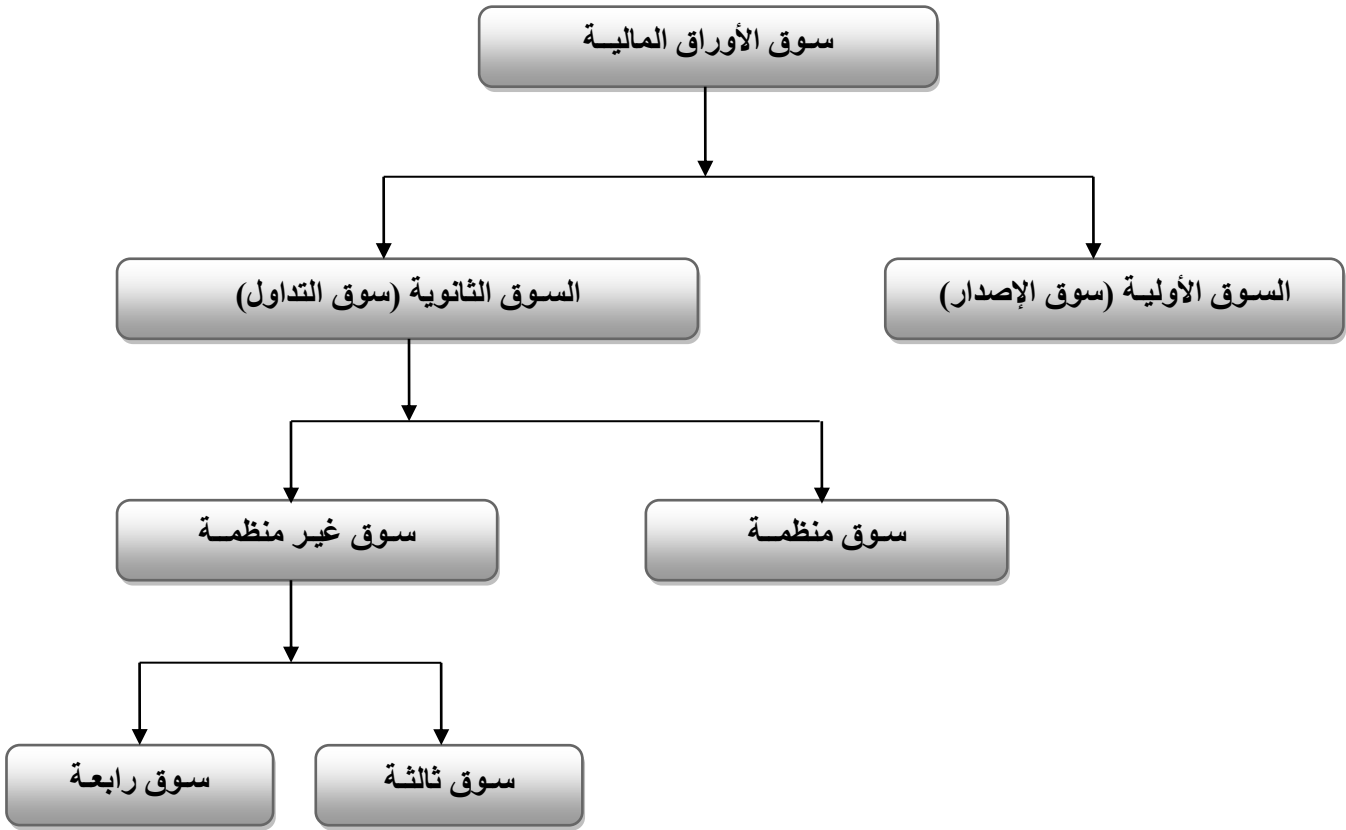
<sup>1</sup> محمد موسى أحمد علي، إدارة المؤسسات والأسواق المالية من منظور الإدارة المالية العالمية، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، ط1، 2015، ص 388، (بتصرف).

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص388.

<sup>3</sup> أديب قاسم شندي، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية -سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة-، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، جامعة واسط، 2013، ص 159.

والشكل الموالي يوضح ويلخص مكونات سوق الأوراق المالية:

شكل رقم (01): مكونات سوق الأوراق المالية



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على المعلومات السابقة.

### المطلب الثاني: خصائص ووظائف سوق الأوراق المالية

تتميز سوق الأوراق المالية بجملة من الخصائص، تميزها عن غيرها من الأسواق، كما تؤدي عدة وظائف وهذا ما سنحاول توضيحه من خلال هذا المطلب.

#### الفرع الأول: خصائص سوق الأوراق المالية

تتسم سوق الأوراق المالية ببعض الخصائص، نذكر منها<sup>1</sup>:

- سوق الأوراق المالية هي من الأسواق المنتظمة.
  - التداول في سوق الأوراق المالية خاصة السوق الثانوي يتم من خلال الوسطاء.
  - التداول في سوق الأوراق المالية يعطي صورة لظهور سوق منافسة كاملة يعتمد على الطلب والعرض لتحديد الأسعار.
  - تمتاز أسواق الأوراق المالية بأنها واسعة يتم بها صفقات كبيرة تتسع لتشمل معظم أجزاء من العالم.
  - تعتبر هذه الأسواق من أكثر الأسواق تطوراً وتعطي للمستثمر فيها فرصة كبيرة لتحقيق أرباح.
  - يتطلب الإستثمار في أسواق الأوراق المالية المعرفة التامة بالمعلومات وإتخاذ قرارات رشيدة.
- كذلك هناك خصائص أخرى لسوق الأوراق المالية، وهي<sup>2</sup>:
- سوق الأوراق المالية ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل، وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل.
  - الإستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الإستثمار في السوق النقدي، نظراً لكون أدوات الاستثمار فيه، مثل السندات طويلة الأجل يحتمل مخاطر سعرية، سوقية، وتنظيمية مختلفة، وكذلك الأسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبياً إلا أن مخاطرها كبيرة أيضاً.
  - الإستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذا عائد مرتفع نسبياً، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة.
- مما سبق نستنتج أن؛ من أهم خصائص سوق الأوراق المالية، أنها من أكثر الأسواق تنظيمياً، كما أنها ترتبط أساساً بالأدوات المالية طويلة الأجل، الأمر الذي يكسبها أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على الأمد الطويل.

<sup>1</sup> وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2012، ص34.

<sup>2</sup> بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص46.

الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية

يمكن تلخيص وظائف سوق الأوراق المالية في، النقاط التالية<sup>1</sup>:

- تنمية الإدخار عن طريق تشجيع الإستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الإقتصاد القومي.
- المساعدة في تحويل الأموال من الفئات التي لديها فائض مالي إلى الفئات التي لديها عجز.
- المساهمة في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق.
- المساهمة في دعم الإئتمان الداخلي والخارجي.
- المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وهذا الأمر يتطلب توافر عدة سمات في السوق وهي: (كفاءة التسعير، كفاءة التشغيل، عدالة السوق، الأمان)\*.
- تحديد أسعار الأوراق المالية بصورة واقعية على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة.
- سوق الأوراق المالية تعتبر أداة هامة لتقويم الشركات والمشروعات.
- تعد مؤشرا لحالة الإقتصاد القومي مستقبلا، لأن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق هي المرآة لتلك الحالة الإقتصادية المستقبلية.
- تؤدي دورًا إيجابيا، في إعادة بناء القطاعات الصناعية عن طريق العروض العامة والتكتل بين الشركات.

كذلك هناك بعض الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية، نلخصها في الآتي<sup>2</sup>:

- يساعد هذا السوق، في رسم السياسة النقدية والمالية للدولة.
- الحد من معدلات التضخم في هيكل الإقتصاد الوطني.
- تعتبر هذه السوق، عامل جذب للاستثمارات الأجنبية.

<sup>1</sup> أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2008، ص ص 30-34، (بتصرف).

\* كفاءة التسعير: بمعنى أن تعكس الأسعار كافة المعلومات المتاحة. أما كفاءة التشغيل: فتعني أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى أقصى حد، مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات. عدالة السوق: وتعني أن تتيح السوق فرصة متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات. الأمان: ويقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، مثل؛ مخاطر الغش والتدليس، وغيرها من الممارسات الأخلاقية المعتمدة.

<sup>2</sup> مختار حميدة، مرجع سابق، ص ص 112، 113، (بتصرف).

- تقليل المخاطر من خلال تنويع الاستثمارات، ويتم ذلك بما يعرف بمحافظ الاستثمار\*.
  - المساعدة على إسهام القطاع الخاص في زيادة معدل النمو... إلخ.
- ومما سبق، يمكن أن نلخص وظائف سوق الأوراق المالية في وظيفتين أساسيتين، هما؛ الوظيفة التمويلية، ووظيفة التجميع، أي جمع المدخرات.

### المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تعتبر الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، من أهم عناصر الأصول، إذ بواسطتها يمكن تحويل الأموال من أصحاب الفوائض المالية إلى أصحاب العجز المالي، وذلك للإستثمار في الأصول الحقيقية، حيث يمكننا تقسيم هذه الأدوات الاستثمارية إلى أصول مالية -تقليدية وأخرى مشتقة-. وهو ما سيتم توضيحه من خلال هذا المبحث.

#### المطلب الأول: أدوات الملكية "الأسهم"

تعتبر -الأسهم- من أدوات الملكية التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية، وتتميز بجاذبية كبيرة نحو الاستثمار فيها، وتتسم كذلك بعدة خصائص، كما يندرج ضمنها عدة أنواع. لذا سنتطرق إليها في النقاط التالية:

#### الفرع الأول: تعريف السهم ومختلف قيمه

قبل التطرق لمختلف القيم التي يأخذها السهم، ينبغي التطرق أولاً لتعريفه.

**أولاً: تعريف السهم:** هناك عدة تعاريف للسهم والتي نذكر منها:

**التعريف الأول:** السهم هو عبارة عن صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويعطى للمساهم ليمثل حصته في رأس مال الشركة<sup>1</sup>.

**التعريف الثاني:** السهم هو جزء من رأس مال شركة المساهمة، حيث يقسم رأس مال الشركة -عند تأسيسها- إلى أجزاء متساوية، يمثل كل جزء منها سهماً، ويمثل هذا السهم بصك يثبت ملكية المساهم له، ويسمى هذا الصك -أيضاً- سهماً، فالسهم إذاً هو حق الشريك في الشركة، وهو أيضاً الصك المثبت لهذا الحق<sup>2</sup>.

\* محافظ الاستثمار: المحفظة الاستثمارية تعبر عن ما يملكه المستثمر من أوراق مالية أو استثمارات عينية شريطة أن يكون الهدف من امتلاكها هو تنمية قيمتها، وتتنوع حسب أصولها إلى ثلاثة أنواع؛ محافظ ذات أصول مالية، محافظ ذات أصول حقيقية، محافظ ذات أصول مختلطة وهو النوع الغالب.

<sup>1</sup> رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعترف للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص129.

<sup>2</sup> مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، ط1، 2010، ص11.

**التعريف الثالث:** السهم هو عبارة عن صك: يمثل جزءًا من رأس مال الشركة ويثبت لمالكه حقوق الشريك (أي المساهم) وتستعمل هذه الكلمة -أيضا- للإشارة إلى أسهم شركات الاستثمار<sup>1</sup>.

ومما سبق نستنتج أن؛ السهم باختصار، هو عبارة عن صك ملكية، يثبت ملكية المساهم لجزء من رأسمال الشركة المساهمة (المصدرة)، قابل للتداول، كما يعتبر مصدر تمويل للشركة التي أصدرته.

ويتمتع السهم بمجموعة من الخصائص، تميزه عن غيره من الأوراق المالية الأخرى، أهمها ما يلي<sup>2</sup>:

- **التساوي في القيمة:** معناه أن الأسهم تصدر بقيم متساوية، الأمر الذي يسهل عملية توزيع الأرباح، وتنظيم سعر الأسهم داخل البورصة...

- **قابلية الأسهم للتداول:** حيث تعتبر هذه الخاصية من أهم الخصائص، حيث أنه إذا كانت الأسهم غير قابلة للتداول، فإن الشركة هنا تفقد صفة المساهمة.

- **عدم قابلية السهم للتجزئة:** بمعنى أنه إذا مات أحد الشركاء فلا يجوز أن يقسم سهمه على ورثته، وإنما يختار الورثة من بينهم من يمثلهم في الجمعية العمومية.

- **تحديد المسؤولية:** وهذا يعني أن مسؤولية الشركاء في مواجهة الشركة تكون بحسب قيمة أسهمهم فيها.

**ثانيا: قيم الأسهم:** يأخذ السهم ثلاثة قيم مختلفة، وهي كما يلي:

**1- القيمة الإسمية:** تتمثل في القيمة المدونة على قسيمة السهم وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس<sup>3</sup>.

**2- القيمة الدفترية:** وهي عبارة عن قيمة الشركة حسب سجلاتها المحاسبية، حيث تساوي رأس المال المدفوع والاحتياطات والأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة<sup>4</sup>.

**3- القيمة السوقية:** وهي القيمة التي يباع بها السهم في سوق رأس المال وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الإسمية أو الدفترية<sup>5</sup>.

**الفرع الثاني: أنواع الأسهم**

\* شركات الاستثمار: هي مشروع مالي هدفه تمكين المستثمرين من ضم الأموال التي لديهم إلى أموال الغير لاستثمارها في أنواع مختلفة من أسهم الاستثمار. (نقلا عن؛ بن عزوز عبد الرحمان، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع Joseph Antoine, Marie-Claire Capiou-Huart, *Dictionnaire des marchés financiers*, Traduit par Amel Leila Serbis, Edition Pages Bleues, Bruxelles, 2010, p: 12. الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011-2012، ص27).

<sup>2</sup> أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص ص 47-49، (بتصرف).

<sup>3</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية قريا قص، *أسواق المال: بورصات- مصارف- شركات تأمين- شركات استثمار* -، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003، ص 20.

<sup>4</sup> رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سابق، ص 129.

<sup>5</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية قريا قص، مرجع سابق، ص 20.



تنقسم الأسهم إلى أنواع عديدة، ومن حيث زوايا مختلفة إلى:

أولاً: أنواع الأسهم من حيث شكل الإصدار: وتنقسم إلى:

1- أسهم إسمية: السهم الإسمي، هو السهم الذي يحمل إسم صاحبه وتدون فيه البيانات المقيدة في السجل (إسم، لقب، جنسية...) <sup>1</sup>، وتنتقل ملكيته بالقيود في دفاتر الشركة.

2- أسهم لحاملها: يكون السهم لحامله عندما لا يذكر فيه إسم المساهم، وإنما يذكر لحامله، فيحصل التنازل عنه بتسليمه <sup>2</sup>.

3- أسهم إذنية أو لأمر: السهم الإذني، يذكر إسم صاحبه في الشهادة مقترنا بشرط الأمر أو الإذن، وعليه يتم إنتقال ملكيته عن طريق التظهير\* دون الحاجة للرجوع إلى الشركة <sup>3</sup>.

ثانياً: أنواع الأسهم بالنظر إلى طبيعة الحصة التي تدفع مقابلها: وتنقسم إلى:

1- الأسهم النقدية: وهي الأسهم التي تستوفي الشركة المساهمة قيمتها الإسمية نقداً، ويمكن دفع جزء من القيمة الإسمية عند الإكتتاب على أساس دفع باقي القيمة على أقساط في المواعيد التي تحددها الشركة <sup>4</sup>. ولا يصبح السهم قابلاً للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية وصدور المرسوم المرخص بتأسيسها <sup>5</sup>.

2- الأسهم العينية: وهي الأسهم التي تستوفي الشركة المساهمة قيمتها بحصص عينية، كعقار، أو صافي موجودات مصنع أو متجر أو مخزن..... <sup>6</sup>.

3- الأسهم المختلطة: وهي التي يدفع جزءاً منها نقداً وجزءاً عينياً <sup>7</sup>.

ثالثاً: أنواع الأسهم بالنظر إلى حقوق حملتها: وتنقسم إلى:

1- الأسهم العادية: تمثل الأسهم العادية عنصر الملكية بالنسبة لمشروعات الأعمال. أما من وجهة نظر المستثمر هي مجرد ورقة مالية تتميز بالخصائص التالية:

<sup>1</sup> شمعون شمعون، البورصة: بورصة الجزائر، دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2005، ص22، (بتصرف).  
<sup>2</sup> مسعودة بن لخضر، عقود الخيار ودورها في التقليل من مخاطر أسواق رأس المال-دراسة تطبيقية على بورصة باريس للفترة (2009-2014)-، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015، ص31.  
\* التظهير: هو تصرف قانوني يراد منه نقل ملكية الورقة التجارية أو المالية من المظهر إلى المظهر إليه، ويكون ذلك على ظهر الورقة مع الإمضاء (إمضاء المظهر).  
<sup>3</sup> صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية -دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية "مع إمكانية تطبيقها على الجزائر" -، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر(3)، 2011-2012، ص123.  
<sup>4</sup> السيد عليوة، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية، دار الأمين، القاهرة، 2006، ص58.  
<sup>5</sup> شمعون شمعون، مرجع سابق، ص24.  
<sup>6</sup> السيد عليوة، مرجع سابق، ص58.  
<sup>7</sup> صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص123.

- من حق ملاك الأسهم الحصول على توزيعات الأرباح، وذلك بتوافر شرطين هما: الشرط الأول؛ وهو أن يحقق المشروع أرباحاً، أما الشرط الثاني؛ هو قيام إدارة المشروع باتخاذ قرار بتوزيع هذه الأرباح بدلا من إحتجازها وإعادة إستثمارها.

- يستطيع حملة الأسهم بيعها في تاريخ لاحق، وفي هذه الحالة يحصل المستثمر على ما يعرف بالمكاسب، أو الإيرادات الرأسمالية<sup>1</sup>.

كما تخول هذه الأسهم لحاملها حقوقاً، منها<sup>2</sup>:

- حق حضور الجمعية العامة للشركة، والتصويت على قراراتها.
- حق ترشيح نفسه للعضوية في مجلس الإدارة، إذا كان يملك الحد الأدنى المطلوب من الأسهم.
- حق الحصول على حصة من صافي أصول الشركة عند تصفيتها.
- حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة التي تصدرها الشركة لزيادة رأس المال.
- حق إنتخاب أعضاء مجلس إدارة الشركة.
- حق الإطلاع على دفاتر وأوراق الشركة.

وقد ظهرت مستحدثات في الأسهم العادية نكتفي فقط بذكر أهمها؛ (أسهم عادية للأقسام الإنتاجية؛ أسهم عادية ذات توزيعات مخصومة؛ أسهم عادية مضمونة)<sup>3</sup>.

2- **الأسهم الممتازة أو المفضلة:** وهي الأسهم التي يكون لحاملها الأولوية في الحصول على الأرباح، وفي الحصول على نصيبهم من ممتلكات الشركة عند التصفية قبل حملة الأسهم العادية<sup>3</sup>.

وتتميز الأسهم الممتازة عن الأسهم العادية بما توفره من مزايا خاصة لا يتمتع بها حامل السهم العادي يأتي أهمها، في الآتي<sup>4</sup>:

- الأفضلية عند إجراء التوزيعات.
- الأولوية في الحصول على مستحقاته في حالة تصفية أصول الشركة وبعد سداد الدائنية.
- إمكانية التحويل إلى أسهم عادية.
- إمكانية الإستدعاء (الرُّد)، بواسطة الشركة عندما ترغب ذلك.
- التمييز في حق التصويت.

\* الإيرادات الرأسمالية: وهي الأرباح الرأسمالية، التي تكون من خلال الفرق بين قيمة الشراء والبيع أي أن: الأرباح الرأسمالية = سعر البيع - سعر الشراء.

<sup>1</sup> محمد الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص 107، (بتصرف).

<sup>2</sup> مبارك بن سليمان آل فوز، مرجع سابق، ص 12، 13، (بتصرف).

\*\* للمزيد من الإطلاع أنظر إلى: بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 60.

<sup>3</sup> مبارك بن سليمان آل فوز، مرجع سابق، ص 13.

<sup>4</sup> محب خلة توفيق، مرجع سابق، ص 114.

وتصدر الأسهم الممتازة بفئات مختلفة حسب المزايا التي تحققها كل فئة وتقسم إلى؛ (الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح، الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح، الأسهم الممتازة القابلة للتحويل، الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء)\*.

كذلك للأسهم الممتازة توجهات جديدة بشأنها، يمكن ذكرها في؛ (الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة، الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت)\*\*.

مما سبق نستنتج أن؛ أوجه الشبه بين الأسهم الممتازة والأسهم العادية، تتمثل في أن كل منهما يشكل حصة في ملكية الشركة، وأنه في حالة توزيع الأرباح يحق لحملتها المطالبة بحصتهم من الأرباح الموزعة، إضافة إلى ذلك أن كلا النوعين من الأسهم، ليس لهما تاريخ إستحقاق محدد.

### المطلب الثاني: أدوات المديونية "السندات"

تحتاج الشركات لتمويل مشاريعها -إضافة إلى الأسهم- إلى نوع آخر من التمويل وهو الإقتراض، والذي يتم عن طريق إصدار ما يسمى بالسندات-. وجاء هذا المطلب ليسلط الضوء على هذه الأداة، من حيث تعريفها، خصائصها، وأخيرا أهم انواعها.

### الفرع الأول: تعريف السند وخصائصه

قبل التطرق لمختلف الخصائص التي تتسم بها السندات، ينبغي التطرق أولاً لتعريفها.

**أولاً: تعريف السند:** للسند عدة تعاريف، والتي على الرغم من تعددها إلا أنها تصب جميعاً في نفس المعنى، وفيما يلي بعضها:

**التعريف الأول:** السند هو شهادة دين يتعهد بموجبها المصدر بدفع قيمة القرض كاملة عند الاستحقاق لحامل هذا السند في تاريخ محدد بالإضافة إلى منحه مبالغ دورية تعبر عن فائدة معينة في فترات محددة<sup>1</sup>.

**التعريف الثاني:** السندات التي تصدرها -منشآت الأعمال- تعتبر بمثابة عقد أو اتفاق بين المنشأة والمستثمر. وبمقتضى هذا الاتفاق يقوم الطرف الثاني بإقراض الطرف الأول (المنشأة) والتي تتعهد بدورها برد المبالغ والفوائد المتفق عليها في تواريخ محددة<sup>2</sup>.

**التعريف الثالث:** السند ورقة مالية تمثل قرضاً طويلاً الأجل أو متوسط الأجل ولحامله الحق في الحصول على فائدة سنوية طوال مدة القرض، وعادة ما تكون نسبة الفائدة ثابتة<sup>3</sup>.

\* للمزيد من الإطلاع أنظر إلى: محمد موسى أحمد علي، مرجع سابق، ص 407، 408.

\*\* للمزيد من الإطلاع أنظر إلى: بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 60.

<sup>1</sup> حسني علي خربوش وآخرون، الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2013، ص79.

<sup>2</sup> السيدة عبد الفتاح إسماعيل، عبد الغفار علي حنفي، الأسواق المالية: أسواق رأس المال- البورصات- البنوك- صناديق الاستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص95.

<sup>3</sup>J. peyrard, La bourse, Imprimerie hérissey a ayreux, 3<sup>ème</sup> édition, 1993, P 27. (نقلا عن؛ بوكساني رشيد، مرجع سابق ص61).

من خلال ما سبق؛ نستخلص أن، السند هو عبارة عن أداة دين على الجهة المصدرة (منشأة كانت أو حكومة)، تعطي الحق لحاملها في الحصول على القيمة الإسمية للسند في تاريخ الإستحقاق، كما تعطي له الحق في الحصول على فوائد دورية.

**ثانياً: خصائص السندات:** تتميز السندات بمجموعة من الخصائص، هي<sup>1</sup>:

- صك مديونية على الجهة التي أصدرته.
- يحصل حامل السند على سعر فائدة ثابت سواءً ربحت الشركة أم لم ترباح.
- إستيفاء قيمة السند عند تاريخ الإستحقاق.
- قابلية السند للتداول، حيث يحق لحامله بيعه للغير.
- تتحدد القيمة الجارية للسند في السوق (البورصة) اعتماداً على العلاقة بين سعر الفائدة الإسمي على السند وسعر الفائدة الجاري في السوق النقدية.
- لا يحق المطالبة بقيمة السند قبل الزمن المحدد لتسديده، وإنما يمكن بيعه في السوق الثانوية.
- لا يشترك حامل السند في جمعيات المساهمين العامة ولا يكون لقرارات هذه الهيئات أي تأثير بالنسبة له.
- تعتبر الفوائد على السند من النفقات التي يجوز تنزيلها من إجمالي الأرباح، أي أنها لا تخضع للضريبة.

وإضافة إلى هذه الخصائص، فإن السندات<sup>2</sup>:

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

**الفرع الثاني: أنواع السندات:**

توجد أنواع متعددة من السندات، تصنف حسب معايير محددة، أهم هذه التصنيفات ما يلي:

**أولاً: تقسيم السندات على أساس جهة الإصدار:** وتنقسم حسب هذا المعيار إلى<sup>3</sup>:

- 1- **سندات حكومية:** تصدر عن الدولة ومؤسساتها مثل؛ سندات الخزينة\*، وسندات البلدية.

<sup>1</sup> ضياء مجيد، البورصات: أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2008، ص ص37،38.

<sup>2</sup> هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2009، ص 110.

<sup>3</sup> زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سابق، ص 107، (بتصرف).

\* سندات الخزينة: أداة دين مالية حكومية، ذات معدل فائدة ثابت، تمثل استثماراً متوسطاً وطويل الأجل، إذ يتراوح تاريخ استحقاقها ما بين (07-30 سنة) وهي قابلة للتداول، وتنتشر المعلومات التابعة لها في الصحف.

2-سندات أهلية: تصدر عن المؤسسات المالية أو الشركات المساهمة العاملة في القطاع الخاص مثل؛ السندات العادية، والسندات المضمونة بعقار.

ثانيا: تقسيم السندات حسب طريقة تملكها وتداولها: وتنقسم حسب هذا المعيار إلى<sup>1</sup>:

1- سندات إسمية: وهي التي تحمل إسم صاحبها على صك السند وتفيد بحسب الشركة ولا تتداول إلا بعد موافقة الشركة وإثبات التنازل عنها في دفاتها.

2-سندات لحاملها: يتم تداولها بالتسليم ولا يحمل الصك إسم صاحبه ولا يحتاج التنازل عنه موافقة الشركة أو إثبات التنازل في سجلاتها.

ثالثا: تقسيم السندات بحسب تاريخ الإستحقاق: وتصنف إلى<sup>2</sup>:

1-سندات محددة المدة: في ظل هذا النوع يتم سداد القيمة الإسمية لكافة سندات الإصدار الواحد في تاريخ واحد.

2-سندات تسدد على أقساط: وهي تلك السندات التي تم إصدارها في إصدار واحد، وتستحق في تواريخ مختلفة، ويسمح هذا النوع من السندات للشركة المصدرة بأن تسدد إلتزاماتها لحاملي السندات على دفعات.

رابعا: تقسيم السندات على أساس نوع وطريقة الضمان: وتصنف إلى<sup>3</sup>:

1-سندات مرهونة بأصول معينة: (كالأراضي، المباني، والتجهيزات....)، عند تصفية الشركة المصدرة أو عدم وفائها بالتزاماتها تجاه أصحاب السندات، فإنهم نظريا يستطيعون التصرف بهذه الأصول وإستيفاء حقوقهم.

2-سندات غير مضمونة بأصول معينة: إن الضمانات الفعلية لهذه السندات -هي إجمالي أصول الشركة المصدرة ومركزها المالي (قدرتها على مواجهة إلتزاماتها اتجاه دائنيها)-.

خامسا: تقسيم السندات من حيث العائد: وتصنف حسب هذا المعيار إلى<sup>4</sup>:

1-سندات ذات عائد ثابت: وهي التي تقدم عائدا مماثلا لكل السنوات إلى غاية نهاية تاريخ الإستحقاق.

2-سندات ذات عائد متغير: وهي التي يتغير معدل فائدتها حسب معدل الفائدة السائد في السوق.

سادسا: تقسيم السندات على أساس الأجل: وتصنف إلى<sup>5</sup>:

<sup>1</sup> مناصريه خولة، أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية -دراسة حالة الأردن خلال الفترة (1990-2014)-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015-2016، ص130.

<sup>2</sup> بوعبد الله علي، مرجع سابق، ص19.

<sup>3</sup> مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط2، 2003، ص69.

<sup>4</sup> بوعبد الله علي، مرجع سابق، ص19.

<sup>5</sup> محمد موسى أحمد علي، مرجع سابق، ص 405.

1-سندات قصيرة الأجل: تتداول في سوق النقد ومدتها لا تتجاوز العام الواحد وتتمتع بدرجة عالية من السيولة، ومعدلاتها منخفضة نسبياً.

2-سندات طويلة الأجل: تتداول في سوق رأس المال مدتها تزيد عن سبعة (07) أعوام وتصدر بمعدلات فائدة أعلى من السندات قصيرة الأجل.

سابعاً: أنواع السندات حسب الجنسية: وتصنف إلى<sup>1</sup>:

1-سندات محلية: وهي سندات تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقترضين محليين.

2-سندات أجنبية: وهي سندات تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقترضين أجانب ويتم تداولها في الداخل.

ثامناً: تقسيم السندات حسب معيار القابلية للإستدعاء أو الإطفاء: وتصنف إلى:

1-سندات غير قابلة للإستدعاء: وهي سندات لا يجوز للجهة المصدرة لها إستدعاؤها للإطفاء لأي سبب من الأسباب. والأصل أن تكون السندات غير قابلة للإستدعاء إلا إذا نص ذلك بصراحة في عقد الإصدار<sup>2</sup>.

2-سندات قابلة للإستدعاء: وهنا يحق للجهة المصدرة إستدعاء السند وإطفائه مع إضافة علاوة إستدعاء على السند لتشجيع المستثمر على شرائها<sup>3</sup>.

تاسعاً: تقسيم السندات حسب قابليتها للتحويل: وتنقسم حسب هذا المعيار إلى<sup>4</sup>:

1-سندات غير قابلة للتحويل: وهذا هو الأصل في السندات، وتصدر بسعر فائدة أعلى من السندات القابلة للتحويل إلى أسهم.

2-سندات قابلة للتحويل: وفيها يعطى لحاملها مهلة محددة يحق له فيها أن يحول السندات إلى أسهم عادية بسعر محدد للسهم الواحد.

وإلى جانب السندات بصورتها التقليدية، توجد إتجاهات جديدة بشأنها نكتفي فقط بذكرها؛ (سندات لاتحمل معدل كوبون، سندات ذات معدل فائدة متحركة، السندات ذات الدخل، السندات الرديئة-متواضعة الجودة-)، وأخيراً سندات المشاركة)\*.

ومن خلال دراسة مختلف الأوراق السابقة الذكر، يمكن التفريق بينها من خلال الجدول التالي:

<sup>1</sup> بوعبد الله علي، مرجع سابق، ص 20.

<sup>2</sup> وليد صافي، أنس البكري، مرجع سابق، ص 112.

<sup>3</sup> محمد موسى أحمد علي، مرجع سابق، ص 405.

<sup>4</sup> المرجع نفسه، ص 406.

\* للمزيد من الإطلاع أنظر إلى: السيدة عبد الفتاح إسماعيل، عبد الغفار علي حنفي، مرجع سابق ص ص 96،95.

الجدول رقم (01): مقارنة بين السندات، الأسهم الممتازة والأسهم العادية

من حيث	السندات	الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
الملكية	دائن للمنشأة	مالكا للمنشأة	مالكا للمنشأة
الانتخاب والتصويت	لا يجوز الانتخاب والتصويت	لا يجوز الانتخاب والتصويت	يحوز له الانتخاب والتصويت
مدة الإستحقاق	له مدة استحقاق معينة	لا يوجد له مدة استحقاق محددة	لا يوجد له مدة استحقاق محددة
الدخل	يحصل على دخل ثابت بغض النظر عن كمية الأرباح	يحصل على دخل شبه ثابت يتناسب وحجم الأرباح	يحصل على دخل متغير يتناسب مع حجم الأرباح
الحقوق عند التصفية	له الأولوية في حالة التصفية	له الأولوية بعد السندات في حالة التصفية	يحصل على ماتبقى بعد دفع السندات والأسهم الممتازة
الضمان	يحتاج إلى رهن بعض الأصول	لا يحتاج إلى رهن الأصول	لا يحتاج إلى رهن الأصول

المصدر: محمد موسى أحمد علي، إدارة المؤسسات والأسواق المالية من منظور الإدارة المالية العالمية، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، ط1، 2015، ص 411.

### المطلب الثالث: المشتقات المالية والأوراق الهجينة

بالإضافة إلى ما سبق ذكره من أدوات -أسهم، سندات- هناك نوع آخر من الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، والتي تستمد خصائصها من هذه الأدوات وغيرها ونظرا لأن تداول هذه الأدوات بمختلف أشكالها يتم وفق صورتين؛ إما عمليات آجلة\* أو عمليات عاجلة\*\*، أدى هذا إلى ظهور أنواع من العقود قابلة للتداول في السوق يطلق عليها -المشتقات-. كل هذا وغيره سنحاول توضيحه من خلال هذا المطلب الذي يتضمن عنصرين مهمين هما؛ المشتقات المالية والأوراق الهجينة.

\* العمليات الآجلة: وتتعلق بالصفقات التي يوجد مدى زمني بين إبرامها وتنفيذها، أي أن تسليم الأوراق ودفع الثمن لا يتمان لدى عقد الصفقة بل بعد فترة لاحقة تسمى؛ بيوم الصفقة-.

\*\* العمليات العاجلة: وتتعلق بالصفقات التي تنفذ في نفس يوم انعقادها و في مدى زمني قصير جدا، فيجري دفع الثمن و استلام الأوراق المالية موضوع الصفقة فوراً أو خلال فترة وجيزة جدا.

### الفرع الأول: المشتقات المالية

سننظر من خلال هذا الفرع إلى كل من؛ تعريف المشتقات المالية، ومختلف أنواعها.

**أولاً: تعريف المشتقات المالية:** هناك عدة تعاريف للمشتقات المالية، نورد بعضها:

**التعريف الأول:** المشتقات المالية؛ هي عبارة عن أدوات مالية تشتق عائداتها من أوراق مالية أخرى بمعنى أن أداءها يتوقف على أصول أخرى<sup>1</sup>.

**التعريف الثاني:** هي عبارة عن عقود مالية تتعلق ببند خارج الميزانية\* وتحدد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الموجودات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها<sup>2</sup>.

**التعريف الثالث:** الورقة المشتقة؛ هي عقد مالي تشتق قيمته من قيمة أصل أساسي، قد يكون سعر السهم، سعر الفائدة، سعر الصرف، وحتى المؤشرات وتمثل الأدوات المشتقة في؛ العقود المستقبلية، عقود الخيار والمبادلات<sup>3</sup>.

ومن خلال ما سبق من تعاريف نستنتج أن؛ المشتقات المالية، هي عبارة عن أدوات مالية تشتق قيمتها من قيمة الأصل محل التعاقد (أوراق مالية، سلع، مؤشرات...)، لذلك سميت -بالمشتقات-، كما أن هذه العقود أو الأدوات تتعلق ببند خارج الميزانية.

وتتميز المشتقات المالية، كغيرها من الأدوات الأخرى بجملة من الخصائص، نذكر منها<sup>4</sup>:

- **طبيعة العمليات خارج الميزانية:** فهي عكس الأسهم والسندات، لا تقيد داخل الميزانية.

- **التعقيد:** بمعنى أن هناك غموض في بعض الأحيان حول كيفية استخدامها بعينها، كيفية تقييمها، وكيفية المحاسبة عنها.

<sup>1</sup> ملياني حكيم، شوقي طارق، المشتقات المالية من أدوات للتحوط والتغطية ضد المخاطر إلى مسببات للأزمات المالية، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية (بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية)، جامعة سطيف1، يومي 5-6 ماي 2014، ص4.

\* بنود خارج الميزانية: بمعنى أنها لا تدرج في صلب الميزانية، ولا يترتب على اقتنائها حدوث تدفق نقدي يتخذ صورة مدفوعات نقدية يسدها من يرغب في تملكها أو حيازتها يقابلها مقبوضات نقدية يحصل عليها من بيعها....

<sup>2</sup> بلعزوز بن علي، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة الشلف، 2009-2010، ص338.

( نقلا عن؛ مسعودة بن لخضر، مرجع سابق 1. Asani savcar, Indian derivatives markets, kauslik fasun, in, new Delhi, 2006, p: 1. ص50).

<sup>4</sup> بوتة نسرين، الأسواق المالية ودورها في تنشيط إستراتيجية الخصخصة -دراسة لواقع التجربة المغربية-، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015، ص ص72،73، (بتصرف).



-السيولة: بمعنى أن بعض عقود المشتقات تتسم بدرجة سيولة عالية.

-عدم وضوح القواعد المحاسبية: حيث لا يزال هناك نوع من الغموض المحيط بالمعالجة المحاسبية للأثار المترتبة على الدخول في عمليات المشتقات.

ويتم استخدام المشتقات المالية لعدد من الأغراض، وتشمل؛ (إدارة المخاطر والتحوط ضد المخاطر، المضاربة، والمراجحة بين الأسواق)<sup>1</sup>.

ثانيا: أنواع المشتقات المالية: وتشمل عقود المشتقات المالية التي قدمتها مبتكرات الهندسة المالية\*\* في الفكر المالي الحديث على عديد من الأنواع، أهمها:

1-عقود الخيار: عقد الخيار هو عقد يعطي لمشتريه الحق في شراء أو بيع عدد من الوحدات من أصل معين (مالي أو حقيقي) من طرف آخر يطلق عليه المحرر، بسعر يتفق عليه عند التعاقد، على أن يكون للمشتري الحق في عدم تنفيذ العقد، إذا رغب في ذلك، مقابل مكافأة يدفعها للمحرر، وهي مكافأة غير قابلة للرد، تدفع عند التعاقد، ولا تعتبر جزء من قيمة الصفقة، فكأن مشتري الخيار هو مشتري لعقد قد يعطيه الحق في شراء أو الحق في بيع أصل معين<sup>2</sup>.

إذن؛ عقد الخيار، هو عقد بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري، يعطي للمشتري الحق وليس الالتزام، بأن يبيع أو يشتري شيئا ما، في تاريخ لاحق بسعر متفق عليه عند تحرير العقد.

وتنقسم عقود الخيار إلى عدة أنواع نذكر منها؛ (خيار الشراء وخيار البيع، حيث يعتبر هذان النوعان أساسيان، إضافة إلى عقد الخيار الأمريكي وعقد الخيار الأوروبي، وأخيرا عقد الخيار المغطى وعقد الخيار غير المغطى)<sup>\*\*\*</sup>.

2-العقود المستقبلية<sup>3</sup>: العقد المستقبلي، هو اتفاق بين طرفين؛ الطرف البائع ويطلق عليه صاحب المركز القصير، والطرف المشتري ويطلق عليه صاحب المركز الطويل. يقضي هذا الاتفاق تسليم البائع للمشتري أصل

\* التحوط: فن إدارة مخاطر الأسعار (أسعار الصرف، أسعار الفائدة، أسعار الأصول...)، من خلال أخذ مراكز عكسية عند التعامل في أدوات المشتقات. أما المضاربة : فمعناها أن المضارب يحقق عوائد (أرباح) مرتفعة، إذا ما تحققت توقعاته المتمثلة في ارتفاع سعر الأصل محل التعاقد في السوق بأكثر من سعر التنفيذ. والمراجحة: هي عكس المضاربة، فالمضاربة تكون في سوق واحد، بينما المراجحة تكون بين سوقين والهدف منها هو الاستفادة من فروقات الأسعار الموجودة بين السوقين.

<sup>1</sup> ملياني حكيم، شوقي طارق، مرجع سابق، ص4.

\*\* الهندسة المالية: هي التصميم و التطوير و التنفيذ لأدوات مالية مبتكرة، وصياغة الحلول الإبداعية لمشاكل التمويل.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، ط3، 2015، ص367.

\*\*\* للمزيد من الإطلاع أنظر إلى: سميرة محسن، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية- دراسة حالة PNPPARIBAS، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2005-2006، ص ص75،76.

<sup>3</sup> نفس المرجع السابق، ص ص61،62.

حقيقي (سلعة ما) أو أصل ورقي (أسهم، سندات) في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التسليم، وذلك على أساس سعر يتفق عليه عند التعاقد. وعلى طرفي العقد أن يودع كل منهما لدى السمسار الذي يتعامل معه مبلغا نقديا أو أوراقا مالية حكومية، أذون الخزانة\* على الأخص، تمثل نسبة ضئيلة من سعر العقد يطلق عليها الهامش المبدئي. والغرض من هذا الهامش هو إثبات الجدية وحسن النية من الطرفين، كما يستخدم لأغراض التسوية اليومية، إذا ما تعرض أحد الطرفين للخسائر نتيجة لتغير سعر الوحدة محل العقد في غير صالحه.

إذن؛ العقود المستقبلية، هي عقود نمطية، تجري في أسواق منظمة، وهي اتفاقية بين طرفين، على شراء أو بيع أصل ما محل العقد، بسعر محدد مسبقا على أن يتم التسليم في تاريخ مستقبلي.

وللعقود المستقبلية أنواع نكتفي فقط بذكرها؛ (العقود المستقبلية على سعر الفائدة، العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم، العقود المستقبلية على الصرف، وأخيرا العقود المستقبلية على السلع...)\*\*.

**3-العقود الآجلة:** يقصد بالعقد الآجل؛ هي تلك العقود التي يلتزم فيها البائع أن يسلم للمشتري السلعة محل التعاقد في تاريخ لاحق بسعر يتفق عليه وقت التعاقد يطلق عليه سعر التنفيذ، ومن الأمثلة على العقود الآجلة؛ عقود الاقتراض لشراء العقارات وعقود الاستيراد والتصدير، ويحدد في هذه العقود تاريخ الاستحقاق ومعدل الفائدة في حالة القروض، والجودة أو المرتبة في حالة السلع، كما يحدد الكمية وطريقة ومكان التسليم و كيفية تسوية العقد<sup>1</sup>.

إذن؛ العقود الآجلة باختصار، عقود مشتقة بسيطة، وهي اتفاق بين طرفين، على شراء أو بيع أصل ما في وقت مستقبلي معين مقابل سعر معين، ويكون العقد عادة بين مؤسستين ماليتين أو مؤسسة مالية وأحد عملائها من المنشآت، ولا يتم تداوله في البورصة -عادة-.

وللعقود الآجلة عدة أنواع وكذا عدة تصنيفات، ولعل أهمها على الإطلاق، هو مايلي؛ (العقود الآجلة لأسعار الفائدة، العقود الآجلة لأسعار الصرف...)\*\*.

\* أذون الخزانة: هي أدوات دين قصيرة الأجل تصدرها الحكومة بغرض الاقتراض، تتراوح فترة استحقاقها من (3 أشهر إلى سنة)، وهي لا تحمل سعر فائدة محدد وإنما تباع بخصم أي بسعر يقل عن قيمتها الاسمية، على أن يسترد مشتريها قيمتها الاسمية في تاريخ الاستحقاق، ويتم بيعها عن طريق المزاد، وتكتب فيها المؤسسات الكبيرة -كالبانوك وشركات التأمين-.

\*\* للمزيد من الإطلاع أنظر إلى: بن عيسى عبد القادر، أثر استخدام المشتقات المالية ومساهماتها في إحداث الأزمة المالية العالمية -دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة (جانفي 2006 -ديسمبر 2010)-، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مبراح، ورقلة، 2011-2012، ص ص 64،65.

<sup>1</sup> رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سابق، ص 179.

\*\*\* للمزيد من الإطلاع أنظر إلى: سرارمة مريم، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008 -دراسة تحليلية-، مذكرة ماجستير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011-2012، ص ص 21،22.

ويمكن تلخيص أهم أوجه المقارنة بين عقود الخيار، والمستقبليات، والعقود الآجلة في الجدول التالي:

جدول رقم (02) مقارنة بين عقود الخيار، العقود الآجلة، وعقود المستقبليات

وجه المقارنة	عقود الخيار	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
1- ماهيتها	هي عقود اختيارية بالنسبة للمشتري، أي يكون له حق الاختيار في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، بينما يكون العقد ملزماً لمصدره، وهي نمطية ولا تتم فيها التسوية السعرية على أساس يومي.	هي عقود شخصية (غير نمطية) حيث يتفاوض الطرفان المتعاقدان على شروطها بما يتفق وظروف كل منهما.	هي عقود نمطية (غير شخصية) والعلاقة بين الطرفين المتعاقدين غير مباشرة حيث يتوسط بيت التسوية بينهما بما يضمن حقوق كل منهما.
2- درجة الالتزام	ليس لها سوق ثانوي	ليس لها سوق ثانوي، الأمر الذي يعني أنه بمجرد إبرام العقد فلا يستطيع أي من الطرفين إلغائه (دون خسائر)،	لها سوق ثانوي فيمكن لأي من الطرفين إقفال مركزه متى شاء.
3- مدى التعرض للخسارة	تقتصر خسائر مشتري عقد الخيار على قيمة المكافأة المدفوعة فقط ولا يحق لمشتري عقد الخيار استرداد قيمة المكافأة المدفوعة لمحرر العقد (البائع) عند التعاقد حتى في حالة عدم تنفيذ المشتري لعقد الخيار.	تحدد خسائر الطرفين المتعاقدين وفقاً لتحركات أسعار الأصل محل التعاقد في السوق الحاضر.	خسائر مشتري العقد المستقبلي قد تمتد لتشمل قيمة العقد بالكامل، ولكن يمكن استرداد الهامش المبدئي بالكامل إذا لم يتعرض المشتري للخسارة.
4- استخدامها	-تستخدم كوسيلة للتحوط ضد مخاطر تغيرات أسعار الأصل محل التعاقد. -تعتبر عقود مضاربة من وجهة نظر الطرفين.	-نادراً ما تستخدم للمضاربة "فالمضارب فقط يغتتم الفرص".	يجد المضاربون في سوق العقود المستقبلية الفرصة لتحقيق الأرباح.

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية -دراسة

حالة بعض الدول العربية- ، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015، ص50.

4- عقود المبادلة: إن هذا النوع من العقود، هو أكثر أنواع عقود المشتقات انتشاراً ، وهو عقد يبرم بين طرفين، يتفقان فيه على تبادل تدفقات نقدية خلال فترة مستقبلية، وتتضمن هذه العقود والمقايضات التزاماً بين طرفين بمبادلة قدر معين من الأصول المالية أو النقدية أو العينية تتحدد وفقه قيمة الصفقة وقت إبرام العقد على أن يتم تبادل الأصل محل التعاقد في وقت لاحق يتفق عليه مسبقاً<sup>1</sup>.

إذن؛ عقد المبادلة باختصار، هو عبارة عن اتفاق بين طرفين أو أكثر على تبادل سلسلة من التدفقات النقدية في تواريخ مستقبلية، ولمدة محددة.

وتتضمن عقود المبادلة هي الأخرى، عدة أنواع، لعل أهمها على الإطلاق؛ هي (عقود مبادلة أسعار الفائدة، و عقود مبادلة العملات...)\* .

5- التوريق المصرفي: هو أسلوب تمويلي، تستطيع من خلاله المؤسسة تحويل الأصول غير السائلة، أي التي ليس لها سوق للتداول، إلى أصول مالية قابلة للتداول بسهولة، وذلك من خلال مؤسسة ذات غرض خاص\*\*، تصدر أوراق مالية وتطرحها للمستثمرين في السوق الرأسمالي<sup>2</sup>.

إذن؛ مصطلح التوريق، يتمثل في تحويل القروض غير القابلة للتداول إلى أوراق مالية قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية، أي تحويل الديون من المقرض الأساسي إلى مقرضين آخرين.

### الفرع الثاني: الأوراق الهجينة

قبل التطرق لمختلف أنواع الأوراق الهجينة، ينبغي التطرق أولاً لتعريفها.

أولاً: تعريف الأوراق الهجينة: تعرف الأوراق الهجينة بأنها أوراق مالية جديدة، لم تعد تميز وبشكل قاطع بين الصفات التي تتمتع بها أدوات المديونية أي السندات وأدوات حقوق الملكية أي الأسهم، بل مزجت بين خصائص وسمات كل منهما<sup>3</sup>.

وعليه فإن للأوراق الهجينة، بعض صفات ومميزات الأسهم، وكذلك بعض صفات ومميزات السندات بمختلف أنواعهما، فهي إذن تمزج بين خصائص وسمات الأدوات، وبالتالي لا يمكن اعتبارها لا أسهم ولا سندات، حيث أنها خليط بينهما.

<sup>1</sup> علي عبد الغاني اللاذ وآخرون، مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية -دراسة تطبيقية-، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد 03، جامعة أم البواقي، جوان 2015، ص 49.

\* للمزيد من الإطلاع أنظر إلى: بن عيسى عبد القادر، مرجع سابق، ص ص 67-69.

\*\* مؤسسة ذات غرض خاص: شركة تؤسس لغرض خاص، -إصدار السندات أو الصكوك- أو غيرها من عمليات التوريق، ويمكن أن تنشأ الشركة ذات الغرض الخاص المصدرة للأوراق المالية كفرع من فروع الشركة الممولة.

<sup>2</sup> مريم سرارمة، مرجع سابق، ص 76.

<sup>3</sup> بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 70.

ثانياً: أنواع الأوراق الهجينة: يمكن التمييز بين الأنواع التالية للأوراق الهجينة:

**1- الأسهم الممتازة<sup>1</sup>:** وهي الأسهم التي تلجأ إليها الشركات عند محاولتها تحفيز المستثمرين للاكتتاب بالمساهمة في توسيع رأسمالها وتمويل مشروعاتها الجديدة، أو في مواجهة بعض صعوباتها المالية. وتشبه الأسهم الممتازة الأسهم العادية، في أنها تمثل شكلاً للملكية في الشركة ويتلقى أصحابها حصصهم من العوائد بدلاً من أن تضاف -كتكاليف- إلى السندات، وفي المقابل تلتقي الأسهم الممتازة مع السندات في خصائص معينة.

**2- شهادات الاستثمار:** هي عبارة عن شهادات تمثل جزءاً من رأس مال الشركة المصدرة، تعطي لحاملها الحق في الحصول على فوائد مثل الأسهم العادية وفي المقابل لا تعطي لحاملها الحق في التصويت والمشاركة في الجمعية العمومية وتوجيه سياسة الشركة، وتلجأ الشركة لمثل هذه الشهادات لتدعيم رأسمالها الخاص<sup>2</sup>.

**3- سندات المساهمة:** وهي سندات تصدر عن شركات المساهمة -خاصة أو عامة- وتعتبر ديون أبدية وبمثابة أموال شبه خاصة، حيث يحصل صاحبها على عائد يتكون من جزء ثابت والآخر متغير حسب النشاط أو النتيجة المحققة من طرف الشركة المصدرة له وهذه السندات لا يوجد لها تاريخ استحقاق<sup>3</sup>.

**4- الأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي:** وتشمل هذه الأوراق المالية الأسهم والسندات التي تصدرها شركات ذات رأس المال المتغير والحصص التي تصدرها صناديق التوظيف الجماعي<sup>4</sup>.

### المبحث الثالث: تقييم أداء سوق الأوراق المالية

يعد تقييم أداء الأسواق، أمر غاية في الأهمية، وذلك لماله من أهمية اقتصادية قصوى في تطوير النشاطات والمشاريع الاقتصادية. وجاء هذا المبحث ليوضح أداء سوق الأوراق المالية، وذلك من خلال استخدام بعض مؤشرات الأداء، ولكن قبل ذلك كان لزاماً علينا التطرق أولاً إلى أساسيات حول الأداء وتقييمه -بصفة عامة-، ثم مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، وأخيراً بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية العالمية وأهم مزاياها.

### المطلب الأول: أساسيات حول الأداء وتقييمه

عرف مفهوم الأداء تحولات هامة عبر تاريخ تطور المنظمات، وذلك بسبب التغيرات الكبيرة التي عرفتتها العوامل المؤثرة فيه، الأمر الذي أدى إلى تغير وتطور في مفهوم الأداء، أنواعه، وكذلك أساليب وأدوات تقييمه.

<sup>1</sup> هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 100، 101.

<sup>2</sup> بوثة نسرين، مرجع سابق، ص 67.

<sup>3</sup> مسعودة بن لخضر، مرجع سابق، ص 48.

<sup>4</sup> نفس المرجع السابق، ص 48.

الفرع الأول: الأداء: مفهومه، أنواعه، والعوامل المؤثرة فيه

أولاً: مفهوم الأداء: يستخدم مصطلح الأداء على نطاق واسع في ميدان الأعمال، ورغم ذلك من الصعب إعطاء تعريف بسيط ومحدد له.

فكلمة أداء لغة، تقابل اللفظة اللاتينية performare والتي تعني إعطاء كلية الشكل لشيء ما، والتي اشتقت منها اللفظة الإنجليزية performance والتي تعني إنجاز العمل أو "الكيفية التي يبلغ بها التنظيم أهدافه" وهو نفس المعنى الذي ذهب إليه قاموس Petit Larousse<sup>1</sup>.

والأداء كذلك يعبر عن: "المخرجات أو الأهداف التي يسعى النظام إلى تحقيقها، وهو مفهوم يعكس كلا من الأهداف والوسائل اللازمة لتحقيقها، أي أنه يربط بين أوجه النشاط وبين الأهداف التي تسعى المؤسسة إلى تحقيقها"<sup>2</sup>.

كذلك غالباً ما يختلط مفهوم الأداء مع بعض المفاهيم التي تعتبر قريبة منه، فكثيراً ما استخدمت بعض المصطلحات للدلالة على مفهومه منها؛ الكفاءة والفعالية.

فلقد حصر بعض الباحثين الأداء في بعد واحد هو الكفاءة فقط، أي الاستخدام الأمثل للموارد، كذلك ركز بعض الباحثين في تعريفهم للأداء على الفعالية لوحدها، فلقد أعتبر بأنه مدى تحقيق أهداف المؤسسات<sup>3</sup>. في حين يرى البعض الآخر أن الأداء مفهوم لا يمكن تقييده بتعريف وحيد، بل تحديده في استمرار وتطور بالإضافة إلى ذلك فهو، متعدد الأبعاد<sup>4</sup>.

وبناء على ما سبق، يمكن القول أن الأداء، هو فعل يعكس مدى نجاح التنظيم في تحقيق أهدافه، بالاستخدام الأمثل للموارد المتاحة، فالأداء إذن هو؛ الكفاءة والفعالية معاً.

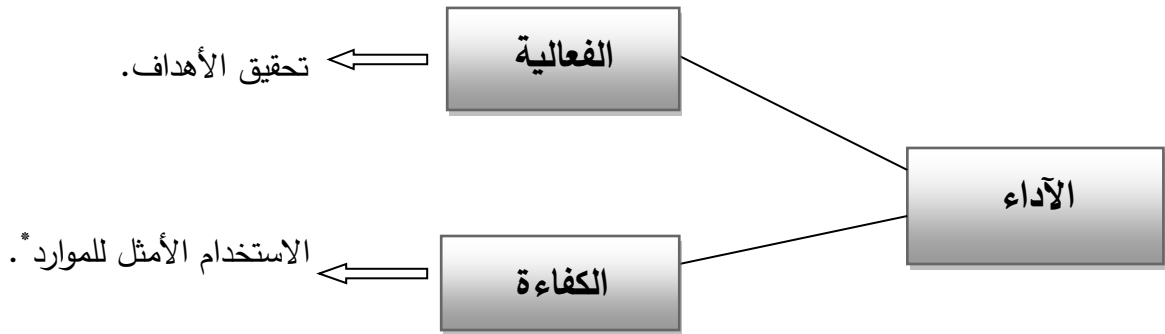
ومن التعاريف السابقة، يمكن أن نستنتج مكونات الأداء الأساسية كما يوضحها الشكل الموالي:

<sup>1</sup> عبد المليك مزهودة، الأداء بين الكفاءة والفعالية "مفهوم وتقييم"، مجلة العلوم الإنسانية، العدد الأول، جامعة محمد خيضر، بسكرة، نوفمبر 2001، ص 86.  
<sup>2</sup> منير عوادي، دور سوق الأوراق المالية في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة مجمع صيدال الفترة (2010-2013)، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015، ص 51.  
<sup>3</sup> إلهام يحيوي، الجودة كمدخل لتحسين الأداء الإنتاجي للمؤسسات الصناعية الجزائرية -دراسة ميدانية بشركة الإسمنت عين التوتة (باتنة)-، مجلة الباحث، العدد الخامس، جامعة باتنة، 2007، ص 152.

\* متعدد الأبعاد: الأداء حسب منظور تعدد الأبعاد يتحقق من خلال أربعة أقطاب، هي؛ (العمل، المسيرين، الموظفين، الدولة)، وبالتالي فالأداء الكلي هو مجموع الأداءات الأربع. وللمزيد من للإطلاع أنظر إلى، عادل عشي، الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية: قياس وتقييم -دراسة حالة مؤسسة صناعات الكواكب ببسكرة (2000-2002)-، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2001-2002، ص 16.

<sup>4</sup> نفس المرجع السابق، ص 15.

الشكل رقم (02) مكونات الأداء الأساسية: الكفاءة والفعالية



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على المعلومات السابقة.

**ثانياً: أنواع الأداء:** إن تصنيف الأداء، يطرح إشكالية تحديد المعيار الدقيق والعملي الذي يمكن الاعتماد عليه في التصنيف، وبما أن الأداء من حيث المفهوم يرتبط إلى حد بعيد بالأهداف، فإنه يمكن الاعتماد على معيار الشمولية الذي يقسم الأهداف إلى -كلية وجزئية- وبالتالي يمكن تقسيم الأداء، إلى:

**1- الأداء الكلي:** وهو الذي يتجسد بالإنجازات التي ساهمت جميع العناصر والوظائف أو الأنظمة الفرعية للمؤسسة في تحقيقها، ولا يمكن نسب إنجازها إلى أي عنصر دون مساهمة باقي العناصر، وفي إطار هذا النوع من الأداء يمكن الحديث عن مدى وكيفيات بلوغ المؤسسة أهدافها الشاملة -كالاستمرارية، النمو، الأرباح-...الخ<sup>1</sup>.

إذن؛ يمكننا أن نستنتج أنه، ومن خلال الأداء الكلي يمكن الحكم على المؤسسة بالضعف أو بالقوة في مواجهة الفرص والتهديدات الموجودة في بيئتها الخارجية.

**2- الأداء الجزئي:** وهو الذي يتحقق على مستوى الأنظمة الفرعية للمؤسسة وينقسم بدوره إلى عدة أنواع تختلف باختلاف المعيار المعتمد لتقسيم عناصر المؤسسة، حيث يمكن أن ينقسم حسب المعيار الوظيفي إلى؛ \*\* (أداء وظيفة المالية، أداء وظيفة الأفراد، أداء وظيفة التموين، أداء وظيفة الإنتاج وأداء وظيفة التسويق)<sup>2</sup>.

\* الاستخدام الأمثل للموارد: معناه تحقيق الأهداف دون تبذير في الموارد.

<sup>1</sup> عبد المليك مزهودة ، مرجع سابق، ص 89.

\*\* للمزيد من الإطلاع أنظر إلى: عادل عشي، مرجع سابق، ص 19-21.

<sup>2</sup> عبد المليك مزهودة، مرجع سابق، ص 89.

إن؛ الأداء الجزئي، هو الأداء الذي تحققه كل وظيفة، وكل نظام فرعي داخل المؤسسة، حيث أن القدرة على بناء هذا المفهوم يمكن المنظمة من ضبط الاختلالات الجزئية قبل الوصول إلى أزمة يصعب أو يستحيل الخروج منها.

ومما سبق وبالإسقاط على أسواق الأوراق المالية نستنتج أن؛ الأداء الكلي لهذه الأسواق، يتحقق من خلال الجمع بين أداء قطاعات الفائض المالي وقطاعات العجز، بالشكل الذي يزيد من كفاءة وفاعلية هذه الأسواق وبالتالي تحديد مسيرتها.

وإضافة إلى معايير التقسيم السابقة، توجد معايير أخرى، مثل التقسيم حسب الطبيعة والذي يقسم الأداء إلى؛ أداء اقتصادي، أداء اجتماعي، أداء سياسي... الخ\*.

**ثالثا: العوامل المؤثرة في الأداء:** اعتمد الكثير من الباحثين، نحو تصنيف العوامل المؤثرة في الأداء وفقا لمصدرها إلى-عوامل خارجية وأخرى داخلية-.

**1-العوامل الخارجية:** وهي العوامل التي تكون صادرة عن المحيط الخارجي، والتي يصعب التحكم فيها، وبالتالي فهي تقتضي التكيف معها أكثر، وتتضمن هذه العوامل<sup>1</sup>:

أ-**البيئة السياسية:** والتي تتعكس في طبيعة النظام السياسي والسياسة الخارجية، ومدى الاستقرار السياسي.

ب-**البيئة القانونية:** وتتمثل أساسا في مدى مرونة الأنظمة والتشريعات السائدة في المجتمع، والتي تؤثر بدرجة كبيرة على عمل الإدارة...

ج-**البيئة الاقتصادية:** وتتمثل أساسا في طبيعة النظام الاقتصادي السائد في الدولة ودرجة الاستقرار الاقتصادي...

د-**البيئة الاجتماعية والثقافية:** وتتمثل في العادات والتقاليد الموروثة، النزاعات الفردية في المجتمع، مستوى التعليم ودرجة الأمية، أنواع برامج التعليم الفني والمهني المعمول بها...

هـ-**البيئة التكنولوجية:** وتتجسد في الاختراعات والتجديدات في السلع والخدمات، والوسائل والعمليات، ودرجة تعقد التكنولوجيا المستخدمة.

\* للمزيد من الإطلاع أنظر إلى: عادل عشي، مرجع سابق، ص ص 21، 22.

<sup>1</sup> عادل بوعافية، هيكل الصناعة وأثره على أداء المؤسسة الاقتصادية الجزائرية -حالة: مؤسسة "موبيليس" للهاتف النقال خلال الفترة (2001-2009)-، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016-2017، ص ص 91، 92، (بتصرف).



2-العوامل الداخلية: وهي العوامل التي تكون ذات طبيعة داخلية، والتي يمكن للمسير أن يتحكم فيها، سواء لزيادة آثارها الإيجابية، أو لتخفيض آثارها السلبية، وتتميز هذه العوامل بكثرتها وصعوبة حصرها.... ونتيجة لذلك تم تجميعها في مجموعتين رئيسيتين، هما<sup>1</sup>:

أ-العوامل التقنية: مثل؛ نوع التكنولوجيا، نسبة الاعتماد على الآلات مقارنة بعدد العمال، الموقع الجغرافي للمؤسسة وتصميمها من حيث المخازن، الورشات، الآلات، نوعية المنتج، شكله والغلاف، مدى توافق منتجات المؤسسة مع رغبات المستهلكين، نوعية المواد المستعملة في عملية الإنتاج....إلخ.

ب-العوامل البشرية: مثل؛ التركيبة البشرية للمؤسسة من حيث السن والجنس، مستوى تأهيل أفراد المؤسسة ومدى التوافق بين مؤهلات العمال والمناصب التي يشغلونها والتكنولوجيا المستخدمة، أنظمة المكافآت والحوافز، العلاقة بين العمال والإدارة، نوعية المعلومات....إلخ.

إذن؛ مما سبق نستنتج أن، الأداء هو دالة في العديد من المتغيرات المؤثرة (كمية، نوعية)، المتحكم في بعض منها وغير المتحكم في البعض الآخر، وبإسقاط ذلك على أداء أسواق الأوراق المالية نستنتج أن؛ أداء هذه الأسواق يتأثر هو الآخر بالعديد من العوامل؛ كالعوامل الاقتصادية والمالية والنقدية والأزمات المالية، أي أن هناك عوامل ذاتية وعوامل خارجية (كأسعار الفائدة، أسعار الصرف، التضخم) تلعب دورا محوريا في تقلبات أسعار الأسهم والسندات، كل هذه العوامل-المجتمعة وغيرها-من العوامل المفسرة الأخرى والتي لا يمكن تحديدها وضبطها، يمكن لها أن تؤثر بالإيجاب أو بالسلب على أداء أسواق الأوراق المالية.

الفرع الثاني: تقييم الأداء: مفهومه، أهميته ومؤشرات قياسه.

نتناول في هذا الفرع، مفهوم تقييم الأداء، مع إبراز أهميته بالنسبة للمؤسسة، وفي الأخير نتطرق إلى مؤشرات قياسه الأساسية.

أولا: مفهوم تقييم الأداء: لقد اختلفت وجهات نظر الباحثين والكتاب في وضع مفهوم محدد لتقييم الأداء.

فنتقييم الأداء هو: جزء من عملية الرقابة، فإذا كانت الرقابة هي عملية توجيه الأنشطة داخل التنظيم لكي يصل إلى هدف محدد فإن تقييم الأداء هو استقراء دلالات ومؤشرات المعلومات الرقابية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> السعيد بربش، نعيمة يحيوي، أهمية التكامل بين أدوات مراقبة التسيير في تقييم أداء المنظمات وزيادة فعاليتها -دراسة حالة ملبنة الأوراس-، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد الأول، جامعة الجزائر، 2011-2012، ص30، (بتصرف).

<sup>2</sup> عيد المليك مزهودة، مرجع سابق، ص 95.

وعرف أيضا بأنه: إيجاد مقياس يمكن من خلاله معرفة مدى تحقيق المشروع للأهداف التي أقيم من أجلها، ومقارنة تلك الأهداف بالأهداف المخططة، من أجل معرفة وتحديد مقدار الانحرافات عن ما تم تحقيقه فعلا مع تحديد أسباب تلك الانحرافات وأساليب معالجتها<sup>1</sup>.

كذلك يمكن تعريفه على أنه: تقييم نشاط الوحدة الاقتصادية في ضوء ما توصلت إليه من نتائج في نهاية فترة معينة<sup>2</sup>.

من خلال ما سبق من تعاريف، وبالإسقاط على أسواق الأوراق المالية، نستنتج أن؛ مفهوم تقييم الأداء لهذه الأسواق هو عبارة عن عملية التحليل والتقييم لنتائج تطور الأداء باستخدام مؤشرات قياس الأداء للأسواق - والتي سيتم تناولها لاحقا- بهدف التوصل إلى نقاط القوة والضعف في الأسواق وبهدف الحكم على كفاءتها، وبالتالي تحديد مسيرة السوق.

ثانيا: أهمية تقييم الأداء: تحظى عملية تقييم الأداء في المؤسسات بأهمية بارزة وكبيرة، وفي جوانب ومستويات عدة ومختلفة، يمكن إبرازها، في الآتي<sup>3</sup>:

- يبين تقييم الأداء، قدرة المؤسسة على تنفيذ ما خطط له من أهداف من خلال مقارنة النتائج المحققة مع المستهدف منها.

- يظهر مدى مساهمة المؤسسة في عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

- الكشف عن التطور الذي حققته المؤسسة في مسيرتها سواء نحو الأفضل أو نحو الأسوء.

- الإفصاح عن درجة المواءمة والانسجام بين الأهداف والإستراتيجيات المعتمدة وعلاقتها بالبيئة التنافسية للمؤسسة.

- توضيح مدى كفاءة تخصيص واستخدام الموارد المتاحة للمؤسسة.

- توجيه العاملين في أداء أعمالهم.

- توجيه إشراف الإدارة العليا.

- توضيح سير العمليات الإنتاجية.

<sup>1</sup> عادل بوعافية، مرجع سابق، ص 94.

<sup>2</sup> عمر تيمجدين، دور إستراتيجية التنوع في تحسين أداء المؤسسة الصناعية -دراسة حالة مؤسسة كوندور (برج بوعربريج)-، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012-2013، ص 57.

<sup>3</sup> نفس المرجع السابق، ص 61، (بتصرف).

إذن؛ مما سبق وبالإسقاط على أسواق الأوراق المالية نستنتج أن، عملية تقييم الأداء للأسواق تعتبر ذات أهمية كبيرة، وذلك لأنها تخدم مختلف الأطراف التي لها علاقة بالسوق، هذا من جهة، ومن جهة أخرى، فهي تلعب دورا مهما في زيادة كفاءة السوق، فعندما نقوم بتقييم أداء سوق معين وتقارنه بأداء سوق متطور آخر، فهذا سوف يدفع السوق الأول إلى تطوير وتحسين نشاطه.

**ثانيا: مؤشرات قياس الأداء:** نحاول أولا تحديد مفهوم للمؤشر -بصفة عامة-، بعد ذلك تحديد خصائصه، وأخيرا أنواع مؤشرات الأداء الأساسية.

يعرف مؤشر الأداء بأنه: عبارة عن معلومة كمية تقيس فعالية وكفاءة كل أو جزء من عملية أو نظام (حقيقي وبسيط) بالنسبة لمعيار أو مخطط أو هدف محدد، مقبول في إطار إستراتيجية المؤسسة<sup>1</sup>.

إذن؛ المؤشر، هو أداة لقياس الأداء، يكون عادة في شكل رقمي، ليسمح لمسؤولي المؤسسة بمقارنة النتائج الفعلية المحققة مع المستهدف منها.

والمؤشر الجيد الذي يسمح بأن تكون عملية قياس الأداء فعالة وجيدة يجب أن تتوفر فيه مجموعة من الخصائص، وهي<sup>2</sup>:

- **معنوية المؤشر:** ويقصد بها أن المعلومة التي يقدمها المؤشر تعكس بكيفية دقيقة الظاهرة أو النتيجة التي ترغب في ملاحظتها.

- **الوضوح:** وضوح المؤشر، يعني سهولة فهمه من طرف الجميع، فالشخص الذي يقرأ المؤشر يعرف بالضبط ما الذي يعنيه هذا المؤشر وما الذي لا يعنيه.

- **سرعة الحصول على المؤشر:** هذا ليضمن للمؤسسة القيام بالتصحيحات اللازمة وفي الوقت المناسب.

- **الشمولية:** تعني أن المؤشرات تغطي جميع جوانب المؤسسة، ومن المستحسن اعتماد المؤسسة على بعض المؤشرات الشاملة التي تسمح بتقديم صورة إجمالية عن نشاط المؤسسة ومثال ذلك، بعض مؤشرات الأداء المالي -كالقيمة الاقتصادية المضافة-<sup>\*</sup>.

إذن؛ حتى يكون قياس الأداء جيدا، ينبغي اختيار مؤشرات ملائمة، وإلا ما نفع مؤشر يوفر معلومة تتمتع بمصدقية ولا تتناسب مع الأهداف المحددة من طرف المؤسسة.

<sup>1</sup> السعيد بربيش، نعيمة بجاوي، مرجع سابق، ص 31.

<sup>2</sup> عادل عشي، مرجع سابق، ص 30.

\* القيمة الاقتصادية المضافة: وتتمثل في الهامش الذي ينتج عن الفرق بين العائد الاقتصادي المحقق من طرف المؤسسة لفترة معينة وتكلفة الموارد المالية التي استخدمتها حيث يطلق على هذا الهامش -بالربح الاقتصادي-، وتحسب بالعلاقة التالية:  
القيمة الاقتصادية المضافة = الأصول الصافية (معدل العائد لهذه الأصول - تكلفة رأس المال).

وبالتالي فإن المؤشرات الأساسية للأداء، هي تلك المعطيات الأكثر تأثيراً<sup>1</sup> وتقسم غالباً إلى نوعين رئيسيين، هما:

-**المؤشرات المالية:** وتعتبر مؤشرات تاريخية تابعة أو مؤشرات نواتج الأداء وهي مؤشرات تتضمن محتوى إعلامي عن نتائج الأداء الفعلي ويشير parmenter إلى هذا النوع من المؤشرات على أنها مؤشرات نتائج أساسية تقتصر فقط على معرفة ما إذا كان تنظيم الأعمال يتحرك في الاتجاه الصحيح نحو تحقيق أهدافه الموضوعية دون أن يكون لها دور تأثيري فاعل على الأداء المستقبلي وكذلك ينظر إليها Kaplan ويقول: "إن الاعتماد على المؤشرات المالية فقط يشبه قيادة السفينة للأمام برمان ينظر إلى الخلف"<sup>2</sup>.

وعلى الرغم من استعمال المؤشرات المالية منذ زمن بعيد، غير أنه في السنوات الأخيرة أصبحت لوحدها لا تكفي للحكم على الأداء، ووجهت لها العديد من الانتقادات من بينها، أنها مؤشرات تتعلق بالماضي، ولا تسمح بتوقع المستقبل.....؛ وكننتيجة لذلك، ولتقادي هذه النقائص تم تطوير مؤشرات تتميز بالقدرة على التوقع و التفسير، وتتجه نحو العمل أكثر، -وهو ما سنتطرق إليه في النقطة الموالية-.

-**المؤشرات غير المالية:** تعتبر مؤشرات مستقبلية قائمة أو مؤشرات مسببات الأداء ويشير parmenter إلى هذا النوع على أنه المؤشرات الحقيقية للأداء نظراً لأنها تحمل محتوى إعلامي عن ما يجب أدائه لتحقيق الأهداف الموضوعية، كما أنها تحمل محتوى تأثيري يساعد على تناغم الأنشطة المختلفة<sup>3</sup>.

ونتيجة لذلك، فإن إعداد المؤشرات غير المالية، يتطلب توضيح الأهداف الإستراتيجية المخطط لها، والتركيز على العمليات الأساسية (كإرضاء الزبائن والجودة) في خلق القيمة، وعلى المتغيرات والعوامل الأساسية للنجاح.

وعلى الرغم من هذه التفرقة بين المؤشرات المالية وغير المالية، إلا أن المؤشرات المالية لا يمكن اعتبارها سوى امتداد للمؤشرات غير المالية المستقبلية، وهذا يظهر واضحاً من خلال علاقات -السبب والنتيجة-.

<sup>1</sup> مزغيش عبد الحليم، تحسين أداء المؤسسة في ظل إدارة الجودة الشاملة، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، جامعة الجزائر، 2011-2012، ص36.

<sup>2</sup> نفس المرجع السابق، ص36،37.

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص37.

المطلب الثاني: مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية

وبعد التعريف بالمؤشرات بصفة عامة، نسلط الضوء الآن على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية. لأسواق الأوراق المالية، مجموعة من المؤشرات التي تعبر عنها، وتعكس مستويات أدائها في آن واحد، فهي تمثل أحد أهم المعلومات التي تهتم المستثمرين والمضاربين في سوق الأوراق المالية، حيث من خلالها يمكنهم التعرف على اتجاهات الأسعار، الأمر الذي يساعدهم في تحديد الوقت المناسب لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية. كل هذا وغيره سنحاول دراسته من خلال هذا المطلب.

الفرع الأول: مدخل للمؤشر "مؤشر سوق الأوراق المالية"

سنحاول من خلال هذا الفرع التطرق إلى؛ تعريف مؤشر سوق الأوراق المالية، أنواعه، وأخيرا استخداماته.

**أولاً: تعريف مؤشر سوق الأوراق المالية:** لمؤشر سوق الأوراق المالية عدة تعاريف، نذكر منها:

**التعريف الأول:** المؤشر هو أداة لقياس مستوى الأسعار في سوق المال، ويعبر عنه كنسبة مئوية للتغيير عند لحظة زمنية بعينها مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء، ويقاس المؤشر تحركات أسعار الأسهم

والسندات أو الصناديق... الخ، ارتفاعاً أو انخفاضاً، كما أنه يعطي مؤشراً لوضع الاقتصاد<sup>1</sup>.

**التعريف الثاني:** المؤشر هو معدل موزون على مجموعة من الأسهم والسندات يهدف إلى قياس أداء البورصة وتطوراتها<sup>2</sup>.

**التعريف الثالث:** المؤشر هو أداة تقيس مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم المنشآت التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية المنظمة، أو غير المنظمة، أو كلاهما، وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال الذي يستهدف المؤشر قياسه<sup>3</sup>.

مما سبق نستنتج أن؛ مؤشر سوق الأوراق المالية، هو عبارة عن أداة، يتم من خلالها قياس أداء السوق، وذلك من أجل التعرف على تحركات السوق وتتبعها بصدق، حيث تعكس هذه المؤشرات اتجاه السوق واتجاهات الأسعار.

<sup>1</sup> رشا حمدوش، أثر التضخم على عوائد الأسهم بالتطبيق على سوق دمشق المالية، مجلة جامعة البعث - المجلد 39 - العدد 15، جامعة طرطوس، 2017، ص49.

<sup>2</sup> منير عوادي، مرجع سابق، ص13.

<sup>3</sup> Robert fernandier, Vincent KOEN, Marchés de capitaux et technique financiers, 4ème edition, ECONOMICA, Paris, France, 1997, p248.

ثانياً: أنواع مؤشرات سوق الأوراق المالية: هناك نوعين من المؤشرات<sup>1</sup>:

1- مؤشرات عامة: وهي المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة مثل؛ مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة (DJIA)، ومؤشر ستاندرد آندبورز 500 (S&P500).

2- مؤشرات قطاعية: أي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة معينة، ومنها على سبيل المثال مؤشر داو جونز لصناعة النقل، أو مؤشر ستاندرد آندبورز لصناعة الخدمات العامة.

ثالثاً: استخدامات المؤشر في سوق الأوراق المالية: للمؤشرات استخدامات عديدة تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في السوق، وفي مايلي عرض موجز لتلك الاستخدامات<sup>2</sup>:

1- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة: يمكن للمستثمر أن يكون فكرة سريعة عن التغير في عائد محفظة أوراقه المالية إيجاباً أو سلباً بمجرد معرفته لاتجاه التغير الذي طرأ على مؤشر حالة السوق، وذلك دون الحاجة إلى متابعة أداء كل ورقة مالية على حدى.

2- الحكم على أداء المديرين المحترفين: وفقاً لفكرة التنوع الساذج\*، يمكن للمستثمر العادي أن يحقق معدل عائد على محفظة مكونة من أوراق مالية مختارة عشوائياً يعادل تقريباً معدل عائد السوق الذي يعكسه المؤشر وهذا يعني بالتبعية أن المدير المحترف عليه تحقيق معدل عائد أعلى من متوسط عائد السوق، للتحقيق من ذلك يمكن استخدام عائد أحد المؤشرات الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة كأساس للمقارنة مع العائد الفعلي الذي حققه مدير المحفظة.

3- التنبؤ بحالة السوق: يمكن للمحليلين الماليين الوقوف على طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين التغيرات التي تطرأ على المؤشرات وهو ما يشار إليه بالتحليل الأساسي\*\* فإنه قد يمكنهم التنبؤ مقدماً بما ستكون عليه حالة السوق في المستقبل، كذلك فإن أنصار التحليل الفني\*\*\* يرون أن إجراء تحليل تاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق، قد يكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه وإذا أمكن الوصول إلى ذلك النمط فإنه يمكن التنبؤ بالتطورات المستقبلية في السوق، والتي على ضوءها تتخذ قرارات الاستثمار.

<sup>1</sup> عصام حسين، أسواق الأوراق المالية: البورصة، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2008، ص36، (بتصرف).

<sup>2</sup> عصام جلال عصران، تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية: مدخل مقارنة، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2010، ص ص 268-270.

\* التنوع الساذج: يعتمد على الحكمة التي تقول "لا تضع كل ما تملكه من بيض في سلة واحدة"، وتشير الدراسة المتعلقة بهذا النوع إلى أن المحفظة المالية يجب أن لا تقل عن 15 ورقة مالية، ولكن يجب عدم المغالاة في التنوع.

\*\* التحليل الأساسي: هو ذلك التحليل الذي يقوم بدراسة الأوضاع الاقتصادية بشكل عام وظروف القطاع بشكل خاص وظروف شركة معينة بشكل مفصل من أجل الوصول للقرار الاستثماري المناسب.

\*\*\* التحليل الفني: هو دراسة تحركات السوق من خلال الرسوم البيانية، وبالاعتماد على البيانات التاريخية لأسعار الأسهم، بهدف التنبؤ باتجاه الأسعار مستقبلاً.

4-تقدير مخاطر المحفظة: يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر المنتظمة\* لمحفظة الأوراق المالية وتقاس تلك المخاطر بمعامل الانحدار بين معدل العائد على الاستثمار في المحفظة وبين معدل العائد على محفظة السوق الذي يقاس بدوره بمعدل العائد المحسوب لأحد المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة.

#### الفرع الثاني: أهم مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية

هناك العديد من المؤشرات التي تستخدم لقياس تطور أداء سوق الأوراق المالية، وهي تهدف إلى معرفة مدى تقدم السوق ونضجها، وتتمثل أهم هذه المؤشرات، فيما يلي:

أولاً: المؤشر العام لأسعار الأسهم: هو عبارة عن مؤشر إحصائي يستخدم لقياس الأداء الكلي للسوق، والذي يتكون من معدل أسعار مجموعة من الأسهم يفترض أن تستخدم كمقياس للحركة العامة لسوق الأوراق المالية<sup>1</sup>.

ثانياً: مؤشرات حجم السوق: تتكون من مؤشرين أساسيين، هما:

- مؤشر القيمة السوقية (معدل رسملة السوق)<sup>2</sup>: والذي يشير إلى إجمالي قيمة الأوراق المدرجة في السوق، وغالباً ما يقاس معدل رسملة السوق من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المدرجة في سوق الأوراق المالية على الناتج المحلي الإجمالي\*\* ويفترض المحللون الاقتصاديون أن معدل السوق يرتبط ارتباطاً وثيقاً مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر. ويستخرج هذا المؤشر بالصيغة الآتية:

قيمة الأسهم المدرجة في السوق

..... 3.

= الرسملة السوقية

الناتج المحلي الإجمالي

2- مؤشر عدد الشركات<sup>4</sup>: والذي يشير إلى عدد الشركات المقيدة في بورصة السوق المالي الذي يتم التداول في أوراقها المالية الصادرة من طرفها، وتشير الزيادة في عدد الشركات إلى تطور السوق المالي في البلد المعني.

\* المخاطر المنتظمة: وهي المخاطر التي تمس الاقتصاد ككل، ولا يجدي التنويع فيها نفعاً، مثل: مخاطر سعر الفائدة، التضخم... الخ.

<sup>1</sup> مداحي محمد، ترقو محمد، العلاقة التبادلية بين مؤشرات السوق المالي (الإسلامي والتقليدي) -دراسة قياسية لمؤشرى LQ45 وال بورصة إندونيسيا-، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد الخامس، المركز الجامعي عبد الحفيظ بالصوف، ميله، جوان 2017، ص99.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص99.

\*\* الناتج المحلي الإجمالي: هو مجموع القيم السوقية للسلع والخدمات النهائية على اختلاف أنواعها، والتي تنتج في بلد معين محلياً خلال فترة زمنية معينة عادة ما تكون سنة-.

<sup>3</sup> مناصريه خولة، مرجع سابق، ص150.

<sup>4</sup> مداحي محمد، ترقو محمد، مرجع سابق، ص99.

ثالثاً: سيولة سوق الأوراق المالية: هناك مؤشران أساسيان لقياس سيولة سوق الأوراق المالية\*، وهما<sup>1</sup>:

**1- معدل دوران السهم:** ويشير هذا المؤشر إلى النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو أسهم مجموعة من الشركات داخل قطاع واحد بغية التعرف على نشاط هذه الأسهم في سوق التداول خلال مدة زمنية معينة ولاستخراج هذا المؤشر نتبع الصيغة الآتية:

$$\text{معدل دوران السهم} = \frac{\text{إجمالي الأسهم المتداولة}}{\text{القيمة السوقية}} \times 100.$$

**2- مؤشر حجم التداول:** وهو قيمة ما يتم تداوله من أسهم وسندات وبمختلف الأسعار خلال مدة زمنية معينة، ويقاس هذا المؤشر من خلال قسمة مجموع الأسهم المتداولة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي، ويفضل استخدام المؤشرين معا وذلك لإمكانية الحصول على معلومات سليمة عن السوق المالي وحسب بالصيغة التالية:

$$\text{حجم التداول} = \frac{\text{عدد الأسهم المتداولة}}{\text{الناتج المحلي الإجمالي}}$$

**رابعاً: مؤشر درجة التركيز:** ويقصد بدرجة تركيز التداول فيما إذا كان حجم التداول مركزاً في عدد من الشركات المقيدة أو موزعاً على عدد كبير فيها، ويمكن قياس درجة التركيز من خلال حساب نصيب أكبر عشر شركات من إجمالي رأس المال السوقي، وإجمالي قيمة التداول<sup>2</sup>.

إذن؛ ومما سبق يمكننا القول أن، كل هذه المؤشرات المقدمة تعمل على توضيح الميل والاتجاه العام لتطور سوق الأوراق المالية، ومدى تقدمه ونضجه، بالإضافة إلى ذلك فهي تسهل عملية المقارنة بين مختلف أسواق الأوراق المالية.

### الفرع الثالث: كيفية بناء المؤشر

على الرغم من التفاوت في كيفية احتساب وبناء مؤشرات سوق الأوراق المالية إلا أنها تقوم جميعاً على ثلاثة أسس، هي:

\* سيولة سوق الأوراق المالية: السيولة تدل على إمكانية بيع وشراء الأوراق المالية بسهولة ودون تكاليف كبيرة.

<sup>1</sup> سميحة بن محياوي، مرجع سابق، ص 67.

<sup>2</sup> مداحي محمد، ترقو محمد، مرجع سابق، ص 99.



أولاً: **ملاءمة العينة<sup>1</sup>**: العينة ونقصد بها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاث جوانب، هي:

**1- الحجم**: القاعدة العامة، هي أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكبر تمثيلاً وصدقا لواقع السوق.

**2- الاتساع**: ويعني مدى تغطية العينة المختارة لمختلف القطاعات في السوق.

**3- المصدر**: المقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبني عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر-السوق الأساسية- أين يتم تداول الأوراق المالية.

**ثانياً: الأوزان النسبية<sup>2</sup>**: تعرف الأوزان النسبية في بناء المؤشرات بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة، وهناك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد هذا الوزن النسبي:

**1- مدخل الوزن على أساس السعر**: أي نسبة سعر السهم الواحد للشركة إلى مجموعة أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر.

**2- مدخل الأوزان المتساوية**: وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر.

**3- مدخل الأوزان حسب القيمة**: أي إعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر، حيث لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي كما في المدخل السابق (مدخل الوزن على أساس السعر).

**ثالثاً: إجراءات حساب قيمة المؤشر<sup>3</sup>**: تختلف المؤشرات من حيث الكيفية التي تحتسب على أساسها قيمة المؤشر التي تنشر في الصحف، فهناك مجموعة من المؤشرات تحتسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية، ومجموعة أخرى تحتسب قيمتها على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر.

ومن بين الأساليب الشائعة الاستخدام في حساب المؤشرات، مايلي:

**1- المؤشرات المبنية على أساس السعر (المتوسط الموزون للسعر)<sup>4</sup>**:

يمكن حساب قيمة هذا المؤشر من خلال جمع أسعار الأسهم المتداولة في السوق للمؤشر المراد حسابه مقسومة على عددها، حيث أن:

<sup>1</sup> بن عمر بن حاسين، مرجع سابق، ص65، (بتصرف).

<sup>2</sup> بشار ذنون محمد الشكرجي، ميادة صلاح الدين تاج الدين، علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية -دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية-، مجلة تنمية الرفادين، العدد 30، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، 2008، ص79، (بتصرف).

<sup>3</sup> عصران جلال عصران، مرجع سابق، ص271، (بتصرف).

<sup>4</sup> زهير غراية، عبد العزيز بن محمد السهلاوي، تحليل الأوراق المالية، دار النشر الدولي، المملكة العربية السعودية، ط1، 2018، ص ص221،222، (بتصرف).

مجموع أسعار الأسهم

= قيمة المؤشر

عدد الأسهم

ويوضح الجدول التالي كيفية حساب المؤشر المبني على أساس السعر بالمتوسط الحسابي، حيث نفترض

أن المؤشر يتضمن ثلاثة أسهم لشركة ما كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (03): مثال توضيحي.

الأسهم	السعر في اليوم الأول	السعر في اليوم الثاني	عدد الأسهم	القيمة السوقية في اليوم الأول	القيمة السوقية في اليوم الثاني	الوزن لكل سهم في اليوم الأول	الوزن لكل سهم في اليوم الثاني
A	10	11	150	1500	1650	12%	13.5%
B	20	20.5	200	4000	4100	32%	33.5%
C	14	13	500	7000	6500	56%	53%
المجموع	44	44.5		12500	12250		

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على زهير غراية، عبد العزيز بن محمد السهلاوي، تحليل الأوراق المالية، دار النشر الدولي، المملكة العربية السعودية، ط1، 2018، ص ص 222،223.

إذن؛

- قيمة المؤشر في اليوم الأول =  $3/(14+20+10) = 14.67$  نقطة.

- قيمة المؤشر في اليوم الثاني =  $3/(13+20.5+11) = 14.88$  نقطة.

- عائد السوق في اليوم الثاني مقارنة باليوم الأول =  $14.67 - 14.88 = 0.16$  نقطة).

بمعنى أن ارتفاع سعر السهم A،B أدى إلى ارتفاع عائد السوق بمقدار 0.16 نقطة، وهذا يعني أن

اتجاه السوق هو؛ اتجاه صعودي.

ومن أشهر المؤشرات المحسوبة على أساس السعر؛ مؤشر داو جونز DOWJONES ، ونيكاي 1.NEKKI250

## 2-المؤشرات المبنية على أساس القيمة (المتوسط المرجح للقيمة السوقية)<sup>2</sup>:

من خلال المثال السابق، وبالإستعانة بالمعادلات التالية، يمكننا حساب المؤشر المبني على أساس القيمة

كالتالي:

$$\text{القيمة السوقية} = \text{عدد الأسهم} \times \text{سعر السهم.}$$

القيمة السوقية للسهم

$$\text{الوزن لكل سهم} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{100 \times}$$

القيمة السوقية الكلية للأسهم

أسعار الأسهم × أوزانها في اليوم المعلن

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{أسعار الأسهم} \times \text{أوزانها في يوم الأساس}}{100 \times}$$

أسعار الأسهم × أوزانها في يوم الأساس

إذن؛

- إذا افترضنا أن قيمة المؤشر في بداية الفترة (فترة الأساس) = 100% .

$$(\%13.5 \times 11) + (\%33.5 \times 20.5) + (\%53 \times 13)$$

- فإن قيمة المؤشر في اليوم الثاني =  $100 \times \frac{(\%12 \times 10) + (\%32 \times 20) + (\%56 \times 14)}{100} = 98.71\%$

$$(\%12 \times 10) + (\%32 \times 20) + (\%56 \times 14)$$

- عائد السوق =  $100 / (100\% - 98.71\%) = -0.013$  نقطة.

نلاحظ أن؛ سعر السهمين A, B قد ارتفع في حين أن سعر السهم C قد انخفض، ولذلك فإن قيمة

المؤشر قد انخفضت من 100% إلى 98.71%، وذلك بسبب التحيز للقيمة السوقية الأعلى، وهذا قد أدى

أيضا إلى انخفاض عائد السوق تبعا لذلك بمقدار -0.013 نقطة.

<sup>1</sup> حسين قبلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية-دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية-، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد:11، جامعة دمشق، 2011، ص98.

<sup>2</sup> زهير غراية، عبد العزيز بن محمد السهلاوي ، مرجع سابق، ص ص 222-224. (بتصرف).

ومن أشهر المؤشرات التي تستخدم أساس القيمة هي؛ مؤشر ستاندرد آندبورز، مؤشر نازداك NASDAQ، مؤشر الفايننشال تايمز، مؤشر CAC40، ومؤشر كولس<sup>1\*</sup>.

**3- المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية:** وفي هذا المؤشر يتم أولاً تكوين المؤشر عن طريق استخراج الوزن النسبي لكل سهم وذلك بقسمة سعر السهم صاحب أصغر قيمة في السوق على السهم المراد حساب وزنه النسبي ثم يبنى المؤشر بجمع حاصل ضرب أسعار الأسهم في أوزانها النسبية، فإذا ارتفع سعر أي سهم في أي فترة في السوق فإن تأثيره في المؤشر يكون واضحاً من خلال قيمته الجديدة والمستخرجة من ضرب وزنه النسبي في سعره الجديد<sup>2</sup>.

ويوضح الجدول التالي كيفية بناء هذا المؤشر، حيث نفترض أن المؤشر يتضمن ثلاثة أسهم لشركة ما كما هو موضح في الجدول التالي<sup>3</sup>:

الجدول رقم (04): مثال توضيحي

الأسهم	السعر في اليوم الأول	السعر في اليوم الثاني	الوزن النسبي للأسهم
A	20	20	$1 = (20/20)$
B	80	100	$4/1 = (80/20)$
C	160	160	$8/1 = (160/20)$

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على زهير غراية، عبد العزيز بن محمد السهلاوي، تحليل الأوراق المالية، دار النشر الدولي، المملكة العربية السعودية، ط1، 2018، ص 225.

بالاعتماد على ما سبق، نلاحظ أنه؛ في بداية تكوين هذا المؤشر نستخدم قيماً متساوية لكل سهم عند تكوينه، وهي: 20.

إذن؛

$$- \text{قيمة المؤشر في (يوم الأساس)} = (1 \times 20) + (1/4 \times 80) + (1/8 \times 160) = 60.$$

$$- \text{قيمة المؤشر في (اليوم الثاني)} = (1 \times 20) + (1/4 \times 100) + (1/8 \times 160) = 65.$$

$$- \text{عائد السوق} = (60 - 65) / 60 = 0,083 \text{ نقطة.}$$

\* مؤشر كولس: في عام 1949 قام ألفريد كولس بتقديم مؤشر كولس، حيث استخدم في هذا المؤشر البيانات الخاصة بالأسهم المسجلة في بورصة نيويورك، أخذ بذلك بيانات عام 1871، وكان هذا المؤشر أول مؤشر يقوم على إعطاء لكل سهم وزناً، وذلك بناءً على معدل الرسملة الخاص بالسهم أو القيمة السوقية له، ويعتبر هذا الأسلوب أفضل أسلوب استخدمه كولس و ذلك لتحديد اتجاه السوق بشكل إجمالي.

<sup>1</sup> حسين قبلان، مرجع سابق، ص 97.

<sup>2</sup> عصام حسين، مرجع سابق، ص 46.

<sup>3</sup> زهير غراية، عبد العزيز بن محمد السهلاوي، مرجع سابق، ص ص 224، 225.

هذا يعني أن ارتفاع سعر السهم B، أدى إلى تغير عائد السوق بمقدار 0,083 نقطة، وبالتالي فإن اتجاه السوق هو؛ اتجاه صعودي.

إن المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية تعزل فكرة التحيز للأسعار، ومن ثم فإن التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر تعكس اتجاهاً حقيقياً للتغيرات الحادثة في أسعار مجموعة الأسهم التي يتكون منها السوق، ويعاب على هذه الطريقة أنها تعطي أوزاناً متساوية للأسهم رغم احتمال تباين حجم وأهمية المؤسسة التي أصدرتها<sup>1</sup>.

**4- المؤشرات المبنية على أساس الأسعار النسبية:** في هذا المؤشر يتم استخراج السعر النسبي لكل سهم وذلك بقسمة سعر السهم في الفترة الأحدث على سعر السهم في الفترة الأقدم، فمثلاً إذا كان لدينا شركة سعر سهمها في يوم السبت 20 دينار، وفي يوم الأحد 23 دينار فإن السعر النسبي للسهم يساوي  $1,15 = 20/23$ . وهكذا يتم استخراج الأسعار النسبية لجميع أسهم الشركات ثم يستخرج المتوسط الهندسي لهذه الأسعار ثم يبني المؤشر بضرب المتوسط الهندسي الأساس في 100<sup>2</sup>.

إذن؛ مما سبق نستنتج أن، أهم المؤشرات العالمية -الشهيرة- مبنية على أساس السعر أو القيمة، وأن حساب المؤشرات يكون إما بالمتوسط الحسابي، أو بالمتوسط الهندسي، أو بالأرقام القياسية.

#### المطلب الثالث: بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية العالمية وأهم مزاياها

سنتناول من خلال هذا المطلب بعض المؤشرات المستخدمة في أسواق الأوراق المالية العالمية، وأهم المزايا التي تحققها هذه المؤشرات في السوق.

#### الفرع الأول: بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية العالمية

بشكل عام، يمكن تقسيم المؤشرات المستخدمة في أسواق الأوراق المالية إلى مؤشرات متعددة، والتي تختلف من دولة لأخرى. وسنحاول من خلال هذا الفرع تقديم أشهرها.

**أولاً: مؤشرات أسواق الأوراق المالية في الو.م.أ:** سنتطرق إلى مؤشرين هما:

<sup>1</sup> حسين قبيلان، مرجع سابق، ص 99.

<sup>2</sup> عصام حسين، مرجع سابق، ص 46.

**1- مؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة<sup>1</sup>:** يعد مؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعاً في بورصة نيويورك، إذ نشر لأول مرة في صحيفة الـوول ستريت في 1884/07/03، وذلك باسم الشخص الذي صممه وهو تشارلز داو\* الذي أصبح فيما بعد محرراً للصحيفة نفسها. وقد قام المؤشر في البداية على عينة مكونة من 09 أسهم لتسع شركات صناعية، إرتفع حجمها إلى 13 سهم في 1898، ثم إلى 20 سهم في 1916، وفي عام 1928 إرتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهم، ومنذ ذلك التاريخ لم يضاف أي سهم إلى العينة، هذا وتمثل تلك الأسهم 30 شركة (بمعدل سهم لكل شركة)، وتتسم هذه الشركات بارتفاع قيمتها السوقية، وبضخامة الحجم وعدد المساهمين الكبير فيها.

وعلى الرغم من الشهرة العالمية لهذا المؤشر، والاستعمال المكثف له، فإنه -كما أشرنا سابقاً-، يحسب هذا المؤشر كأى وسيط حسابي، حيث تجمع أسعار 30 شركة صناعية أمريكية وتقسّم على عددها.

**2- مؤشر ستاندرد آند بورز 500:** يعتبر مؤشر ستاندرد آند بورز من المؤشرات التي تعتمد على مدخل القيمة وبذلك يعتبر رقماً قياسيًّا وليس متوسطاً كمؤشر داوجونز وقد بدأ حساب هذا المؤشر عام 1941 وأعطى قيمة جزافية مقدارها 10 ويتضمن المؤشر 500 سهم تتمثل كالاتي: 400 منشأة صناعية (مؤشر الصناعة)، 40 منشأة منافع عامة (مؤشر المنافع العامة)، 40 منشأة مالية (مؤشر المنشآت المالية)، 20 منشأة نقل (مؤشر النقل)<sup>2</sup>.

وعلى الرغم من بعض الانتقادات الموجهة إليه، كتأثره الشديد بالتغير في أسعار الأسهم مرتفعة السعر وتحيزه لها، يبقى من أهم المؤشرات الشائعة الاستعمال لدى المتعاملين، كما يعتبر من بين المؤشرات التي تحاول أن تعكس إتجاه الأسعار بصدق.

**ثانياً: مؤشرات أسواق الأوراق المالية في بريطانيا:** يوجد مؤشران أكثر إستخداماً، وهما<sup>3</sup>:

**1- مؤشر الفايننشال تايمز 100:** أنشئ هذا المؤشر عام 1948 يحتوي على 100 شركة إنجليزية كبرى ليعطي صورة واضحة ودقيقة عن قيمة التحركات في سوق المال، ويستخدم هذا المؤشر في أسواق العقود المستقبلية.

<sup>1</sup> غرابية زهير، ترقو محمد، التحليل القياسي لاستجابة مؤشرات الأسواق المالية لديناميكية مؤشر "داو جونز" الصناعي، مجلة آداء المؤسسات الجزائرية، العدد: 02، جامعة الجزائر، 2012، ص 129، (بتصرف).

\* تشارلز داو: وهو المحرر الأول لصحيفة "وول ستريت" بعد خبرة اكتسبها في البورصات العالمية من خلال عمله كسمسار، ويعتبر هو أول من وضع قواعد نظرية (القمم الثلاثة)، كما يمكن أن يعتبر أول من وضع أسس وقواعد التحليل الفني، وقد بنى "داو" نظريته لأول مرة كمقياس للاتجاه العام في بداية الأمر ولم يفكر فيها كوسيلة للتنبؤ بسوق الأسهم أو حتى كمرشد للمستثمر. توفي عام 1901 أي بعد عامين فقط من تقديمه لنظريته، والتي تم تطويرها فيما بعد من طرف الباحثين والدارسين للسوق وأبرزهم -W.P. Hamilton- وهو محرر كذلك بجريدة "الوول ستريت".

<sup>2</sup> عصران جلال عصران، مرجع سابق، ص 273.

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص 273، (بتصرف).

**2- مؤشر الفاييننشال تايمز 30:** ويقاس هذا المؤشر التغير في متوسطات قيمة 30 شركة كبرى قوية من الشركات التي تقود السوق في النشاط الصناعي والتجاري ومسجلة في بورصة لندن.

ويعتمد حساب مؤشر الفاييننشال تايمز 30 على المتوسط الهندسي، في حين يتم حساب مؤشر الفاييننشال تايمز 100 من خلال المتوسط الحسابي المرجح.

**ثالثا: مؤشرات أسواق الأوراق المالية في اليابان:** نتناول مؤشرين، هما:

**1- مؤشر نيكاي:** أنشئ عام 1950 من 225 شركة يابانية كبيرة، وبالرغم من شهرة هذه المؤسسة إلا أن طريقة حسابه جعلت العديد من الملاحظين يشك في مصداقية تمثيله لاتجاه الأسعار في البورصة اليابانية، فهو يحسب بجمع أسعار ال: 225 شركة ويقسم المجموع على عددها، أي هو بكل بساطة الوسط الحسابي للعينة المكونة له<sup>1</sup>. ومن نقائص هذا المؤشر أنه يتأثر بالأسعار العالية نسبيا والتي قد لا تكون بالضرورة أسعار أسهم المؤسسات ذات القيمة السوقية الكبيرة<sup>2</sup>.

**2- مؤشر توبيكس:** لقد تم إنشاؤه بتاريخ: 1968/01/04 وأعطى له قيمة 100 بنفس التاريخ الذي أعتبر سنة الأساس وهذا المؤشر يعتبر أهم من سابقه لأنه يغطي 1165 مؤسسة تمثل كل قطاعات الاقتصاد الياباني وجاء موزوناً على أساس القيمة السوقية بكافة المؤسسات المكونة للمؤشر ومن ثم فإنه يعكس وضعية البورصات اليابانية بصورة أكثر صدقا من مؤشر نيكاي<sup>3</sup>.

**رابعا: مؤشرات أسواق الأوراق المالية في فرنسا:** ونتناول، أهمها:

**1- مؤشر كاك 40:** وهو الأكثر شهرة واستعمالا بحيث يغطي 40 مؤسسة سنة الأساس (1991)، ويمكن القول أن المشرفين عليه يرجون من إنشائه توفير معلومات دقيقة قدر الإمكان وفي أسرع وقت عن اتجاه البورصة الفرنسية لتلبية احتياجات المتعاملين بالنظر للعينة التي تكون المؤشر نجد أن الشركات مقسمة إلى ثمانية (08) قطاعات رسمية، وعلى العموم يحتوي مؤشر كاك 40 على أهم الشركات الفرنسية<sup>4</sup>.

**2- مؤشر كاك لكافة الأسهم:** ويعبر عن سوق الأوراق المالية ككل، وهو مؤشر أكثر تمثيلا يتم استعماله من طرف شركة البورصات الفرنسية، ويتكون من 300 مؤسسة في سنة 1991، وقيمة المؤشر في سنة الأساس 100 نقطة وذلك بتاريخ 1981/12/31<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> حسين قبيلان، مرجع سابق، ص 106.

<sup>2</sup> زهير غراية، عبد العزيز بن محمد السهلاوي، مرجع سابق، ص 232.

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص 232.

<sup>4</sup> حسين قبيلان، مرجع سابق، ص 106.

<sup>5</sup> زهير غراية، عبد العزيز بن محمد السهلاوي، مرجع سابق، ص 233.

الفرع الثاني: مزايا المؤشرات:

- تبرز أهمية مؤشرات الأسواق المالية من خلال المزايا التي تحققها للسوق والتي نذكر منها<sup>1</sup>:
- يلخص المؤشر أداء السوق الإجمالي، إذ يتكون من أسهم الشركات في كل القطاعات المختلفة للاقتصاد، لذا فهو يمثل أسلوباً سهلاً لتحويل أداء الاقتصاد إلى صورة كمية، كما تعكس المؤشرات الظروف الاقتصادية السائدة في سوق الأسهم، وبالتالي فإنه يمكن تكوين مؤشرات تعكس الأداء الاقتصادي لقطاع معين.
  - تساعد المؤشرات على قيام السوق بإعادة تنظيم عملياته، إذ يمكن للمراجحين في السوق تحديد المشكلات التي يمكن أن تؤدي إلى إنحراف الأسعار أو تصويب اتجاه السوق، الأمر الذي يعكس أسعار الأوراق المالية بشكل دقيق.
  - أحد الاتجاهات في تحديد سعر السهم يتمثل في خصم التدفقات النقدية المستقبلية له، فإذا كان من المتوقع أن تتغير هذه التدفقات فسوف يعكس المؤشر هذه التوقعات للمساهمين والمستثمرين.
  - يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر سوق الأسهم بمؤشرات أسواق الأسهم في العالم، الأمر الذي يساعد في تحديد اتجاهات السوق بالمقارنة بالأسواق الأخرى، كما قد تتجم عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية وبخاصة في حالة أن يكون السوق من الأسواق الواعدة.
- وبالإضافة إلى المزايا المشار إليها، فإن هناك شروط وأسس يجب توافرها في المؤشرات، ولعل أهم هذه الشروط:
- يجب أن يكون المؤشر عبارة عن أسهم تمثل جميع الأنشطة الاقتصادية.
  - يجب أن تكون طريقة حسابه واضحة بالنسبة إلى المستثمر العادي.
  - يجب أن يتضمن حجماً كبيراً من الأسهم.
  - يجب أن يحدد وزن وأهمية نسبية لكل سهم وأن يكون الوزن معروفاً.
- إذن؛ مما سبق نستنتج أنه، من أهم مزايا المؤشرات هي المقارنة بين مختلف أسواق الأوراق المالية، كذلك من أهم شروطها أن تكون طريقة حساب المؤشر واضحة للمستثمر وأن يتضمن حجماً كبيراً من الأسهم تمثل جميع الأنشطة الاقتصادية.

<sup>1</sup> مداحي محمد، ترقو محمد، مرجع سابق، ص ص 102، 103.



ملخص الفصل الأول

من خلال قراءتنا لهذا الفصل -الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية- نستخلص أن:

- سوق الأوراق المالية، تعتبر بمثابة العمود الفقري لسوق رأس المال، الذي يمثل هو وسوق النقد قسما السوق المالية.
- سوق الأوراق المالية، هي عبارة عن الإطار الذي يتم فيه إصدار أدوات مالية طويلة الأجل من طرف أصحاب العجز، ويتم اقتناؤها وتداولها من طرف أصحاب الفائض عبر قنوات وسيطية وفعالة، وبطريقة منظمة ومراقبة من طرف الدولة.
- تنقسم سوق الأوراق المالية إلى أسواق أولية (إصدار)، وأسواق ثانوية (تداول).
- من أهم خصائص سوق الأوراق المالية، أنها من أكثر الأسواق تنظيما، كما أنها تضطلع بآداء وظيفتين أساسيتين، هما التجميع والتمويل.
- يتداول في سوق الأوراق المالية (البورصة)، أدوات استثمارية مختلفة أهمها؛ الأسهم والسندات بمختلف أنواعهما، وأيضا المشتقات المالية بما فيها -التوريق- وكذلك الأوراق الهجينة.
- الآداء، هو جمع لمصطلحي الكفاءة والفعالية معًا. وينقسم حسب معيار الشمولية إلى آداء كلي وآداء جزئي.
- يعد مفهوم تقييم الآداء، غاية في الأهمية وذلك لتوضيح نقاط القوة والضعف في الأسواق وبالتالي تحديد مسيرة السوق.
- مؤشر البورصة، هو عبارة عن أداة تهدف إلى قياس آداء البورصة وتطوراتها، كما تستخدم المؤشرات في التنبؤ بالحالة الاقتصادية ووضعيتها السوق مستقبلا.
- أهم مؤشرات البورصات العالمية، تبنى على أساس السعر السوقي وعلى أساس القيمة السوقية.
- من أهم مزايا المؤشرات، هي المقارنة بين مختلف أسواق الأوراق المالية.

## الفصل الثاني

علاقة التضخم ومعدلات الفائدة بأداء سوق الأوراق المالية

**تمهيد:**

تعد أوضاع سوق الأوراق المالية مرآة عاكسة للوضع الإقتصادي العام في الدولة، وإستقرار هذه السوق يعتبر مقياساً لمدى نجاح السياسة الإقتصادية العامة للدولة.

سوق الأوراق المالية، وكغيرها من الأسواق تتأثر بمختلف العوامل والأحداث سواءاً من داخل السوق أو من خارجها، والتي قد يكون للبعض منها تأثير إيجابي في آدائها، ولللبعض الآخر تأثير سلبي، الأمر الذي يسبب التقلبات في مؤشرات آدائها، ولفهم هذه التقلبات لابد من التعرف أكثر على هذه المتغيرات الإقتصادية، والتي حظيت بإهتمام العديد من المحللين الإقتصاديين بوصفها إحدى العوامل الخارجية المؤثرة في تقلبات أسعار الأسهم والسندات، وبالتالي في آداء سوق الأوراق المالية. ومن بين هذه العوامل المؤثرة -ظاهرة التضخم- التي تعد نقطة جدل وموضوع إهتمام كبير من لدن الكثير من الإقتصاديين، إذ تعتبر من المشاكل التي تواجهها أغلب إقتصاديات البلدان في العالم، وكذلك -معدلات الفائدة- التي تلعب دوراً أساسياً في السوق المالي حيث تساهم في توجيه الأموال عبر الوسطاء من المدخرين إلى المقترضين.

وقصد التعرف أكثر على هذه المفاهيم تطرقنا في هذا الفصل إلى-علاقة التضخم ومعدلات الفائدة بآداء

سوق الأوراق المالية-، من خلال المباحث التالية:

**المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للتضخم؛**

**المبحث الثاني: الأسس النظرية لمعدلات الفائدة؛**

**المبحث الثالث: دراسة نظرية لعلاقة التضخم ومعدلات الفائدة بآداء سوق الأوراق المالية.**

### المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للتضخم

يعد -التضخم- في الوقت الراهن ظاهرة عالمية تعاني منها كل بلدان العالم -مهما اختلفت أنظمتها السياسية والإقتصادية- لكنها بدرجات متفاوتة، الأمر الذي دفع بالعديد من الإقتصاديين والمختصين وحتى الحكومات إلى إيجاد الحلول المناسبة لها أو إتخاذ الإجراءات اللازمة لمعالجة تلك الظاهرة، وهذا لما تلحقه هذه الأخيرة من آثار سلبية ضارة بالإقتصاد والمجتمع. لذلك سيتم من خلال هذا المبحث التطرق إلى؛ مفهوم التضخم، أنواعه وأسبابه، -كذلك- قياس التضخم، آثاره ووسائل معالجته.

#### المطلب الأول: مفهوم التضخم، أنواعه وأسبابه

يقسم التضخم وحسب عدة معايير إلى أنواع مختلفة تختلف باختلاف الظروف الإقتصادية المسببة لكل نوع، وقد خصص هذا المطلب لعرض أهم أنواع التضخم وأسبابه، ولكن قبل ذلك ينبغي التطرق أولاً لمفهومه.

#### الفرع الأول: مفهوم التضخم

التضخم مصطلح، على الرغم من شيوع إستخدامه، فإنه لا يوجد إتفاق بين الإقتصاديين بشأن تعريفه، ولكن رغم ذلك هناك إتفاق على أن: "المظهر العام للتضخم يتمثل في؛ الإرتفاع المتواصل للمستوى العام للأسعار"<sup>1</sup>. والمقصود بالإرتفاع المستمر في الأسعار، أن كافة أسعار السلع والخدمات في الإقتصاد، تكون مرتفعة عن معدلاتها السابقة، بما فيها تكاليف عناصر الإنتاج<sup>2</sup>.

ويعرف أيضا بأنه: حركة صعودية للأسعار تتصف بالإستمرار الذاتي تنتج عن فائض الطلب الزائد عن قدرة العرض<sup>3</sup>.

وكذلك عرف التضخم بأنه: الإرتفاع الكبير والمستمر في المستوى العام للأسعار على مدى فترة طويلة من الزمن؛ أي أن التضخم هو التصاعد المستمر للأسعار نتيجة الطلب المتزايد على السلع والخدمات وقصور الإنتاج عن مقابلة هذا الطلب<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> محمود يونس، عبد النعيم مبارك، النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002-2003، ص382.  
<sup>2</sup> سيماء محسن علاوي، دور السياسة المالية في معالجة ظاهرة التضخم في الإقتصاد العراقي للمدة (1996-2011)، مجلة كلية بغداد للعلوم الإقتصادية الجامعة، العدد: الثامن والأربعون، كلية الإدارة والإقتصاد، الجامعة العراقية، 2016، ص435.  
<sup>3</sup> حسين بن سالم جابر الزبيدي، التضخم والكساد، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2011، ص32.  
<sup>4</sup> بلجبلية سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم -دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة (1996-2006)-، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2009-2010، ص131.

ويتميز هذا التعريف بمايلي<sup>1</sup>:

- التضخم، هو حركة الأسعار نحو الارتفاع لأن المظهر الأساسي له هو ارتفاع الأسعار.
- التضخم، هو حركة مستمرة إذ لا يجوز تفسير أي ارتفاع في الأسعار على أنه تضخم.
- استمرارية حركة الأسعار نحو الارتفاع المتواصل فالتضخم ليس حالة مؤقتة ناتجة عن نقص طارئ في سلعة معينة.

ويرتبط اصطلاح التضخم بالظاهرة التي يطلق عليها وبذلك تكون لدينا مجموعة من الاصطلاحات، وهي كالآتي<sup>2</sup>:

- **تضخم الأسعار**: أي الارتفاع المستمر في الأسعار.
  - **تضخم الدخل**: أي ارتفاع الدخل النقدية مثل؛ تضخم الأجور والأرباح.
  - **التضخم النقدي**: أي الإفراط في خلق الأرصدة النقدية.
  - **تضخم التكاليف**: أي ارتفاع التكاليف.
  - **تضخم الائتمان المصرفي**: أي الإفراط في حجم الائتمان المصرفي الممنوح -للقطاع الخاص أو الحكومي-.
- وترى الطالبة بأنه يمكن تعريف التضخم على أنه: "تلك الزيادة التي تكون في إصدار النقود والتي لا يوجد مايقابلها من إنتاج حقيقي، مما يحدث فجوة تؤدي إلى ارتفاع كبير ومتواصل في المستوى العام للأسعار، وعلى مدى فترة طويلة من الزمن".

والشيء الملاحظ من هذا التعريف أنه قد جمع بين -أسباب التضخم وآثاره-<sup>\*</sup>.

### الفرع الثاني: أنواع التضخم

نظرا لاختلاف الاقتصاديين في وضع تعريف محدد للتضخم، فإنه-ومثلما أشرنا سابقا- فقد ظهرت عدة تقسيمات لهذه الظاهرة، وحسب عدة معايير، أهمها:

**أولا: التضخم المرتبط برقابة الدولة على الأسعار**: حسب هذا المعيار ينقسم التضخم إلى:

**1-التضخم المكشوف\*\***: في هذا النوع من التضخم ترتفع الأسعار بحرية دون عائق، ودون أن تتدخل السلطات للحيلولة فيها وبين الارتفاع<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> رشا حمدوش، مرجع سابق، ص ص 41،42.

<sup>2</sup> رجاء الربيعي، دور السياسة المالية والنقدية في معالجة التضخم الركودي، دار أمانة للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص ص 11،12.

\* أسباب التضخم وآثاره: سيتم تناولهما لاحقا.

\*\* ويسمى كذلك؛ التضخم الطليق أو الصريح أو المفتوح أو الظاهر.

<sup>3</sup> أحمد محمد أحمد أبو طه، التضخم النقدي، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، ط1، 2012، ص84.

**2-التضخم المكبوت\***: وهو نوع من التضخم مستتر، فالأسعار في ظله لا تحقق ارتفاعاً وذلك بفضل القرارات الإدارية للسلطات العامة مثل؛ الرقابة على الأسعار وسياسة التراخيص والإعانات، ومن ثم يتم السيطرة على الأسعار<sup>1</sup>.

**ثانياً: حسب القطاع الذي يحدث فيه التضخم:** يصنف كينز التضخم حسب هذا المعيار، إلى<sup>2</sup>:

**1-التضخم السلعي:** هو التضخم الذي يحدث في سوق أو قطاع سلع الاستهلاك، حيث يسهل هذا التضخم على منتجي السلع الاستهلاكية، الحصول على أرباح عالية.

**2-التضخم الرأسمالي:** هو التضخم الذي ينشأ في سوق أو قطاع سلع الاستثمار، عندما يحقق المنتجون في صناعات سلع رأسمالية أرباحاً عالية.

**ثالثاً: من حيث حدة التضخم:** هناك عدة أنواع حسب هذا المعيار:

**1-التضخم الجامح:** وهو أخطر أنواع التضخم وفيه ترتفع الأسعار بمعدل كبير جداً وتتنخفض قيمة النقود إلى درجة كبيرة جداً ومن يوم لآخر حتى تصبح بعد فترة عديمة القيمة عندها يصبح من الضروري إصدار عملة جديدة لتحل محل العملة القديمة<sup>3</sup>، كما هو حال التضخم الذي حدث في ألمانيا عندما زادت كميات النقود مئات الملايين من المرات<sup>4</sup>.

**2-التضخم الزاحف\*\*:** ويمكن تسميته بالتضخم المعتدل وذلك لأن تزايد الأسعار مستمر ولكن معدل التزايد لا يكاد يصل إلى 10% خلال فترة زمنية معينة معقولة أي ليست قصيرة<sup>5</sup>.

**3-التضخم المتقلب:** ويتمثل في ارتفاع الأسعار بمعدلات كبيرة ومنتالية لفترة كبيرة، ثم تتدخل السلطات الحكومية والنقدية لتحديد من هذا الارتفاع لفترة تالية أخرى ثم تعود الأسعار لترتفع من جديد بحرية وبمعدلات كبيرة فترة تالية أخرى<sup>6</sup>.

**رابعاً: حسب مصدر التضخم:** حسب هذا المعيار، هناك نوعان من التضخم، هما:

\* ويسمى كذلك؛ التضخم الكامن أو المقيد.

<sup>1</sup> مجدي عبد الفتاح سليمان، علاج التضخم والركود الاقتصادي في الإسلام، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2002، ص ص 40، 41.

<sup>2</sup> محمد العربي ساكر، محاضرات في الاقتصاد الكلي، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، ط1، 2006، ص196.

<sup>3</sup> رشاد العصار، رياض الحلبي، النقود والبنوك، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2000، ص165.

<sup>4</sup> سعيد سامي الحلاق، محمد محمود العجلوني، النقود والبنوك والمصارف المركزية، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص185.

\*\* ويسمى كذلك؛ التضخم التدريجي أو المتوسط أو غير الجامح.

<sup>5</sup> جمال جويدان الجمال، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2002، ص237.

<sup>6</sup> محمد العربي ساكر، مرجع سابق، ص198.

1- **التضخم المحلي:** وهو التضخم الناتج عن اختلالات هيكلية في الوظائف الاقتصادية المحلية، حيث يزيد الطلب ويعجز الإنتاج عن الاستجابة لهذه الزيادة أو تزيد كمية النقود عن الحاجة الفعلية للاقتصاد<sup>1</sup>.

2- **التضخم المستورد:** يظهر هذا النوع عندما يكون اقتصاد الدولة معتمدا على السلع والخدمات المستوردة، ما يؤدي إلى انتقال التضخم من الدولة المصدرة التي تعاني أصلا التضخم، إلى الاقتصاد المحلي<sup>2</sup>.

**خامسا: حسب درجة التشغيل الاقتصادي:** هنا أيضا يفرق كينز بين نوعين، هما:

1- **التضخم غير الحقيقي:** وهو التضخم الذي يحدث ما قبل مرحلة التشغيل الكامل\*، لأن أي زيادة في الأسعار يمكن امتصاصها من خلال زيادة الإنتاج، أي أن زيادة الطلب يقابلها زيادة في عرض السلع و الخدمات<sup>3</sup>.

2- **التضخم الحقيقي:** يكون في الحالة التي لا تؤدي فيه أي زيادة في الطلب إلى زيادة في الإنتاج، وإنما الزيادة في الطلب تقابلها زيادة في الأسعار<sup>4</sup>.

إذن؛ مما سبق نستنتج أنه، مهما يكن شكل التضخم ونوعه، فإنه يعتبر حالة اقتصادية -مقلقة- تعاني منها كل الدول، ولعل أخطر أنواعه على الإطلاق هو؛ التضخم الجامح والذي من خلاله يفقد الأفراد ثقتهم في عملة البلد وتضطرب الأحوال الاقتصادية وبالتالي الاجتماعية. كما سيتضح أكثر عندما نتعرض-لآثار التضخم المختلفة لاحقا-.

### الفرع الثالث: أسباب التضخم ونظرياته

ينتج التضخم، كأى ظاهرة اقتصادية أخرى، عن تفاعل عدة عوامل لا بد من تحديدها ومعرفة طبيعة العلاقة بينهما إذا ما أردنا تشخيص أسبابه ومعالجته، ومن هذه الأسباب:

**أولاً: التضخم الناشئ عن زيادة الطلب على السلع والخدمات:** والذي يعرف بتضخم جذب الطلب *demande pull-inflation*، هذا النوع من التضخم يحدث بسبب زيادة الطلب الكلي للسلع والخدمات على الناتج الكلي مما يترتب عليه ارتفاع في المعدل العام للأسعار<sup>5</sup>. بمعنى أن أي زيادة في مستوى الطلب الكلي-عند مستوى

<sup>1</sup> بلجبلية سمية، مرجع سابق، ص137.

<sup>2</sup> صفاء عبد الجبار الموسوي، طه مهدي محمود، التضخم الاقتصادي والتنمية السياحية، دار الأيام للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2015، ص24.

\* مرحلة التشغيل الكامل: أو الاستخدام التام وهي المرحلة التي يكون فيها الاقتصاد يعمل بكل طاقاته الإنتاجية القصوى ويكون حجم الإنتاج ثابتا وبالتالي فإن أي زيادة في النقود لا تؤدي إلى زيادة في الإنتاج بل تؤدي إلى زيادة في المستوى العام للأسعار.

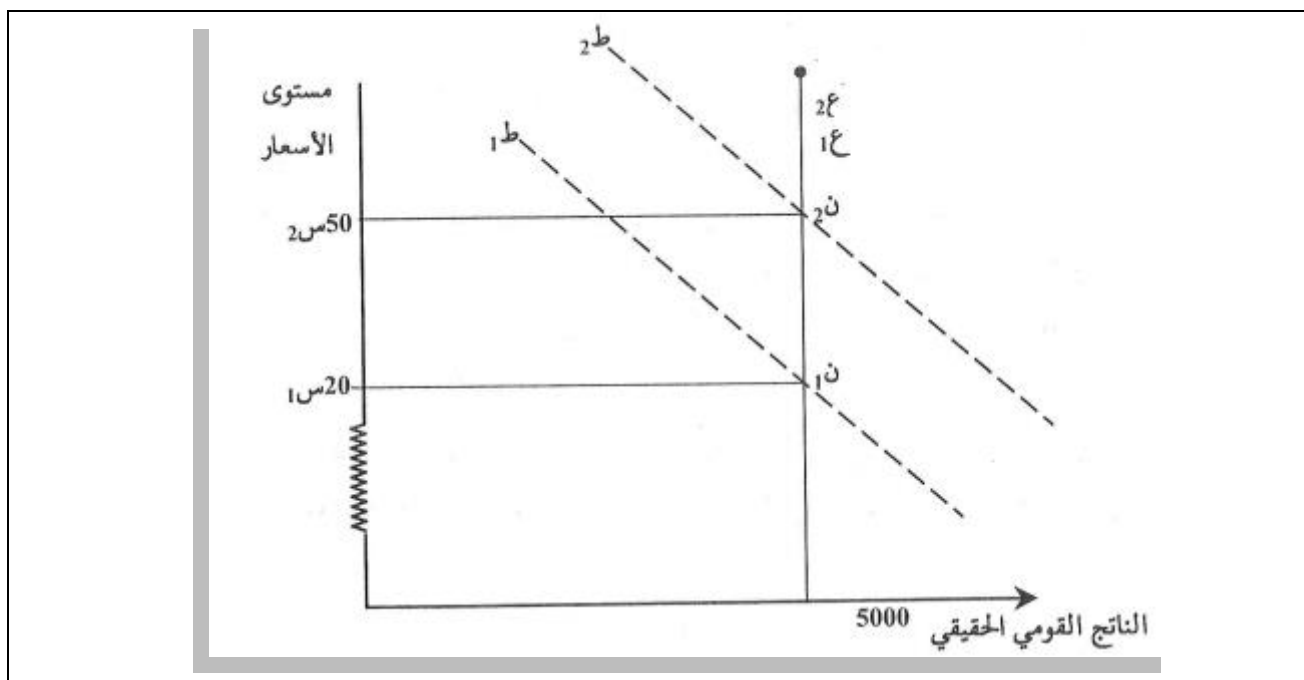
<sup>3</sup> محمد العربي ساكر، مرجع سابق، ص197.

<sup>4</sup> بلجبلية سمية، مرجع سابق، ص137.

<sup>5</sup> أحمد عبد الله إبراهيم، محمد شريف بشير الشريف، محددات التضخم في السودان خلال الفترة (1977-2015) -دراسة تطبيقية-، مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد: 03، العدد: 02، اسم الجامعة (غير موجود)، 2017، ص71، (بتصرف).

التشغيل الكامل- لن يقابله زيادة في العرض من السلع والخدمات مما سيؤدي إلى ارتفاع في المستوى العام للأسعار<sup>1</sup>. كما يتضح في الشكل التالي:

الشكل رقم (03): تضخم جذب الطلب



المصدر: جمال جويدان الجمال، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2002، ص239.

من الشكل رقم (03) نلاحظ أن؛ الطلب الكلي قد زاد أي أن المنحني ط1 قد انتقل للأعلى من ط1 إلى ط2 بفعل الظروف التي تؤثر على الطلب -عرض النقود مثلاً- وبما أن الاقتصاد في-حالة التشغيل التام- كل عناصر الإنتاج موظفة ولا مجال لتوظيف عناصر جديدة، فإن الناتج الحقيقي يبقى ثابتاً، في حين أن هذه الزيادة في الطلب الكلي ستترجم مباشرة إلى ارتفاع في المستوى العام للأسعار من س1 إلى س2.

إذن؛ مما سبق نستنتج أن، التضخم من جانب الطلب أو تضخم جذب الطلب هو التضخم الذي تكلم عليه -الكلاسيك- استناداً إلى -نظرية كمية النقود - من خلال معادلة التبادل لفيشر\*، والتي تدرس العلاقة الطردية التناسبية بين كمية النقود M والمستوى العام للأسعار P عند مستوى التشغيل التام.

<sup>1</sup> جمال جويدان الجمال، مرجع سابق، ص ص238،239.

\* معادلة التبادل لفيشر: تعطي بالصيغة الرياضية التالية:  $MV=PT$  حيث أن؛ M: كمية النقود، P: المستوى العام للأسعار، V: سرعة دوران النقد،

T: حجم المعاملات، في حالة الاستخدام التام (V,T) ثابتة، والنقود حيادية حسب -افتراضات الكلاسيك-، وبالتالي فإن كل زيادة في M تؤدي مباشرة إلى زيادة في P بنفس النسبة وفي نفس الاتجاه، فتتولد بالتالي -الاتجاهات التضخمية-.



ثانيا: التضخم الناشئ عن زيادة التكاليف: والذي يعرف بتضخم دفع التكاليف - COST PUSH INFLATION<sup>1</sup>، حيث يحدث هذا التضخم نتيجة ارتفاع نفقة الإنتاج، بدون أن يكون هناك زيادة في الطلب على السلع والخدمات، والأسباب التي تؤدي إلى زيادة التكلفة أو نفقة الإنتاج، ترجع في الغالب إلى ارتفاع أجور العمال عن طريق النقابات، دون أن يقابل ذلك الارتفاع زيادة في الإنتاج<sup>2</sup>.

إذن؛ مما سبق نستخلص أن، التضخم من جانب العرض أو تضخم دفع التكاليف هو التضخم الذي تكلم عليه كينز في نظريته -نظرية التكاليف في التضخم-<sup>\*</sup>، والتي كان ملخصها بأن ارتفاع الأسعار العام هو ناتج عن ارتفاع مسبق في تكاليف الإنتاج عامة وفي الأجور خاصة.

ثالثا: التضخم الهيكلي: يشير "التضخم الهيكلي"؛ إلى ذلك النوع من التضخم الذي يعود أساسا إلى عدم مرونة جانب العرض في الاقتصاد، وعدم قدرة العرض على الاستجابة للزيادة التي تحدث في جانب الطلب الكلي، فتكون النتيجة حدوث ارتفاع في المستوى العام للأسعار. هذا النوع من التضخم يحدث بسبب وجود اختناقات هيكلية في قطاع الإنتاج تجعله يعمل بأقل من طاقته القصوى، كما تجعله غير قادر على استغلال ما لديه من إمكانيات مادية وبشرية<sup>3</sup>.

إذن؛ يمكن أن نستنتج أن، التضخم من جانب العرض قد يكون -كذلك- هيكليا يعود إلى عوامل مؤسسية غير نقدية تتعلق بالبنية الهيكلية للاقتصاد، والتطور غير المتوازن في قطاعاته، كذلك قد يعود إلى؛ التغير في الإدارة، في الموارد البشرية وفي الأنظمة..... هذا النوع من التضخم -أيضا- يصيب أكثر الدول المتخلفة في سعيها لتحقيق التنمية الاقتصادية، وهذا ما تفسره أكثر -نظرية التضخم الهيكلي-<sup>\*\*</sup>.

### المطلب الثاني: قياس التضخم، آثاره ووسائل معالجته

سنتناول من خلال هذا المطلب الآثار الاقتصادية والاجتماعية للتضخم وكذلك وسائل معالجته، ولكن قبل ذلك ينبغي التطرق أولا للطرق المستخدمة في قياسه.

<sup>1</sup> أحمد عبد الله إبراهيم، محمد شريف بشير الشريف، مرجع سابق، ص 71.

<sup>2</sup> أحمد محمد أحمد أبو طه، مرجع سابق، ص 86.

<sup>\*</sup> نظرية التكاليف في التضخم: أول من قدم تحليلا علميا لهذه النظرية هو الاقتصادي الإنجليزي الشهير -جون، م، كينز- سنة 1930، وقد استخدمت هذه النظرية بعد ح ع 2 لتفسير ظاهرة ارتفاع الأسعار مع ارتفاع معدلات البطالة في آن واحد. وللمزيد من الإطلاع أنظر إلى: عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2004، ص ص 454، 455.

<sup>3</sup> محمد سعيد السمهوري، اقتصاديات النقود والبنوك، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2012، ص 447.

<sup>\*\*</sup> نظرية التضخم الهيكلي: تفسر هذه النظرية التضخم الذي يصيب الدول المتخلفة في سعيها لتحقيق التنمية الاقتصادية لأنه ينتج عن الاختلال في هيكل كل من الطلب الكلي والعرض الكلي. وللمزيد من الإطلاع أنظر إلى: عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، مرجع سابق، ص ص 458، 459.

الفرع الأول: قياس التضخم

يمكن قياس التضخم بناء على مقاييس شائعة الاستخدام، وهي:

أولاً: الرقم القياسي لأسعار المستهلك: يعرف الرقم القياسي لأسعار المستهلك بأنه؛ الرقم الذي يعكس التغير في مستوى أسعار السلع والخدمات التي تقوم بشرائها الأسر، ويعتبر هذا الرقم من أكثر المؤشرات استخداماً للتعرف على أثر تغيرات الأسعار على المستهلك كما هو أداة قياس تطور مجموع أسعار السلع والمنتجات المصنعة و لقياس هذا الرقم يجب تحديد مجموعة السلع والخدمات التي تعكس النمط الاستهلاكي لهذه الأسر، ثم تحديد نفقة شراء هذه المجموعة خلال فترة زمنية معينة وليكن -سنة مثلاً- ومقارنته بنفقة شراء نفس المجموعة السلعية خلال سنة الأساس باعتبارها تعادل (100%). ويرمز له بالرمز CPI ، ويعتبر هذا المؤشر أحد أهم مقاييس التضخم<sup>1</sup>.

ويتم حسابه كالتالي<sup>2</sup>:

$$f = \frac{(CPI_t - CPI_{t-1})}{CPI_{t-1}} \times 100\%$$

حيث أن؛

F: معدل التضخم.

CPI t-1: الرقم القياسي لأسعار المستهلك في الفترة السابقة.

CPI t: الرقم القياسي لأسعار المستهلك في الفترة الحالية.

ويسمى هذا المعدل بمعدل التضخم البسيط.

**مثال توضيحي:** إذا كان الرقم القياسي لأسعار المستهلك عام 2001 يساوي 121.4 وفي عام 2000 يساوي 100 فإن معدل التضخم يساوي 21.4% وقد حسب هذا المعدل كما يلي:

$$f = \frac{(121,4 - 100)}{100} \times 100\% = 21,4\%$$

وهذا يعني أن الأسعار عام 2001 قد ارتفعت بنسبة 21.4% بالمقارنة مع عام 2000<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> رشا حمدوش، مرجع سابق، ص 44.

<sup>2</sup> أحمد عبد الله إبراهيم، محمد شريف بشير الشريف، مرجع سابق، ص 70.

<sup>3</sup> عبد القادر محمد عبد القادر عطية، رمضان محمد أحمد مقلد، النظرية الاقتصادية الكلية، قسم الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2004-2005، ص 195، (بتصرف).

ثانيا: الرقم القياسي الضمني للأسعار (م ض)<sup>1</sup>: يقيس هذا الرقم التغير في أسعار جميع السلع والخدمات المنتجة في المجتمع في سنة ما بالمقارنة مع سنة الأساس.

$$م ض = \frac{\text{قيمة الناتج القومي الإجمالي بالأسعار الجارية في سنة المقارنة}}{\text{قيمة الناتج القومي الإجمالي نفسه بأسعار سنة الأساس}} \times 100$$

ويعتبر الرقم القياسي الضمني للأسعار أكثر شمولاً من الرقم القياسي لأسعار المستهلك، وذلك لأنه يحتوي على أسعار جميع السلع والخدمات دون استثناء، ولكن يؤخذ عليه أنه قد يحتوي على سلع عديدة لا تهم المستهلك العادي.

ثالثاً: الرقم القياسي لأسعار المنتج: يشمل هذا الرقم أسعار مجموعات معينة من المواد الأولية والسلع الوسيطة التي تقوم المشروعات بشرائها، ويعتبر هذا المقياس له أهمية كبيرة في دراسة ظاهرة التضخم، باعتباره مقياساً غير مباشر للتغير في أسعار السلع والخدمات في المجتمع إضافة إلى أن المواد الأولية والسلع الوسيطة سوف تتحول خلال العمليات الإنتاجية المختلفة إلى سلع نهائية، فأى تغير في هذا الرقم يدل بصفة عامة إلى ما سوف يحدث للرقم القياسي لأسعار المستهلك. ويرمز له بالرمز PPI<sup>2</sup>.

إضافة إلى ما سبق ذكره من مقاييس، هناك مقاييس أخرى تستخدم في قياس التضخم بالدول المتقدمة خاصة -الولايات المتحدة الأمريكية-، تتمثل في: (الرقم القياسي الأساسي لأسعار المستهلكين CCPI، الرقم القياسي الأساسي لأسعار المنتجين CPPI، الرقم القياسي لتكلفة العمالة ECI.....)\*.

### الفرع الثاني: الآثار الاقتصادية والاجتماعية للتضخم

نخصص هذا الفرع للتطرق إلى الآثار الاقتصادية والاجتماعية المختلفة للتضخم.

أولاً: الآثار الاقتصادية للتضخم: يترتب على التضخم عدة آثار اقتصادية لعل، أهمها:

1- تأثير التضخم على الدخل: يؤثر التضخم بصورة سلبية على بعض فئات المجتمع أكثر من البعض الآخر، فأصحاب الدخل الثابتة هم بالتأكيد المتضررين من ارتفاع الأسعار، بسبب انخفاض القيمة الحقيقية لدخلهم ومن ثم التأثير على حجم الإنشباع لديهم، بينما يستفيد من التضخم رجال الأعمال والمنتجون نتيجة لارتفاع الأرباح الناجمة عن ارتفاع الأسعار<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> نفس المرجع السابق، ص ص 200، 201.

<sup>2</sup> رشا حمدوش، مرجع سابق، ص ص 44، 45.

\* للمزيد من الإطلاع أنظر إلى: عبد القادر محمد عبد القادر عطية، رمضان محمد أحمد مقلد، مرجع سابق، ص 205.

<sup>3</sup> سيماء محسن علاوي، مرجع سابق، ص 435.

2- أثر التضخم على العملة، الاستهلاك، الادخار: يترتب على التضخم إضعاف ثقة الأفراد في العملة، وإضعاف الحافز على الادخار، فإذا اتجهت قيمة النقود إلى التدهور المستمر تبدأ النقود في فقدان وظيفتها كمستودع للقيمة\*، وهنا يزيد التفضيل السلعي على التفضيل النقدي، فيزيد ميل الأفراد إلى إنفاق النقود على الاستهلاك الحاضر وينخفض ميلهم للادخار<sup>1</sup>.

3- أثر التضخم على هيكل الإنتاج: يؤدي التضخم إلى توجيه رؤوس الأموال إلى فروع النشاط الاقتصادي التي لا تقيد التنمية في مراحلها الأولى فتتجه إلى إنتاج السلع التي ترتفع أسعارها باستمرار وهي عادة السلع الترفيهية التي يطلبها أصحاب الدخل العالية، كذلك يتجه قسم هام من الأموال إلى تجارة الاستيراد والمضاربة على أسعار الأراضي الزراعية وكذلك المضاربة التجارية وإلى بناء المنازل الفاخرة<sup>2</sup>.

4- أثر التضخم على ميزان المدفوعات: يؤثر التضخم بشكل سلبي على ميزان المدفوعات حيث أن الدولة التي تعاني من ارتفاع الأسعار تكون منتجاتها في موضع تنافسي ضعيف من منتجات الدول الأخرى الأقل سعراً، وبذلك تزداد وارداتها وتقل صادراتها، مما يؤدي إلى عجز في الميزان التجاري وبالتالي في ميزان المدفوعات<sup>3</sup>.

5- تأثير التضخم على الدائن والمدين: في أوقات التضخم يستفيد المدين ويضار الدائن. لأن المدين يقترض مبالغ محددة التي يلتزم بتسديدها دون زيادة أو نقصان<sup>4</sup>.

6- أثر التضخم على أسعار الفائدة<sup>5</sup>: لتفادي خسارة الدائنين-المقرضين- ولتشجيعهم على تقديم الأموال أو مدخراتهم إلى المؤسسات المالية فإن آلية تحديد سعر الفائدة يجب أن تأخذ في اعتبارها معدل التضخم المتوقع من عام إلى آخر، الأمر الذي يعني ضرورة إضافة علاوة تضخم إلى العائد على أموال المقرضين، ومن هنا يجري التفريق بين سعر الفائدة الاسمي وسعر الفائدة الحقيقي\*\* . والأخير هو معدل العائد الذي يحصل عليه المقرض بعد الأخذ بعين الاعتبار توقعات معدل التضخم. ويحسب معدل الفائدة الحقيقي وفقاً لمعادلة

\* النقود كمستودع للقيمة: أو كمخزن للقيمة، معناه يمكن الاحتفاظ بها وتأجيل إنفاقها لوقت لاحق فهي تشكل بذلك وسيلة لنقل القوة الشرائية إلى المستقبل.

<sup>1</sup> محمد عزت غزلان، اقتصاديات النقود والمصارف، دار النهضة العربية، لبنان، ط1، 2002، ص320، (بتصرف).

<sup>2</sup> محمود يونس، عبد النعيم مبارك، مرجع سابق، ص413، (بتصرف).

<sup>3</sup> سيماء محسن علاوي، مرجع سابق، ص436.

<sup>4</sup> مدحت فوزي عليان وادي، أثر التضخم على الإفصاح المحاسبي للقوائم المالية في الوحدات الاقتصادية الفلسطينية -دراسة تحليلية تطبيقية-، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، مارس 2006، ص40.

<sup>5</sup> نفس المرجع السابق، ص ص40، 41.

\*\* سعر الفائدة الاسمي وسعر الفائدة الحقيقي: سيتم التطرق إليهما لاحقاً.

فيشر على النحو التالي:

$$R=I-F$$

حيث أن؛

R: معدل الفائدة الحقيقي.

I: معدل الفائدة الاسمي أو المعلن عنه، F: معدل التضخم.

**مثال توضيحي:** إذا كان سعر الفائدة 10% على قرض لمدة عام في دولة ما يتوقع أن يصل فيها التضخم إلى

6% مثلاً، يعني أن؛ معدل العائد الحقيقي هو: 4% فقط (10%-6%).

بمعنى أن سعر الفائدة المعلن عنه (المعروض): ينقسم إلى 6% مقابل أخطار التضخم المتوقع و4% عائد حقيقي على الأموال المقرضة.

7- أثر التضخم على النمو الاقتصادي<sup>1</sup>: بالنسبة لأثر التضخم على النمو الاقتصادي، هناك اتجاهان: الاتجاه الأول؛ يرى بأن للتضخم تأثير إيجابي على النمو الاقتصادي وذلك كون أن التضخم يعمل على إعادة توزيع الدخل لصالح رجال الأعمال والمنتجين مما يؤدي إلى زيادة أرباحهم ودخلهم وبالتالي يرتفع حجم الادخار والاستثمار على مستوى الاقتصاد الكلي ومن ثم زيادة معدلات النمو الاقتصادي. في حين يرى أصحاب الاتجاه الثاني؛ أن للتضخم تأثير سلبي على النمو الاقتصادي وذلك بسبب تأثير سعر الفائدة الحقيقي سلباً بارتفاع الأسعار، ضف إلى ذلك قد يؤدي التضخم بالقطاع الخاص إلى الاستثمار في تلك المجالات غير المنتجة بهدف الحصول على أرباح سريعة؛ كالمضاربة على أسعار الأوراق المالية، الاستثمار في العقارات والأراضي..... مما يؤدي إلى تراجع الاستثمارات في القطاع الحقيقي المنتج في الاقتصاد وبالتالي انخفاض معدلات النمو الاقتصادي.

**ثانياً: الآثار الاجتماعية للتضخم:** إن الآثار الاجتماعية للتضخم تنعكس بالاضطراب بين الطبقات الاجتماعية بسبب سوء توزيع الموارد والدخول مما يولد المشاكل والخلافات بين أفراد المجتمع، كما أن الشيء نفسه ينشأ في اختلال العلاقة بين العمال وأصحاب العمل وينتشر الفساد الإداري والرشوة و المحسوبية...<sup>2</sup>.

مما سبق نستخلص أنه؛ وعلى الرغم من السلبيات التي يفرضها التضخم على المجتمع، وإجماع الاقتصاديين على خطورته-كحالة مرضية-تصيب الاقتصاديات الوطنية، إلا أن هناك آثاراً إيجابية قد تتمثل في انتفاع بعض الفئات الجزئية، حيث ينتفع أصحاب الأسهم نتيجة ارتفاع أسعار أسهمهم في ظل التضخم، كذلك يستفيد المدينون منه بسبب حصولهم على قوة شرائية أكبر ويسددون ديونهم بنقود ذات قوة شرائية أقل...إلخ.

<sup>1</sup> محمد سعيد السمهوري، مرجع سابق، ص ص 456-458، (بتصرف).

<sup>2</sup> رجاء الربيعي، مرجع سابق، ص 25.

الفرع الثالث: وسائل معالجة التضخم

إن الآثار المختلفة التي يحدثها التضخم وما ينجم عنها من أوضاع سيئة، لا بد من معالجتها، حيث أن هناك سياسات تتبع لمعالجة التضخم، أبرزها:

**أولاً: السياسة النقدية:** تعرف السياسة النقدية على أنها : مجموعة الإجراءات التي تتخذها الدولة في إدارة كل من النقود والائتمان وتنظيم السيولة العامة للاقتصاد<sup>1</sup>.

وبتعبير آخر، السياسة النقدية؛ هي: تلك الإجراءات التي تستخدمها الدولة للتأثير في عرض النقود لإيجاد التوسع أو الانكماش في حجم القوة الشرائية للمجتمع<sup>2</sup>.

كما تعرف على أنها: "مجموعة الإجراءات المعتمدة للحكومة أو السلطات النقدية لإدارة عرض النقود وسعر الفائدة، وذلك بهدف تحقيق أو المحافظة على التوظيف الكامل دون تضخم"<sup>3</sup>.

إذن؛ فالسياسة النقدية، هي عبارة عن مجموعة القواعد والإجراءات التي تتخذها الدولة أو السلطات النقدية ممثلة في-البنك المركزي-، وذلك للتأثير في النشاط الاقتصادي، من خلال التحكم في حجم المعروض النقدي. وتسعى السياسة النقدية إلى تحقيق جملة من الأهداف، من بينها؛ -المحافظة على استقرار الأسعار دون تضخم-، ولتحقيق هذا الهدف تستخدم السلطة النقدية (البنك المركزي) مجموعة من الأدوات، نتناول الرئيسية منها بإيجاز، فيما يلي:

**1- تغيير سعر إعادة الخصم<sup>4</sup>:** سعر إعادة الخصم يعبر عن سعر الفائدة الذي يمكن أن يتقاضاه البنك المركزي من البنوك التجارية عند الاقتراض منه أو طلب إعادة خصم ما لديها من أوراق تجارية. ففي حالة التضخم يقوم البنك المركزي بتقليل حجم الائتمان المصرفي عن طريق رفع سعر إعادة الخصم، مما يدفع بالبنوك التجارية برفع سعر الفائدة على القروض الممنوحة فيقل الإقبال على الاقتراض مما يؤدي إلى تقليل وسائل الدفع في الاقتصاد وهذا يساعد على الحد من التضخم.

**2- سياسة السوق المفتوحة<sup>5</sup>:** تعني سياسة السوق المفتوحة؛ دخول البنك المركزي للسوق النقدية من أجل تخفيض أو زيادة حجم الكتلة النقدية عن طريق بيع أو شراء الأوراق المالية من أسهم وسندات. ففي حالة التضخم يتدخل البنك المركزي عارضا ما بحوزته من أوراق مالية للبيع، ومن ثم يقوم بامتصاص الفائض من

<sup>1</sup> بلعزوز ين علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط2، 2006، ص112.

<sup>2</sup> مفيد عبد اللاوي، محاضرات في: الاقتصاد النقدي والسياسات النقدية، مطبعة مزور، الوادي، مارس 2007، ص63.

<sup>3</sup> هيفاء غدير غدير، السياسة المالية والنقدية ودورها التتموي في الاقتصاد السوري، منشورات الهيئة العامة السورية للكتاب، دمشق، 2010، ص31.

<sup>4</sup> مجدي عبد الفتاح سليمان، مرجع سابق، ص107، (بتصرف).

<sup>5</sup> بلعزوز ين علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، مرجع سابق، ص ص 125، 126.

الكتلة النقدية نتيجة قيام البنوك بشراء الأوراق المالية كبداية للنقود، فيتقلص حجم السيولة، وتنخفض قدرة البنوك التجارية على التوسع في منح الائتمان.

**3- سياسة نسبة الاحتياطي القانوني:** هي عبارة عن نسبة معينة تحتفظ بها البنوك التجارية -من ودائعها- لدى البنك المركزي وهذه النسبة تعتبر حد أدنى لما يحتفظ به البنك من أرصدة سائلة لمقابلة السحب من المودعين. ففي حالة التضخم يرفع البنك المركزي من نسبة الاحتياطي القانوني حينئذ تضطر البنوك التجارية إلى تخفيض حجم الائتمان الممنوح مما يساعد في كبح جماح هذا التضخم<sup>1</sup>.

إذن؛ مما سبق نستنتج أن، السلطة النقدية وفي سعيها لتحقيق الأهداف الاقتصادية التي تصبو إليها الحكومة، ومنها -المحافظة على استقرار الأسعار دون تضخم-، فإنها تستخدم في ذلك مجموعة من الأدوات منها ما هو كمي تقليدي؛ كأدوات السابق ذكرها ومنها ما هو نوعي؛ كسياسة تأطير القروض، الحد الأقصى لسعر الفائدة، الإقناع الأدبي والبيع بالتقسيط... الخ من الأدوات المتبعة في السياسة النقدية.

**ثانياً: السياسة المالية:** ويمكن تعريف السياسة المالية بأنها: "استخدام أسلحة المالية العامة -الإنفاق الحكومي والضرائب- في التأثير على الطلب الكلي"<sup>2</sup>.

وتعرف أيضاً بأنها: "تحريك أدوات الموازنة من نفقات وإيرادات للتأثير على الاستثمار وتحقيق الأهداف الاقتصادية العامة"<sup>3</sup>.

وهناك من عرفها على أنها: سياسة اقتصادية تستخدمها الحكومة لإجراء تغييرات في الضرائب والنفقات العامة لغرض التأثير في مستوى الناتج المحلي الإجمالي وضمان استقرار اقتصاد البلد"<sup>4</sup>.

إذن؛ السياسة المالية وباختصار نعني بها، استخدام ميزانية الدولة -إيرادات عامة ونفقات عامة- من أجل تحقيق أهداف اقتصادية عامة للدولة.

والسياسة المالية مثلها مثل السياسة النقدية، تسعى هي الأخرى لتحقيق جملة من الأهداف من بينها -الحد من التأثير السلبي لظاهرة التضخم-، ولتحقيق هذا الهدف تستخدم السياسة المالية مجموعة من الأدوات نلخصها، في الآتي:

<sup>1</sup> رشاد العصار، رياض الحلبي، مرجع سابق، ص ص 156، 157، (بتصرف).

<sup>2</sup> عبد القادر محمد عبد القادر عطية، رمضان محمد أحمد مقلد، مرجع سابق، ص 317.

<sup>3</sup> هيفاء غدير غدير، مرجع سابق، ص 12.

<sup>4</sup> Arthur o'sullivan & others, survey of economics (principles, application and tools), prentice hall, new jersy, 2008, p370 .

**1- الرقابة الضريبية:** فيما يتعلق بالضرائب، فقد أصبحت وسيلة هامة تستطيع بها الدولة، أن تؤثر على دخول الأفراد، بأن تفرض على الموسرين ضريبة عالية، وتعفي الفقراء من الضرائب، وهي تستطيع عن طريق الضرائب أن تحد من الاستهلاك أو تشجع على الاستثمار. لذلك فإن استخدام الضرائب كأداة من أدوات السياسة المالية يؤدي إلى تخفيف بعض الآثار التضخمية<sup>1</sup>. ففي حالة التضخم تقوم الحكومة بزيادة الضرائب مما يؤدي إلى نقصان الدخل القابل للإنفاق الأمر الذي يقلل من الطلب الكلي ويساعد على استقرار الأسعار<sup>2</sup>.

**2- تخفيض النفقات العامة:** تهدف سياسة تخفيض النفقات العامة إلى تقليص العجز في الموازنة العامة الذي يمول في معظمه عن طريق الإصدار النقدي الجديد\*. ويعتبر هذا التخفيض ناجحاً في مواجهة التضخم إذا ما أحسن اختيار أوجه الإنفاق التي يستهدفها، وأيضاً الوسائل والطرق التي يمكن أن تحقق ذلك<sup>3</sup>.

**3- تخفيض تكاليف الإنتاج:** يعتبر عدد من الاقتصاديين أن المصدر الأساسي للتضخم هو الزيادة في الأجور لذلك من المنطقي أن تكون سياسة التحكم في الأجور من أهم السياسات المعتمدة في مواجهة ظاهرة التضخم<sup>4</sup>.

إذن؛ مما سبق يمكن استنتاج أنه، وحتى يتم الوصول بالاقتصاد إلى حالة التوازن -تساوي حجم الطلب الكلي مع العرض الكلي-، يجب أن يكون هناك تنسيق مستمر في عمل وتطبيق السياستين\*\*، وألا يكون هناك تعارض بينهما قد يحدث نتائج سلبية على النشاط الاقتصادي.

<sup>1</sup> مجدي عبد الفتاح سليمان، مرجع سابق، ص132، (بتصرف).

<sup>2</sup> محمد العربي ساكر، مرجع سابق، ص120.

\* الإصدار النقدي الجديد: أو التمويل بالتضخم ويسمى -كذلك- التمويل غير التقليدي، تضطر الحكومة إلى اعتماده لتغطية عجز في الميزانية، من خلال طباعة أوراق نقدية (إصدار النقود دون مقابل).

<sup>3</sup> بلجبلية سمية، مرجع سابق، ص144.

<sup>4</sup> المرجع نفسه، ص144.

\*\* ففي أوقات التضخم مثلاً: يتطلب من السياسة المالية أن تخفض من الإنفاق الحكومي، وبالمقابل أن تعمل السياسة النقدية على خفض عرض النقد، فإذا عملت عكس ذلك فإن الأهداف بين السياستين ستكون متضاربة، وتؤدي بالاقتصاد إلى الشلل.



### المبحث الثاني: الأسس النظرية لمعدلات الفائدة

تعتبر-معدلات الفائدة- من أهم المتغيرات الاقتصادية وأكثرها حساسية وتأثير في حركة النشاط الاقتصادي، فالتغيرات في أسعارها تؤثر مباشرة على قرارات العديد من؛ الوحدات الاقتصادية، الأفراد والمستثمرين عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية. ولإبراز دور هذه الأخيرة في الاقتصاد، سنحاول من خلال هذا المبحث مناقشة أهم المفاهيم المرتبطة بها، والذي تم تقسيمه إلى مطلبين، سنتناول في -الأول- ماهية معدل الفائدة، في حين سنخصص -الثاني- للنظريات المفسرة لمعدل الفائدة.

#### المطلب الأول: ماهية معدل الفائدة

سنحاول من خلال هذا المطلب تقديم عرض موجز لمفهوم معدل الفائدة، ومن ثم أهم أنواعه، ثم وظائفه وأخيرا بعض العوامل المؤثرة فيه.

#### الفرع الأول: مفهوم معدل الفائدة وأهم أنواعه

قبل التطرق لأهم أنواع معدلات الفائدة، ينبغي التطرق أولا لمفهومها.

**أولاً: مفهوم معدل الفائدة:** هناك العديد من التعاريف، أهمها:

**التعريف الأول:** يعرف سعر الفائدة على أنه أجر كراء النقود، حيث يلتزم المقرض بدفعه إلى المقرض (عادة البنك)، مقابل التنازل المؤقت له عن السيولة<sup>1</sup>.

**التعريف الثاني:** الفائدة، وهي الثمن الذي يدفعه المقرض مقابل استخدام نقود المقرض، وعادة يعبر عن هذا الثمن في صورة نسبة مئوية في السنة، ولهذا يسمى معدل أو سعر الفائدة (Rate of interest)<sup>2</sup>.

**التعريف الثالث:** يمثل سعر الفائدة المتغير الاقتصادي الذي يربط بين المقرضين والمقرضين في علاقات مالية، فهو إذن يعتبر السعر الذي يدفعه المقرض لقاء استخدامه الأموال المقرضة لفترة زمنية معينة يتفق عليها أي سعر الائتمان<sup>3</sup> « the Price of credit ».

من خلال ما سبق يمكن القول أن؛ سعر الفائدة، هو الثمن أو -العائد المضمون والمحدد- الذي يتحصل عليه المقرض (صاحب رأس المال) مقابل تخليه عنه للغير (المقرض) لفترة زمنية معينة متفق عليها.

<sup>1</sup> عادل عبد الفضيل، الربا والفائدة المصرفية: دراسة مقارنة، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2015، ص27.

<sup>2</sup> مخلوفي عبد السلام، العرابي مصطفى، أهم الانتقادات الموجهة لسعر الفائدة كسعر إستراتيجي في النظام الاقتصادي المعاصر، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العالمي الثامن للاقتصاد والتمويل الإسلامي: النمو المستدام والتنمية الاقتصادية الشاملة من المنظور الإسلامي، الدوحة، قطر، من 18 إلى 20 ديسمبر 2011، ص 3.

<sup>3</sup> Arthur O'sullivan & Steven M. Macro economics, 6th Ed, New Jersey, 2003, P 285.

(نقلا عن؛ لخضر بن فليس، أثر سعر الفائدة على المتغيرات الاقتصادية في الجزائر خلال الفترة (1990-2011)-دراسة قياسية تحليلية-، مذكرة ماجستير، جامعة المسيلة، 2013-2014، ص3).

ثانياً: أهم أنواع سعر الفائدة: يمكن تقسيم سعر الفائدة على عدة أنواع، وفقاً للأسس المختلفة، أهمها<sup>1</sup>:

1- أسعار الفائدة حسب المدة الزمنية: يمكن تصنيفها إلى:

أ- أسعار الفائدة قصيرة الأجل: هو ذلك المعدل الذي يسري على الديون قصيرة الأجل مثل؛ القروض قصيرة الأجل، وأوراق الديون قصيرة الأجل مثل؛ شهادات الإيداع، وأذونات الخزنة .

ب- أسعار الفائدة طويلة الأجل: يسري على الديون طويلة الأجل مثل؛ القروض طويلة الأجل وأوراق الدين طويلة الأجل؛ كالسندات طويلة الأجل.

2- أسعار الفائدة حسب أسلوب احتساب الفوائد: وتقسّم أسعار الفائدة، إلى:

أ- أسعار الفائدة البسيطة: هو معدل الفائدة الذي يحتسب على أصل الدين أي المبلغ الأساسي فقط بدون رسمة الفوائد.

ب- أسعار الفائدة المركبة: وذلك باحتساب الفائدة على جملة أصل الدين وفوائده.

3- أسعار الفائدة الثابتة والمتغيرة: ونلخصها كالآتي:

أ- أسعار الفائدة الثابتة: وهي تلك المعدلات التي تبقى على حالها طيلة فترة التوظيف أو القرض.

ب- أسعار الفائدة المتغيرة: هذا النوع من أسعار الفائدة مرتبط بتغيرات أسعار فائدة أخرى مثل؛ سعر الفائدة في البنك المركزي، سعر الفائدة على الاقتراض، سعر الفائدة على الودائع لأجل، والعائد على أذونات الخزنة.

4- سعر الفائدة الاسمي وسعر الفائدة الحقيقي: ونلخصهما كالآتي<sup>2</sup>:

أ- سعر الفائدة الاسمي: وهو النسبة المئوية التي تدفع على مبلغ الدين أو حسابات التوفير ولمدة زمنية معينة (شهر، ثلاثة أشهر، سنة...).

ب- سعر الفائدة الحقيقي: وهو الذي عرفه (Wicksell) بأنه العائد المتوقع من رأس المال الحقيقي الجديد. أو أنه العائد الحقيقي لرأس المال الإنتاجي، فهو يمثل الربح الذي يأمل رجال الأعمال الحصول عليه من استثماراتهم النقدية، فهو الكفاية الحدية لرأس المال.

إضافة إلى ما سبق ذكره من أنواع (تصنيفات) لمعدلات الفائدة هناك أنواع أخرى مثل؛ (أسعار الفائدة الدائنة والمدينة، أسعار الفائدة الإدارية وغير الإدارية، سعر الفائدة الخفي وسعر الفائدة الأساسي والشامل.... الخ)\*.

<sup>1</sup> سراي صالح، دراسة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية -دراسة عينة من أسواق رأس المال العربية: المغرب، الأردن، مصر-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2016-2017، ص ص91،92.

<sup>2</sup> لخضر بن فليس، مرجع سابق، ص ص8،7، (بتصرف).

\* للمزيد من الإطلاع أنظر إلى: نفس المرجع السابق، ص ص10،11.

### الفرع الثاني: وظائف معدل الفائدة والعوامل المؤثرة فيه

سننظر من خلال هذا الفرع إلى بعض العوامل المؤثرة في سعر الفائدة، ولكن قبل ذلك ينبغي التطرق أولاً لمختلف وظائفه.

#### أولاً: وظائف معدل (سعر) الفائدة:

وبشكل عام نستطيع أن نحصر وظائف سعر الفائدة، بمايلي<sup>1</sup>:

-يعتبر سعر الفائدة ضماناً لتدفق الأموال من الوحدات الإنفاقية المدخرة إلى الوحدات الإنفاقية العجزية وهذا ما يشجع على زيادة الادخار المستخدم لأغراض استثمارية مما يؤدي إلى تنشيط الإنتاج وتخفيض معدلات البطالة.

-يحقق سعر الفائدة في الأسواق التي تسودها المنافسة الحرة (الكاملة)، كفاءة أكبر في استخدام الموارد الاقتصادية من خلال توجيه الأموال في الأسواق المالية نحو المشروعات الاستثمارية التي تعطي مردودات أعلى.

-يعتبر سعر الفائدة من المتغيرات الأساسية التي تؤثر على الطلب على النقود، وبذلك يمكن أن يحقق التوازن في سوق النقود بين عرض النقد والطلب عليه.

-يعتبر سعر الفائدة من المتغيرات الرئيسية في التأثير على تدفق الأموال على المستوى الدولي حيث أن ارتفاع سعر الفائدة في دولة ما مقارنة بالدول الأخرى فإن ذلك يحفز على تدفق الأموال إلى هذه الدولة.

-تستطيع الحكومات من خلال التأثير على سعر الفائدة في السوق أن توجه الاقتصاد الوطني وفق السياسة المرسومة له، فإذا كان الاقتصاد الوطني يعاني من الركود أو الكساد فإن تخفيض سعر الفائدة يؤدي إلى تنشيط الإنفاق الاستثماري وهكذا..

إذن؛ مما سبق نستخلص أن، من أهم وظائف سعر الفائدة أنه يشجع على زيادة الادخار وبالتالي الاستثمار، كما أن له دور كبير في معالجة الاختلالات التي تصيب الاقتصاديات الوطنية حيث يستطيع البنك المركزي من خلاله تحقيق أهداف السياسة النقدية (مكافحة التضخم).

#### ثانياً: العوامل المؤثرة في سعر الفائدة

تتقلب أسعار الفائدة تحت تأثير مجموعة من العوامل، أهمها:

1- **أثر الدخل الوطني على معدلات الفائدة**<sup>2</sup>: عادة ما ترتفع معدلات الفائدة تبعاً لأية زيادة في الدخل الوطني، ذلك لأن ارتفاع الدخل الوطني يؤدي إلى ارتفاع معدل الفائدة الحقيقي وبالتالي إلى ارتفاع معدل الفائدة الاسمي إذ أن ارتفاع الدخل الوطني يزيد من الطلب على النقود في السوق المالية وذلك لاستخدامه في عملية التبادل،

<sup>1</sup> السيد علي عبد المنعم، نزار سعد الدين العيسى، مرجع سابق، ص ص 299، 300.

<sup>2</sup> سراي صالح، مرجع سابق، ص 92.

ومن بين العوامل التي تؤدي إلى زيادة الدخل الوطني وبالتالي ارتفاع معدلات الفائدة؛ ارتفاع مستوى الصادرات، ارتفاع الإنفاق الاستثماري، ارتفاع نسبة استهلاك الأفراد.

**2- مستوى النشاط الاقتصادي:** تعتبر درجة التشغيل ونسبة العاملين في الاقتصاد أحد المؤشرات الهامة في التأثير على معدلات الفائدة، فانخفاض مستوى النشاط الاقتصادي واحدة من مظاهره-ارتفاع البطالة- الذي سيؤدي إلى خفض الفائدة وارتفاع مستوى الاستثمارات الداخلية مع بقاء الأشياء الأخرى على حالها، مما يؤدي إلى انتعاش مستوى النشاط الاقتصادي، هذا يدل على أن لمستويات البطالة أثرها في حركات أسعار الفائدة بصورة غير مباشرة<sup>1</sup>.

**3-التغير في عرض النقود:** يقصد بعرض النقود كمية النقود المعروضة (المتداولة) في الاقتصاد بمختلف أنواعها، والتي تحدد-عادة-من طرف السلطات النقدية بناء على عدة متغيرات، والتي أهمها؛ معدل التضخم، معدل النمو، حالة النشاط الاقتصادي...<sup>2</sup>.

ففي حالة زيادة المعروض النقدي يؤدي ذلك إلى انخفاض سعر الفائدة، بينما يحدث العكس في حالة انخفاض المعروض النقدي حيث يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة.

**4-مستوى أسعار الفائدة العالمية:** يؤدي الاختلاف في أسعار الفائدة بين الدول إلى حركة الأموال من سوق لآخر، حيث يؤدي ذلك إلى التأثير على عرض النقد إما بالزيادة أو النقصان حسب كمية التدفق، وبالتالي يؤثر على الأموال الحرة القابلة للإقراض ونتيجة لذلك فإن أسعار الفائدة المحلية تتأثر بهذا التغير<sup>3</sup>.

**5-مستويات التضخم:** يؤثر التضخم على الأرباح الحقيقية للمدخرين والمقرضين، ذلك أن وجود تضخم معناه أن سعر الفائدة الحقيقي سيكون أقل من سعر الفائدة الاسمي ويرتبط سعر الفائدة الحقيقي بعلاقة عكسية مع معدل التضخم إذ كلما ارتفع معدل التضخم بنسبة معينة فإن سعر الفائدة الحقيقي سينخفض بنفس النسبة<sup>4</sup>.

إذن؛ مما سبق يمكننا القول، أن أسعار الفائدة، دالة في العديد من المتغيرات الاقتصادية-الحقيقية، النقدية- المؤثرة عليها إما بشكل مباشر أو غير مباشر، حسب طبيعة العلاقة -عكسية، طردية- ونوع المتغير الذي يحكم تفسير هذا التأثير.

<sup>1</sup> لخضر بن فليس، مرجع سابق، ص39.

<sup>2</sup> مفيد عبد اللاوي، مرجع سابق، ص ص71،72، (بتصرف).

<sup>3</sup> لخضر بن فليس، مرجع سابق، ص38.

<sup>4</sup> سراي صالح، مرجع سابق، ص93.

**المطلب الثاني: النظريات المفسرة لمعدل الفائدة**

نخصص هذا المطلب لدراسة أهم النظريات المفسرة لسعر الفائدة في المدارس الاقتصادية المختلفة، والتي تكون مرتبة وفق التسلسل التاريخي لظهورها، بداية بالنظرية الكلاسيكية وصولاً إلى النظرية الحديثة لسعر الفائدة.

**الفرع الأول: النظرية الكلاسيكية ونظرية الأرصد المعدة للإقراض**

سنحاول من خلال هذا الفرع، التعرف على أهم ما جاءت به هاتين النظريتين.

**أولاً: النظرية الكلاسيكية في سعر الفائدة: ونبتاول فيها، الآتي:**

**1- مضمون النظرية:**

تعرف هذه النظرية أيضاً -بنظرية الادخار والاستثمار لسعر الفائدة- ومن رواد هذه النظرية ريكاردو، وتم تطويرها بواسطة اقتصاديين آخرين منهم (Walras, Pigou, Taussig)<sup>1</sup>.

عند التقليديين تكون الفائدة ثمناً لعرض رأس المال، ومن ثم تتحدد كأى ثمن، بتفاعل قوى العرض والطلب، أي عرض رأس المال (الادخار) والطلب عليه (الاستثمار). ويتكفل سعر الفائدة تلقائياً بتحقيق التوازن بين عرض وطلب رأس المال<sup>2</sup>.

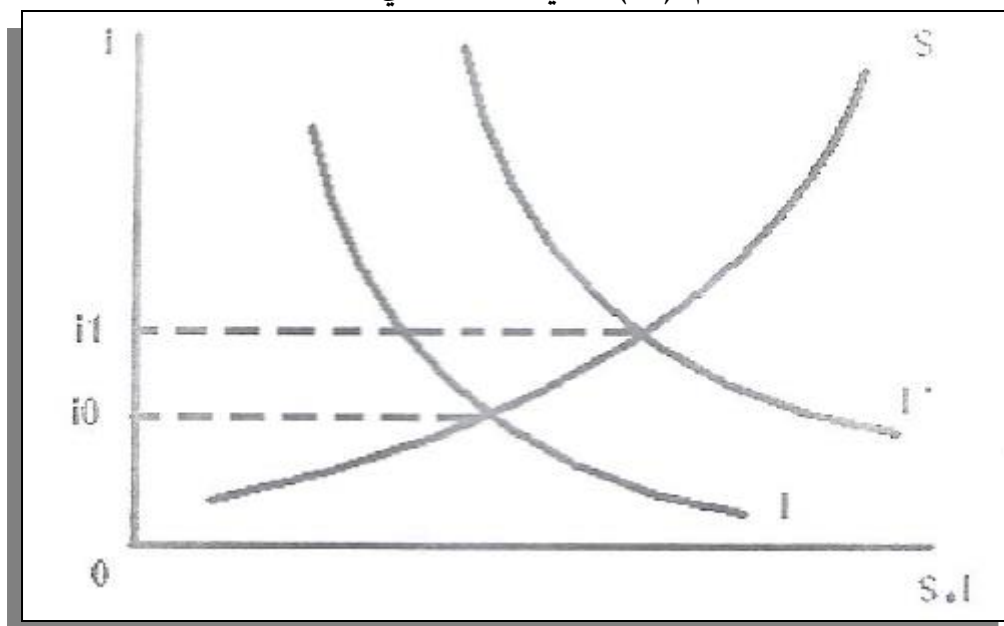
وفي الشكل رقم (04) يشير منحنى الادخار (S) إلى العلاقة الطردية مع سعر الفائدة (i)، أما منحنى الاستثمار (I) فيشير إلى العلاقة العكسية بين الاستثمار وسعر الفائدة ويتحدد سعر الفائدة تبعاً للتغيرات الحاصلة في كل من الادخار والاستثمار، إذ ينخفض سعر الفائدة عند زيادة الادخار على الاستثمار، ومن ثم يؤدي انخفاض سعر الفائدة إلى زيادة حجم الاستثمار، وتستمر هذه الزيادة حتى يتساوى الادخار مع الاستثمار تلقائياً وتؤدي زيادة الاستثمار متمثلة بانتقال منحنى الاستثمار إلى (I') إلى ارتفاع سعر الفائدة إلى (i1)، فيندفع الأفراد إلى زيادة مدخراتهم حتى يعود التوازن التلقائي من جديد بين الادخار والاستثمار<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> فارس فضيل، محمد ساحل، تفسير سعر الفائدة والعوامل المحددة له في ضوء الفكر الاقتصادي الحديث، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية: النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009، ص 2.

<sup>2</sup> ضياء مجيد، اقتصاديات أسواق المال، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص 145.

<sup>3</sup> نفس المرجع السابق، ص ص 145، 146.

الشكل رقم: (04) النظرية الكلاسيكية في سعر الفائدة.



المصدر: ضياء مجيد، اقتصاديات أسواق المال، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص 146.

## 2- الانتقادات الموجهة للنظرية الكلاسيكية في سعر الفائدة<sup>1</sup>:

انطلاقاً من الفرضيات التي قامت عليها النظرية الكلاسيكية فإن أهم الانتقادات الممكنة توجيهها لهذه النظرية، هي:

- تستبعد النظرية أثر الدخل القومي على افتراض ثباته، أي استقلال منحنى الادخار عن منحنى الاستثمار، إلا أنه في الواقع منحنى الادخار يتوقف على منحنى الاستثمار، وهو ما يتم عن طريق الدخل القومي، ذلك أن الدخل دالة في الاستثمار، كما أن الادخار دالة في الدخل.

- تنظر النظرية للنقود على أنها مجرد وسيط للتبادل ولا تأخذ في الاعتبار وظيفة النقود كمستودع (مخزن للقيمة)، حيث تفترض أن الجزء من الدخل الذي لا يستهلك بالضرورة ينفق على الاستثمار فهي تسقط بذلك بديل ثالث هو الاكتتاز\*.

- ركزت النظرية بشكل خاص على الادخار والاستثمار وأهملت العوامل الأخرى التي يمكن أن تؤثر في سعر الفائدة وبالتحديد العوامل النقدية حيث أن قدرة الجهاز المصرفي على التوسع في الائتمان أو تقليصه يؤثر في سعر الفائدة.

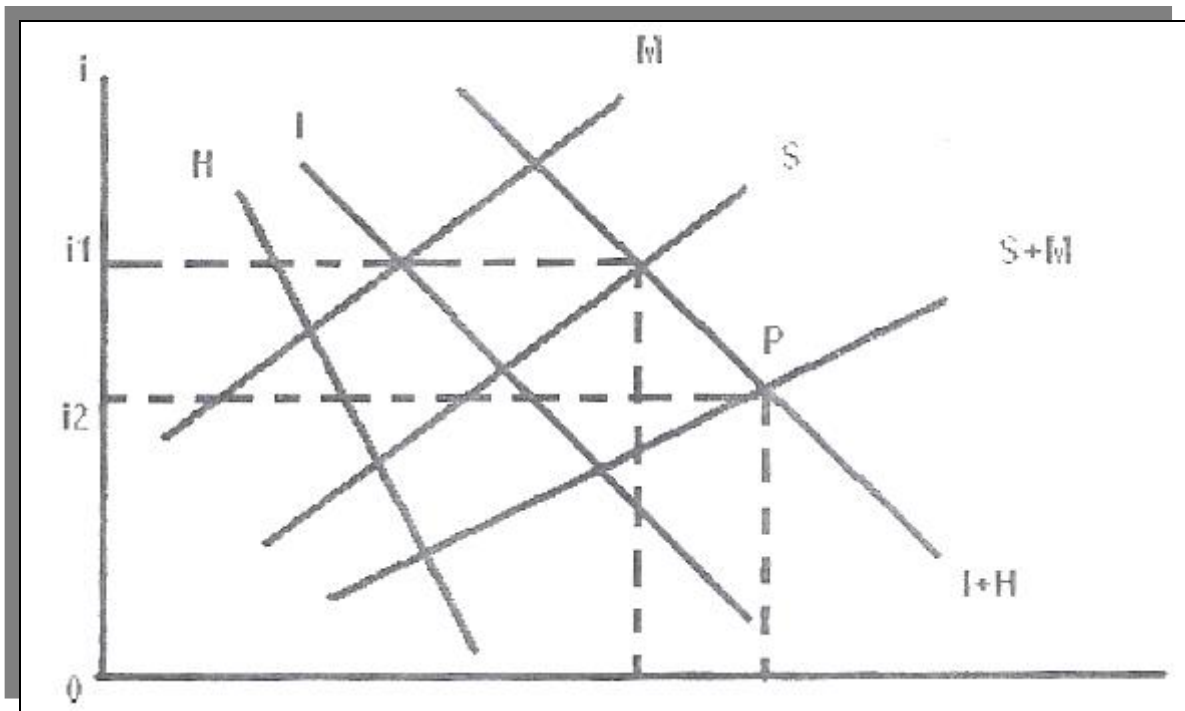
<sup>1</sup> فارس فضيل، محمد ساحل، مرجع سابق، ص 43.

\* الاكتتاز: هو الاحتفاظ بالثروة في شكل نقدي سائل، أي عدم إنفاق النقود على أصول غير سائلة.

ثانيا: نظرية الأرصدة المعدة للإقراض: ونتناول فيها، الآتي:

**1-مضمون النظرية:** إن نظرية الأرصدة المعدة للإقراض، إنما تعرف أيضا -بنظرية سعر الفائدة الكلاسيكية الحديثة-، وضع هذه النظرية الاقتصادي السويدي الشهير وكسيل Wicksell، وقد تم تطويرها بواسطة مجموعة من الاقتصاديين السويديين، هم؛ (H.Rebertson, Ericlindahl, Bertil Ohlin)<sup>1</sup>. وتعتبر هذه النظرية محاولة لتحسين النظرية الكلاسيكية في سعر الفائدة فهي تجمع النواحي النقدية وغير النقدية من أجل تحديد سعر الفائدة<sup>2</sup>. فهي تأخذ بعين الاعتبار (الائتمان المصرفي) وتعتبره يمثل جزء من حجم النقود المعروضة وله تأثير على سعر الفائدة، كما تهتم (بالاكتتاز) وتعتبره عامل مؤثر ويمثل جزء من الطلب على الأرصدة المعدة للإقراض<sup>3</sup>. ووفقا لهذه النظرية فإن سعر الفائدة يتحدد بتقاطع منحنى طلب الأرصدة المعدة للإقراض مع عرضها<sup>4</sup>. ويمكن إيضاح نظرية الأرصدة المعدة للإقراض عن طريق الشكل رقم (05):

الشكل رقم (05): نظرية الأرصدة المعدة للإقراض في تحديد سعر الفائدة



**المصدر:** فارس فضيل، محمد ساحل، تفسير سعر الفائدة والعوامل المحددة له في ضوء الفكر الاقتصادي الحديث، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية: النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009، ص5.

<sup>1</sup> سمير فخري نعمة، العلاقة التبادلية بين سعر الصرف وسعر الفائدة وانعكاسها على ميزان المدفوعات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص41.

<sup>2</sup> فارس فضيل، محمد ساحل، مرجع سابق، ص5.

<sup>3</sup> لخضر بن فليس، مرجع سابق، ص15.

<sup>4</sup> فارس فضيل، محمد ساحل، مرجع سابق، ص5.



بحيث أن<sup>1</sup>؛

أ- بالنسبة لجانب العرض:

\* المنحني (M): يمثل عرض نقود الائتمان المصرفي (بما في ذلك تحرير الاكتناز)، ويتجه للأعلى موضحا أن الائتمان المصرفي مرن بالنسبة لسعر الفائدة.

\* المنحني (S): يمثل الادخار، ويتجه للأعلى موضحا أن هناك علاقة طردية بين الادخار وسعر الفائدة.

\* المنحني (S+M): يمثل مقدار العرض الكلي للأرصدة المعدة للإقراض، وقد تم الحصول عليه عن طريق جمع كل من المنحني (M) والمنحني (S)، ويتجه للأعلى موضحا أنه كلما كان سعر الفائدة مرتفعا زاد مقدار المعروض من الأرصدة المعدة للإقراض والعكس صحيح.

ب- بالنسبة لجانب الطلب:

\* المنحني (I): يمثل الطلب على الاستثمار، وينحدر للأسفل موضحا العلاقة العكسية بين حجم الاستثمار وسعر الفائدة .

\* المنحني (H): يوضح مستوى الاكتناز، وهو -أيضا- ينحدر إلى الأسفل موضحا أنه كلما كان سعر الفائدة مرتفعا قل الاكتناز والعكس صحيح.

\* المنحني (H+I): يمثل الطلب الكلي للأرصدة المعدة للإقراض، وقد تم الحصول عليه عن طريق جمع كل من المنحني I والمنحني H، وينحدر للأسفل وذلك لأنه كلما كان سعر الفائدة منخفضا زاد الطلب على الأرصدة المعدة للإقراض والعكس صحيح.

وعليه فإن سعر الفائدة يتحدد وفقا لهذه النظرية بتقاطع منحني طلب الأرصدة المعدة للإقراض (I+H) مع منحني عرض الأرصدة المعدة للإقراض (S+M) في النقطة (P)<sup>2</sup>.

## 2- الانتقادات الموجهة لنظرية الأرصدة المعدة للإقراض:

وبالرغم من التحسينات التي أدخلتها نظرية الأرصدة المعدة للإقراض على النظرية الكلاسيكية في سعر الفائدة، إلا أنها تعرضت هي الأخرى لمجموعة من الانتقادات، أهمها<sup>3</sup>:

- نظرا لاختلاف طبيعة كل من الادخار والاستثمار (عوامل حقيقية)، والائتمان المصرفي وتفضيل السيولة (عوامل نقدية)، فمن غير الممكن جمعها والمقارنة بينها لتحديد سعر الفائدة.

- انتقد "هانس" هذه النظرية وقال بأنها لا تمدنا بحل لمشكلة سعر الفائدة وأن جزء من المدخرات يتحدد بتغير مستوى الدخل، ومنه سعر الفائدة لا يمكن معرفته إلا إذا عرفنا مستوى الدخل، وأن مستوى الدخل لا يمكن

<sup>1</sup> سمير فخري نعمة، مرجع سابق، ص 43، 44، (بتصرف).

<sup>2</sup> لخضر بن فليس، مرجع سابق، ص 17.

<sup>3</sup> فارس فضيل، محمد ساحل، مرجع سابق، ص 6.



معرفته إلا إذا عرفنا سعر الفائدة. ذلك أن سعر الفائدة هو الذي يحدد مستوى الاستثمار، ومستوى الاستثمار هو الذي يحدد مستوى الدخل من خلال المضاعف.

- لقد أشار البعض إلى أن هذه النظرية قد غالت في أثر سعر الفائدة على الادخار، حيث أن الأفراد عادة ما يدخرون ليس بسبب سعر الفائدة ولكن بدافع الاحتياط، وهو ما يعني أن الادخار يصبح غير مرن بالنسبة لسعر الفائدة.

### الفرع الثاني: نظرية تفضيل السيولة لكينز

نخصص هذا الفرع لتقديم عرض موجز حول نظرية تفضيل السيولة لكينز.

#### أولاً: مضمون النظرية:

ينظر كينز إلى الفائدة على أنها ظاهرة نقدية بحتة يتقرر سعرها في السوق النقدي من خلال تفاعل عرض النقود والطلب عليها. فالفائدة إذا في النظرية الكينزية، هي ليست ثمناً للامتناع عن الاستهلاك وإنما هي ثمن للتخلي عن السيولة<sup>1</sup>.

إن فكرة تفضيل السيولة تعني، تفضيل الأفراد الاحتفاظ بالثروة في شكل نقود سائلة بدلاً من أي شكل غير نقدي مثل؛ الأذونات والكمبيالات والأرض والذهب... الخ، بعبارة أخرى فإن تفضيل السيولة، هو عبارة عن الميل للاكتناز، عند مستويات مختلفة من الدخل<sup>2</sup>.

وعليه فإن كينز فرق بين ثلاثة دوافع هي التي تؤدي إلى التفضيل النقدي، وهي<sup>3</sup>:

**1-دافع المعاملات:** تطلب النقود من أجل آداء المعاملات الحالية والآنية بالنسبة للأفراد والمؤسسات على مدار (اليوم، السنة..). وهذا لا يعني أن الأفراد الذين ليس لهم دخول ليس لهم معاملات أي أن هذه النظرية غير مطلقة وعند استلام الدخل لا يتم إنفاقه في نفس اللحظة إنما ينفق بالتدريج والفرد الاقتصادي الرشيد لا يوجه كل دخله للمعاملات فقط. والمتغير الممثل لسلوك هذا الطلب هو الدخل، في علاقة طردية  $Md1=f(y)$ . حيث أن؛  $Md1$  : الطلب على النقود بدافع المعاملات،  $y$  : الدخل.

**2-دافع الاحتياط:** وتطلب النقود هنا لتغطية المعاملات غير المنتظرة، أو غير المتوقعة، وبما أنها شكل خاص من أشكال المعاملات المؤجلة، فهي بدورها تابعة للدخل في، علاقة طردية  $Md2=f(y)$ . حيث أن؛  $Md2$  : الطلب على النقود بدافع الاحتياط.

**3-دافع المضاربة:** كينز انطلق من خصائص النقود قد تطلب لذاتها قصد إدرار ربح لأن النقد يعتبر مخزن للقيمة ويمكن تحقيق أرباح من خلال النقود وذلك بتحويلها إلى سندات وهذا ما يطلق عليه بالمضاربة-.

<sup>1</sup> عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، مرجع سابق، ص ص 308، 309، (بتصرف).

<sup>2</sup> فارس فضيل، محمد ساحل، مرجع سابق، ص 7.

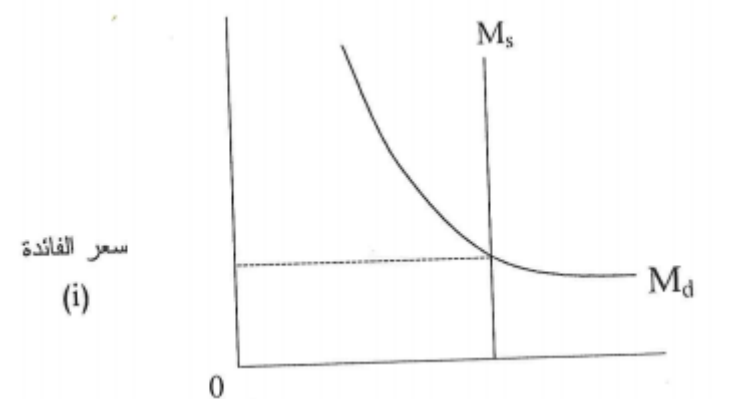
<sup>3</sup> شعيب بونوة، زهرة بن يخلف، مدخل إلى التحليل الاقتصادي الكلي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص 259.

والمضاربة، هي عبارة عن تداول الأسهم والسندات في سوق رأس المال أو هي المفاضلة بين السندات والنقد وهي مبنية على الشك وعدم اليقين، أي تحمل المخاطرة مقابل العائد المتمثل في معدل الفائدة. المضاربة تتناسب عكسيا مع سعر السوق المعبر عنها في شكل سعر الفائدة وهذا ما يجعلها دالة متناقصة لسعر الفائدة  $Md3=f(i)$ .

حيث أن؛  $Md3$  : الطلب على النقود بدافع المضاربة،  $i$  = سعر الفائدة.

إذن يعتمد الطلب على النقود في النظرية الكينزية، على الدخل وسعر الفائدة ويتناسب طرديا مع الأول وعكسيا مع الثاني، فإذا افترضنا أن عرض النقد يتقرر مؤسسيا من قبل البنك المركزي فإن سعر الفائدة التوازني يتقرر في سوق النقود بتقاطع عرض النقود، مع الطلب عليها، كما هو مبين في الشكل التالي حيث يمثل المنحني  $(Ms)$  عرض النقود والمنحني  $(Md)$  الطلب عليها<sup>1</sup>.

الشكل رقم ( 06 ) : سعر الفائدة التوازني



المصدر: عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2004، ص309.

<sup>1</sup> عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، مرجع سابق، ص309.

ثانيا: الانتقادات الموجهة للنظرية الكينزية في سعر الفائدة:

لقد وجهت انتقادات لنظرية -تفضيل السيولة- مثلما وجهت للنظرية الكلاسيكية، وأهم هذه الانتقادات، مايلي<sup>1</sup>:

- رغم أن كينز في بحثه للطلب على النقود أشار بوضوح إلى تأثير الدخل فإنه أهمل أثر التغيرات في مستوى الدخل على سعر الفائدة فجعله يتحدد بعوامل نقدية بحتة، هي عبارة عن عرض النقود والطلب عليها وبالتالي فإن سعر الفائدة التوازني لا يمكن أن يتحدد إلا بافتراض ثبات الدخل.

- كما أن نظرية تفضيل السيولة تأخذ بعين الاعتبار عرض النقود والطلب عليها كأصل من الأصول المالية فقط في تحديد سعر الفائدة، وهي بذلك تهمل العوامل الأخرى التي يمكن أن تؤثر على حجم الائتمان وبالتالي على حجم النقود في التداول.

- إن سعر الفائدة عند كينز يغطي فقط التفضيل الزمني (الطلب بدافع تفضيل السيولة)، والذي يتحدد بعوامل نقدية وأغفل العوامل الأخرى كالمخاطر التي تؤثر أيضا في تحديد سعر الفائدة.

- اقتصر تحليل كينز على أن الأصول المالية، هي -نقد وسندات- وأهمل الأصول الأخرى وتأثيرها وافترض أن الأفراد سيحتفظون بأحدهما وليس مزيجا بينهما.

- كانت نظرة كينز للاقتصاد نظرة ساكنة وعلى المدى القصير ولم يأخذ بعين الاعتبار تغير الأنماط الاستهلاكية للأفراد وتأثيره على العوامل المحددة لسعر الفائدة على المدى الطويل.

من خلال ما سبق يمكن استنتاج أن؛ كل من النظريات؛ الكلاسيكية، الأرصدية المعدة للإقراض، تفضيل السيولة في سعر الفائدة، هي نظريات غير محددة لسعر الفائدة، فالأولى ركزت على العوامل الحقيقية-الادخار والاستثمار- في تحديد سعر الفائدة واعتبرت أن الفائدة ظاهرة عينية، أما الثانية فكانت محاولة لجمع العوامل النقدية مع العوامل الحقيقية من أجل شرح كيفية تحديد سعر الفائدة لكنها لم تكفل بالنجاح، أما الثالثة فقد ركزت على العوامل النقدية -عرض النقود والطلب عليها- في تحديد سعر الفائدة واعتبرت أن سعر الفائدة يمثل ظاهرة نقدية بحتة.

واعتبر "هانس" أن كل من نظرية الأرصدية المعدة للإقراض، ونظرية التفضيل النقدي لو أخذتا معا فإنما يمدانا بنظرية مناسبة لسعر الفائدة<sup>2</sup>. وهذا ما سنحاول التطرق إليه -لاحقا- في الفرع الثالث.

<sup>1</sup> سامر منصور، تقلبات أسعار الفائدة وآثارها في معدلات النمو الاقتصادي -دراسة مقارنة بين سورية وتونس-، رسالة ماجستير في العلوم المالية والمصرفية، جامعة حلب، 2014، ص17.

<sup>2</sup> لخضر بن فليس، مرجع سابق، ص25.

### الفرع الثالث: النظرية الحديثة في سعر الفائدة

بعد أن تطرقنا فيما سبق لنظريات سعر الفائدة -عند الكلاسيك وكينز-. سنحاول من خلال هذا الفرع التطرق لآخر نظرية، وهي؛ النظرية الحديثة في سعر الفائدة.

#### مضمون النظرية

إن نظرية سعر الفائدة الحديثة تعرف أيضا -بنظرية الكينزيين المحدثين في سعر الفائدة-، أمثال (هانس- هيكس). يرى هؤلاء الاقتصاديون أنه لو تم أخذ نظرية الأرصد المعدة للإقراض والنظرية الكينزية لأعطتنا نظرية أكثر تفسير لسعر الفائدة، إذ يتم من خلالها جمع العوامل النقدية والعوامل الحقيقية للتوصل إلى كيفية تحديد سعر الفائدة.

وقد قدم (Hansen) من خلال شرحه للنظرية الحديثة أربعة محددات لسعر الفائدة وهي؛ جدول طلب الاستثمار، دالة الادخار، و جدول تفضيل السيولة وكمية النقود، لذا فإن هذه النظرية قد أسفرت عن جدولين؛ يوضح الأول منهما، التوازن في القطاع الحقيقي وهو جدول (IS)، والثاني يمثل التوازن في القطاع النقدي وهو جدول (LM)، وعند جمع الجدولين بعد تمثيلهما بيانيا يمكن الوصول إلى سعر الفائدة التوازني والذي تكون فيه المدخرات الكلية تساوي الاستثمارات الكلية، والطلب الكلي يساوي العرض الكلي للنقود، وكذلك يكون كلا القطاعين الحقيقي والنقدي في حالة توازن.

وبعد تمثيل جدول (IS) بيانيا، يتم التوصل إلى منحنى (IS)، إذ نحصل عليه من خلال مجموعة جداول الأرصد المعدة للإقراض، أو جداول المدخرات عند مستويات مختلفة من الدخل مع جدول طلب الاستثمار عند مستويات مختلفة من سعر الفائدة.

إن منحنى (IS) يوضح تجميعات مختلفة من مستويات الدخل ( $y$ ) ومن سعر الفائدة ( $r$ ) والتي يتحقق عندها التوازن بين المدخرات الكلية الحقيقية والاستثمارات الكلية الحقيقية<sup>1</sup>. حيث ننظر للاستثمار على أنه دالة عكسية في سعر الفائدة، وأن الادخار هو دالة طردية في مستوى الدخل<sup>2</sup>.

وبنفس الطريقة، وبعد تمثيل جدول (LM) بيانيا، يتم التوصل إلى منحنى (LM) من نظرية كينز في تفضيل السيولة، فقد أوضح الكينزيون المحدثون أن دالة تفضيل السيولة (L) ودالة عرض النقود (M) إنما تكونان -أيضا- علاقة بين الدخل وسعر الفائدة، فنجد (LM)، يوضح لنا ما ستكون عليه أسعار الفائدة المختلفة عند مستويات مختلفة من الدخل فسعر الفائدة يكون منخفضا عندما يكون الدخل منخفض، ويكون مرتفعا عندما يكون الدخل مرتفع<sup>3</sup>.

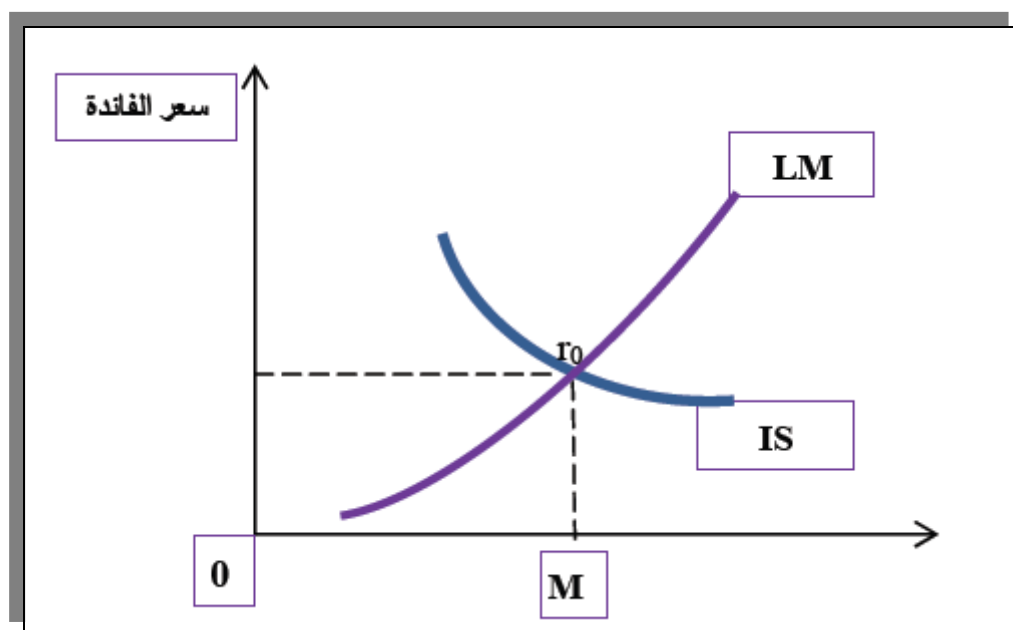
<sup>1</sup> عيادة سعيد حسين، أثر تحرير سعر الفائدة في السياسة النقدية للبنك المركزي العراقي، مجلة الإدارة والاقتصاد، السنة الثامنة والثلاثون، العدد: 104، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الأنبار، 2015، ص59.

<sup>2</sup> سمير فخري نعمة، مرجع سابق، ص55.

<sup>3</sup> لخضر بن فليس، مرجع سابق، ص ص29،30، (بتصرف).

ووفقا للنظرية الحديثة في سعر الفائدة فإن تقاطع منحنى (IS) مع منحنى (LM) إنما يحدد سعر الفائدة التوازني، فمنحنى (IS) يمثل موضع التوازن في القطاع الحقيقي، ومن ناحية أخرى فإن المنحنى (LM) يمثل وضع التوازن في القطاع النقدي حسب الشكل رقم ( 07 ).

الشكل رقم (07): نموذج (IS-LM).



المصدر: لخضر بن فليس، أثر سعر الفائدة على المتغيرات الاقتصادية في الجزائر خلال الفترة (1990-2011) -دراسة قياسية تحليلية-، مذكرة ماجستير، جامعة المسيلة، 2013-2014، ص31.

وحسب الشكل رقم: (07)، فإن سعر الفائدة التوازني هو  $r_0$  والذي يتحدد بتقاطع منحنى (IS) مع منحنى (LM) عند النقطة (M) وعند هذه النقطة فإن الدخل وسعر الفائدة تكون العلاقة بينهما، كالتالي:

- الاستثمار والادخار في حالة توازن.

- طلب النقود في حالة توازن مع عرض النقود<sup>1</sup>.

إذن؛ مما سبق نستنتج أن؛ النظرية الحديثة لسعر الفائدة، هي نظرية محددة لسعر الفائدة ذلك لأنها تقوم على أساس أن؛ الاستثمار والادخار وطلب النقود (التفضيل النقدي) وكمية النقود المعروضة وهي كلها عناصر هامة في تحديد سعر الفائدة، وذلك على عكس النظريات السابقة لها والتي لم تأخذ ذلك بعين الاعتبار.

<sup>1</sup> نفس المرجع السابق، ص ص30،31، (بتصرف).

## المبحث الثالث: دراسة نظرية لعلاقة التضخم ومعدلات الفائدة بآداء سوق الأوراق المالية

سوق الأوراق المالية، -وكغيرها من الأسواق- تتأثر بمختلف العوامل والأحداث، سواءً من داخل السوق أو من خارجها، ومن بين هذه العوامل ظاهرة التضخم التي تعتبر من المشاكل التي تواجهها أغلب اقتصاديات البلدان في العالم، -وكذلك- معدلات الفائدة، والتي لها -أيضاً- تأثير كبير وبشكل عام في آداء سوق الأوراق المالية. وهذا ما سنحاول توضيحه من خلال هذا المبحث والذي قسم إلى مطلبين؛ تضمن الأول التحليل الاقتصادي لعلاقة التضخم بآداء سوق الأوراق المالية، في حين خصص الثاني للتحليل الاقتصادي لعلاقة معدلات الفائدة بآداء سوق الأوراق المالية.

## المطلب الأول: التحليل الاقتصادي لعلاقة التضخم بآداء سوق الأوراق المالية

التضخم -وكما عرف سابقاً-، هو الارتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار، والذي يعني بدوره انخفاض القوة الشرائية للنقود، حيث يعتبر من العوامل الخارجية المؤثرة في آداء سوق الأوراق المالية. وهذا ما سنحاول توضيحه -أكثر- من خلال هذا المطلب الذي خصص لتحليل أثر التضخم في آداء سوق الأوراق المالية، والذي سنتناوله بداية في السندات ومن ثم في الأسهم، نظرًا لتباين هذا الأثر في كل منهما.

## الفرع الأول: تحليل العلاقة بين التضخم والسندات

من الأمور المعروفة في مجال الاستثمار المالي أن الأوراق المالية ذات العائد الثابت -كالسندات- أكثر عرضة لمخاطر التضخم أو ما يعرف بمخاطر القوة الشرائية ذلك أن ارتفاع معدلات التضخم يؤدي إلى ارتفاع معدلات الخصم، فتتخفص بذلك القيمة الحقيقية للاستثمار بسبب انخفاض قيمته الحالية، لذا ينصح بعدم أفضلية الاستثمار بهذه الأدوات في ظل التضخم، إذ يلحق بها خطر تغير قيمة النقد بسبب ثبات العائد والأصل. ولأجل حماية المستثمرين -بالسندات- من مخاطر التضخم، استحدثت الأسواق المالية في بداية الثمانينات من القرن الماضي، السندات ذات الفائدة المتغيرة أو المعومة بقصد تأمين المستثمرين من مخاطر التضخم التي تتميز بها الاستثمارات ذات الدخل الثابت<sup>1</sup>.

إذن؛ مما سبق نستنتج أن؛ السندات ذات الفائدة المتغيرة، هي الأداة الأنسب لحماية المستثمرين من مخاطر التضخم أفضل من الأدوات ذات العائد الثابت.

<sup>1</sup> محمود صالح عطية، تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق العراق، مجلة ديالي، العدد الرابع والخمسون، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة ديالي، 2012، ص 19، (بتصرف).

الفرع الثاني: تحليل العلاقة بين التضخم وتغيرات أسعار الأسهم

بداية لا بد أن نشير إلى أن-الأدب الاقتصادي- الخاص بسوق الأسهم قد تناول العلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم بدلا من أسعارها، ولعل السبب في ذلك يعود إلى الاهتمام المتزايد من قبل الباحثين وجمهور المستثمرين بصورة عامة باستخدام الأسهم كوسيلة تحوط تجاه التضخم<sup>1</sup>، ليس بسبب ارتفاع أسعارها في الفترات التضخمية فحسب، وإنما بسبب ارتفاع مقسوم الأرباح الخاص بها بنفس المعدل وربما أكثر<sup>2</sup>. لكن، وعلى الرغم من هذا الجدل القائم حول العلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم إلا أن اهتمامنا سينصب على الكشف عن طبيعة العلاقة بين التضخم وأسعار الأسهم<sup>3</sup>.

بحث -الأدب الاقتصادي- موضوع التضخم وعلاقته بأسعار الأسهم من خلال منهجين؛ الأول يشير إلى إمكانية استخدام الأسهم كوسيلة تحوط كاملة تجاه التضخم، وكانت آراء فيشر\* المتعلقة بأسعار الفائدة الاسمية والحقيقية الحجة التي استند إليها الاقتصاديون من بعده في صياغة فرضية اقترنت باسمه والتي تشير إلى أن المعدلات المتوقعة لعوائد الأسهم العادية تساوي العوائد الحقيقية زائد المعدل المتوقع للتضخم وأن العوائد الحقيقية للأسهم مستقلة عن معدل التضخم المتوقع<sup>4</sup>. وعلى ضوء هذه الفرضية، حاول بعض الاقتصاديين، ومنهم -Leffler-، تقديم بعض التفسيرات النظرية حولها. فقد أشار -Leffler- إلى أنه في العديد من الشركات الصناعية والتجارية يلعب المخزون السلعي دوراً مهماً في تحديد حجم الأرباح. ومن ثم ارتفاع الأسعار-كمؤشر للتضخم- يعني إمكانية بيع المخزون السلعي بأسعار عالية مقارنة بأسعار الشراء<sup>5</sup>، وهو ما ينعكس مباشرة على مقسوم الأرباح ومن ثم على أسعار الأسهم، لذلك اعتقد عدد كبير من الاقتصاديين بإمكانية استخدام الأسهم كوسيلة تحوط -Hedge- ضد مخاطر التضخم<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> فاخر عبد الستار حيدر، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم: منهج الاقتصاد الكلي، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2002، ص 65.

<sup>2</sup> نفس المرجع السابق، ص 68.

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص 65.

\* فيشر -Fisher-: إيرفينغ فيشر ولد عام 1867 وتوفي عام 1947، كان أول اقتصادي يتبع مدرسة الاقتصاد الكلاسيكي الحديث، كان له العديد من المشاركات والمساهمة في المفاهيم الاقتصادية لعل أهمها نظرية التوازن العام، صدر له 28 كتاب، كان من أوائل الاقتصاديين الذين نادوا بالتعامل بالأوراق النقدية بدلا من الذهب -كمعيار مالي-.

<sup>4</sup> سراي صالح، مرجع سابق، ص 75.

<sup>5</sup> فاخر عبد الستار حيدر، مرجع سابق، ص 67، 68.

<sup>6</sup> محمود صالح عطية، مرجع سابق، ص 20، 19.

ولقد كانت الحجة التي قدمها هؤلاء الاقتصاديون هي أن الشركات المختلفة -الصناعية والتجارية- \* تزيد من أسعار منتجاتها في أوقات التضخم ومقابل ذلك تبقى العديد من التزاماتها ثابتة أو تتخلف بعض الوقت مثل؛ -الإيجارات، الفوائد، مقسوم الأرباح على الأسهم الممتازة-، لذلك فإن أي زيادة في الدخل الصافي ستذهب إلى حاملي الأسهم العادية لتعويضهم عن الانخفاض في القوة الشرائية لدخلهم جراء التضخم<sup>1</sup>.

إن التضخم وعلى الرغم من تأثيره السلبي في القوة الشرائية للدخول، فإنه يمارس في الوقت ذاته تأثيراً إيجابياً، من خلال زيادة المبيعات وأرباح الشركات ومن ثم أسعار الأسهم وعوائدها، بشكل يفوق التأثير السلبي، مما يجعل في النهاية من الأسهم -وبخاصة العادية منها- استثماراً ناجحاً في أوقات التضخم.

وفي السبعينات من القرن الماضي، ظهر في -الأدب الاقتصادي-، عدداً من التفسيرات للعلاقة السلبية المحيرة بين أسعار الأسهم والتضخم<sup>2</sup>. وهو -الاتجاه الثاني-، فقد قدم الاقتصادي فاما\*\* آلية مختلفة لتفسير العلاقة العكسية بين التضخم وعوائد الأسهم تتلخص بأن عوائد الأسهم ترتبط بعلاقة طردية مع المتغيرات الحقيقية -النشاط الاقتصادي- في حين يرتبط النشاط الاقتصادي بعلاقة عكسية مع التضخم الأمر الذي يجعل من التضخم وعوائد الأسهم يرتبطان بعلاقة عكسية أيضاً<sup>3</sup>.

بمعنى أن<sup>4</sup>؛

- أسعار الأسهم ترتبط بعلاقة طردية مع المتغيرات الحقيقية مثل؛ الإنتاج، والاستثمار والمعدل الحقيقي لعائد رأس المال.

- التضخم يرتبط ارتباطاً عكسياً بكل هذه المتغيرات وذلك انطلاقاً من أفكار -النظرية الكمية للنقود-، حيث أن ارتفاع معدلات التضخم يعني وجود كمية من النقود الفائضة عن حاجة الاقتصاد، وهذا الوضع يتطلب تدخل البنك المركزي من خلال السياسة النقدية لامتصاص الفائض. ومن أهم إجراءات هذه السياسات سياسة رفع أسعار الفائدة، وهذا الأخير يمثل عائقاً أمام الاستثمار والإنتاج.

\* من البديهي؛ أن قدرة قطاع الشركات الصناعية -خاصة الاحتكارية منها- على زيادة أسعار منتجاتها تكون أكبر من قدرة الشركات التي تقدم الخدمات، نظراً لأن الأخيرة تكون مقيدة أو محددة من قبل الهيئات الحكومية.

<sup>1</sup> فاخر عبد الستار حيدر، مرجع سابق، ص 68، 69.

<sup>2</sup> محمود صالح عطية، مرجع سابق، ص 20.

\*\* فاما-Fama-: يوجين فاما ولد في 14 فبراير 1939، هو عالم اقتصاد أمريكي حاصل على جائزة نوبل، اشتهر بأبحاثه النظرية والتجريبية -نظرية المحفظة وتسعير الأصول-، أكثر ما عرف عنه هو تطويره لفرضية كفاءة السوق، هو أول فائز بجائزة المالية والاقتصاد من دويتش بنك والتي منحت له في عام 2005، كما حصل على جائزة نوبل للاقتصاد عام 2013.

<sup>3</sup> أحمد حسين بتال، الباحث سراب عبد الكريم مطر، أثر التضخم على عوائد أسهم قطاعات سوق العراق للأوراق المالية -دراسة قياسية للمدة 2005-2015، مجلة الإدارة والأعمال، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الأنبار، السنة (غير موجودة)، ص 3.

<sup>4</sup> بلجبلية سمية، مرجع سابق، ص 152.



وبالتبعية يستنتج فاما وجود علاقة عكسية -حتمية- بين عوائد الأسهم والتضخم.

وتمت دراسة عوائد سوق الأسهم على مدى فترات زمنية مختلفة في العديد من البلدان وأظهر الاستنتاج العام؛ أن الأسهم ليست الأداة المثالية للتحوط ضد التضخم<sup>1</sup>.

إن؛ مما سبق يمكن أن نستخلص أن، طبيعة العلاقة بين التضخم وتغيرات أسعار الأسهم تعتبر غير قارة باختلاف الاقتصاديين فهناك من يرى بوجود علاقة طردية بين التضخم وعوائد الأسهم مثل -فيشروليفلر-، وبالتالي يمكن استخدام الأسهم كوسيلة تحوط اتجاه التضخم، وهناك من يرى وجود علاقة عكسية بين معدل التضخم وعوائد الأسهم مثل -فاما- وبالتالي ليست الأسهم الأداة المثالية للتحوط ضد التضخم.

### المطلب الثاني: التحليل الاقتصادي لعلاقة معدلات الفائدة بآداء سوق الأوراق المالية

معدل الفائدة، هو-العائد- الذي يتحصل عليه مقرض الأموال مقابل التخلي عن السيولة لفترة زمنية معينة، ومعدل الفائدة مثله مثل -التضخم-، يعتبر من العوامل المؤثرة في أداء سوق الأوراق المالية نظرا لارتباطه الشديد بمعظم أدوات التعامل فيها، هذا ويتباين تأثيره من حيث القوة والاتجاه من أصل إلى آخر، وبحسب نوع الموجود المالي، ويمكن بحث هذا التأثير بداية في السندات ومن ثم في الأسهم، نظرا لتباين هذا الأثر في كل منهما.

#### الفرع الأول: تحليل العلاقة بين معدلات الفائدة وأسعار السندات

ترتبط أسعار الفائدة بعلاقة عكسية مع أسعار السندات باعتبار أن قيمة السند هي عبارة عن القيمة الحالية المتوقعة للدخل الذي تدره الورقة المالية خلال مدة الاستثمار. وبما أن سعر الفائدة السوقي، هو عبارة عن معدل الخصم المستخدم في حساب القيمة الحالية للدخل، لذا تتخفض هذه القيمة حالما يرتفع سعر الفائدة السوقي وتتنخفض بذلك قيمة السند في السوق أي يقل سعره<sup>2</sup>. ويمكن توضيح العلاقة بين قيمة السندات وأسعار الفائدة بموجب العلاقة التالية<sup>3</sup>:

حيث أن؛

$$V = \frac{R}{r}$$

V: قيمة السند أو سعره.

<sup>1</sup> أحمد حسين بنال، الباحث سراب عبد الكريم مطر، مرجع سابق، ص3.

<sup>2</sup> محمود صالح عطية، مرجع سابق، ص 14، (بتصرف).

<sup>3</sup> عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، مرجع سابق، ص 103.

R: العائد المحدد للسند بموجب الفائدة التي يحملها.

r: سعر الفائدة في السوق.

فإذا كان سعر الفائدة في السوق (r) يساوي سعر الفائدة الذي يحمله السند أي (4%) فإن قيمة السند في السوق (V) سوف تساوي قيمته الاسمية أي (100) دينار حيث؛

$$V = \frac{4}{0.04} = 100$$

أما إذا ارتفع سعر الفائدة في الأسواق (r) إلى (8%) فإن سعر السند سوف ينخفض إلى (50) دينار، حيث؛

$$V = \frac{4}{0.08} = 50$$

والعكس صحيح، فإذا انخفض سعر الفائدة في السوق إلى أقل من (4%) فإن سعر السند سوف يرتفع أكثر من قيمته الاسمية (100) دينار.

بالإضافة إلى ذلك فإن العلاقة العكسية بين تغيرات أسعار الفائدة والتغيرات الحاصلة في أسعار السندات يمكن أن تفسر بطريقة أخرى؛ إذ أن انخفاض أسعار الفائدة يؤدي إلى انخفاض كلفة الائتمان، ثم زيادة الطلب على الائتمان عن طريق المصارف، الأمر الذي يقود إلى عدم توجه الأفراد والمستثمرين نحو السوق المالية لطلب التمويل، أي قيام المستثمرين بإحلال المصارف التجارية محل الأسواق المالية، كقناة للتمويل، وهذا يعني انخفاض عرض السندات ثم ارتفاع أسعارها<sup>1</sup>.

إذن؛ مما سبق نستنتج أن، سعر السندات يرتبط بسعر الفائدة في السوق، حيث تنخفض قيمة السندات التي تحمل سعر فائدة أقل من سعر الفائدة في السوق، وترتفع قيمة السندات التي تحمل سعر فائدة أعلى من سعر الفائدة في السوق، أي وجود -علاقة عكسية- بين قيمة السند وسعر الفائدة السائد في السوق.

### الفرع الثاني: تحليل العلاقة بين معدلات الفائدة وأسعار الأسهم

إن العلاقة بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم حظيت باهتمام العديد من الاقتصاديين، كونها أحد العوامل الأساسية المؤثرة في سلوك أسعار الأسهم، ويمكن بيان أوجه العلاقة بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم من خلال الآتي<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> محمود صالح عطية، مرجع سابق، ص 15.

<sup>2</sup> نفس المرجع السابق، ص ص 16، 15.

- إن ارتفاع أسعار الفائدة والعائد الذي يحققه المستثمرون في الودائع المصرفية، يشجع العديد من المستثمرين ببيع جزء من أسهمهم أو كلها والتوجه نحو الاستثمارات البديلة، باعتبار أن إيداع أموالهم في البنوك التجارية وبفوائد عالية أفضل من تحمل مخاطر الاستثمار بالأسهم. بعبارة أخرى إن ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع المصرفية تدفع المستثمرين إلى تغيير محافظهم الاستثمارية بطريقة تتلاءم مع معدلات الفائدة الخالية من المخاطر والتي تحققها الاستثمارات الأخرى، وبذلك يكون الأثر النهائي لارتفاع أسعار الفائدة هروب الأموال من سوق الأسهم وذهابها إلى المصارف التجارية والاستثمارات الأخرى.

- يقوم عدد كبير من المتعاملين بالأسهم بالاقتراض من البنوك التجارية أو من شركات الوساطة لأجل تمويل مشترياتهم من الأسهم، وعند ارتفاع أسعار الفائدة ترتفع تكلفة الاقتراض، وبالتالي ينخفض الطلب على القروض، وتتنخفض الأموال المخصصة لشراء الأسهم مما يخفض من الطلب على الأسهم وبالتالي انخفاض أسعارها.

- إن ارتفاع أسعار الفائدة من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض مستوى الاستهلاك في مختلف القطاعات الاقتصادية، مما يؤدي إلى انخفاض حجم المبيعات والأرباح، بالإضافة إلى أن أكثر الشركات تمول جزءاً من عملياتها بأموال مقترضة، وإن ارتفاع أسعار الفائدة يعمل على استنزاف جزء كبير من مواردها لتغطية الفوائد على تلك القروض. ويعمل كلا الأثرين على تخفيض مقسوم الأرباح وبالتالي انخفاض الطلب على الأسهم ومن ثم انخفاض أسعارها.

إذن؛ مما سبق نستنتج أن، طبيعة العلاقة بين معدلات الفائدة وأسعار الأسهم هي عكسية -تحكم الأولى بالثانية-؛ غير أن بعض الاقتصاديين يشككون بهذه-الفرضية-ويرون العكس؛ أي أن أسعار الأسهم -الأسهم الصناعية- تقوم بالتحكم بمعدلات الفائدة أو معدلات الخصم على القروض التجارية، إضافة إلى ذلك يشير البعض منهم إلى عدم وجود علاقة سببية أو علاقة ارتباط مباشرة بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم.

وفي الأخير -وبالإضافة- إلى ما تم عرضه حول -التضخم ومعدلات الفائدة- كعوامل خارجية مؤثرة على أداء سوق الأوراق المالية، هناك متغيرات اقتصادية كلية -أخرى- تؤثر على أداء هذه الأسواق لسنا بصدد دراستها في هذا البحث، منها؛ النمو الاقتصادي والذي يعبر عنه بالنتائج المحلي الإجمالي، سعر الصرف، حجم الاستثمار الأجنبي..... الخ.

### ملخص الفصل الثاني

- من خلال قراءتنا لهذا الفصل-علاقة التضخم ومعدلات الفائدة بآداء سوق الأوراق المالية- نستخلص أن:
- التضخم، من أبرز المشاكل التي تواجه اقتصاديات الدول المعاصرة، والتي تؤدي إلى عرقلة نشاطها والحد من تطورها في تحقيق أهدافها.
  - التضخم، هو عبارة عن ظاهرة نقدية وحركة صعودية مستمرة في الأسعار ناتجة عن فائض في الطلب الكلي يعجز العرض الكلي عن الاستجابة له.
  - للتضخم عدة أنواع، أخطرها التضخم الجامح، كما أنه ينشأ بفعل عدة أسباب .
  - الرقم القياسي لأسعار المستهلك والرقم القياسي لأسعار المنتج، من المقاييس الشائعة الاستخدام في قياس التضخم.
  - السياسة النقدية والسياسة المالية -من الوسائل اللازمة- لمكافحة ظاهرة التضخم، وهذا لما تلحقه هذه الأخيرة من آثار سلبية ضارة بالاقتصاد والمجتمع.
  - سعر الفائدة، من أهم المتغيرات الاقتصادية وأكثرها حساسية وتأثير في حركة النشاط الاقتصادي.
  - معدل الفائدة، هو ذلك السعر الذي يدفعه المقرض لقاء استخدامه الأموال المقرضة لفترة زمنية معينة-يتفق عليها-، ولهذا الأخير أنواع مختلفة، منها؛ سعر الفائدة الاسمي وسعر الفائدة الحقيقي.
  - من أهم وظائف معدلات الفائدة، أنها تشجع على زيادة الادخار وبالتالي الاستثمار، كما أنها تستخدم كآلية من آليات السياسة النقدية -المطبقة- من طرف البنك المركزي.
  - النظريات المفسرة لسعر الفائدة تختلف باختلاف المدارس الاقتصادية المتعاقبة.
  - التضخم ومعدلات الفائدة من العوامل الاقتصادية (الخارجية) المؤثرة على اتجاهات أسعار الأوراق المالية وبالتالي على مؤشرات أداء السوق المالية.
  - طبيعة العلاقة بين التضخم وعوائد الأوراق المالية (الأسهم) طردية مثلما قال -فيشر-، وعكسية مثلما قال الاقتصادي -فاما-.
  - طبيعة العلاقة بين معدلات الفائدة والأوراق المالية ذات العوائد الثابتة (السندات) عكسية، وبين معدلات الفائدة والأسهم -كذلك- عكسية ولكن بطريقة غير مباشرة.
  - هناك عوامل اقتصادية -أخرى- تؤثر على أداء سوق الأوراق المالية، أهمها؛ النمو الاقتصادي والذي يعبر عنه بالنتاج المحلي الإجمالي.

## الفصل الثالث

أثر التضخم ومعدلات الفائدة على أداء سوق عمان للأوراق المالية  
للفترة (1990-2017)

**تمهيد:**

بعد أن تم تسليط الضوء في -الفصلين السابقين- على مختلف الجوانب النظرية المتعلقة؛ بسوق الأوراق المالية، التضخم، ومعدلات الفائدة، وبيان دورهما كمتغيرات اقتصادية كلية مؤثرة على مؤشرات أدائها، سنحاول من خلال هذا الفصل معرفة مدى تطابق الجانب النظري للدراسة مع الواقع التطبيقي.

ونظرا للتطور الكبير الذي تعرفه بورصة عمان للأوراق المالية كسوق مالية ناشئة، وتحولها إلى قطب هام لجذب رؤوس الأموال الباحثة عن العائد والأرباح وخاصة بعد الأزمة المالية العالمية 2008، والذي يدعمه أكثر تعدد الدراسات التي تطرقت إليها كدراسة حالة -في هذا المجال-. لهذا وتماشيا مع موضوع البحث -محل الدراسة- جاء هذا الفصل لإجراء دراسة تطبيقية في سوق عمان للأوراق المالية من خلال اختبار أثر التضخم ومعدلات الفائدة على أدائها خلال الفترة الممتدة من 1990 إلى 2017 كمحاولة لإسقاط ما تم تناوله في الجانب النظري للدراسة. وعلى هذا الأساس تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث، وذلك على النحو التالي:

**المبحث الأول: لمحة عامة حول سوق عمان للأوراق المالية؛**

**المبحث الثاني: تحليل تطور مؤشرات الأداء وبعض المؤشرات الاقتصادية الكلية في الأردن؛**

**المبحث الثالث: دراسة قياسية لأثر التضخم ومعدلات الفائدة على أداء سوق عمان للأوراق المالية للفترة**

**(1990-2017).**

## المبحث الأول: لمحة عامة حول سوق عمان للأوراق المالية

اعتمدت الدول العربية على غرار الدول النامية بإنشاء وتطوير سوق الأوراق المالية، نظرا للدور الكبير الذي تؤديه في التنمية الاقتصادية، والأردن كغيره من الدول النامية التي أعطت أهمية بالغة لإنشاء وتطوير سوق مالية، حيث تعتبر سوق عمان للأوراق المالية إحدى أهم أسواق الأوراق المالية الناشئة نظرا للإنجازات التي تحققت في كل مرة على المستويين الداخلي والخارجي. لذلك سنحاول من خلال هذا المبحث التعرض إلى؛ نشأة سوق عمان المالي والهيئات المكونة له، وأيضا أهداف السوق، المتعاملين فيه، وأخيرا أهم إنجازاته.

### المطلب الأول: نشأة سوق عمان المالي والهيئات المكونة له

سننظر من خلال هذا المطلب إلى الهيئات المكونة لسوق عمان المالي، ولكن قبل ذلك ينبغي التطرق أولا إلى نشأته.

### الفرع الأول: نشأة سوق عمان للأوراق المالية<sup>1</sup>

إن ظهور سوق غير منظمة في الأردن لتداول الأوراق المالية وعن طريق مكاتب غير متخصصة قد دفع إلى التفكير الجاد في إنشاء سوق مالية في العاصمة (عمان). فقام البنك المركزي خلال العامين 1975 و 1976 وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية (IFC) التابعة للبنك الدولي (WB) بترتيب مشروع إنشاء السوق المالية، فصدر القانون رقم 31 للعام 1976. والذي بموجبه أنشئت سوق عمان المالية والتي باشرت نشاطاتها في 1/1/1978. وقد جاء في الهدف المحدد من هذا القانون: تنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتنظيم إصدار وتداول الأوراق المالية وذلك بما يضمن شفافية التعامل وسلامته وعدالته وسهولته وسرعته.

لقد صدرت عدة قوانين وقرارات بشأن تأسيس سوق عمان المالية وتطويرها، أهمها في الأعوام 1976 و 1990 و 1997. وبموجب القانون الأخير في العام 1997 (قانون الأوراق المالية)، تم التمييز بين ثلاث مؤسسات رئيسية تتمتع باستقلال مالي وإداري وذلك للقيام بتنظيم وتوجيه ورقابة وتوثيق التبادلات في الأوراق المالية، وفي إطار تم خلاله فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي ومن ثم الدور التوثيقي بعد أن كانت سوق عمان تمارس هذه الأدوار معا. وهذه المؤسسات سيتم التطرق إليها في -الفرع الثاني-.

<sup>1</sup> محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة: أسهم، سندات، أوراق مالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2006، ص200.

### الفرع الثاني: الهيئات المكونة لسوق عمان المالي

نخصص هذا الفرع لتقديم عرض موجز عن الهيئات الرئيسية المكونة لسوق عمان المالي، والمتمثلة في الآتي:

**أولاً: هيئة الأوراق المالية<sup>1</sup>:** تهدف الهيئة إلى مراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها وتنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات\* التي تخضع لرقابتها. 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 من مدققي الحسابات المؤهلين للتدقيق على الجهات الخاضعة لرقابتها.

**ثانياً: مركز إيداع الأوراق المالية:** وهو مؤسسة توثيقية أنشأت في أيار عام 1995، وتتولى مهام تسجيل ونقل ملكية الأوراق المتداولة في البورصة وتعمل على تسوية أثمان تلك الأوراق مابين الوسطاء الماليين<sup>2</sup>، كما يعتبر أهم مؤسسات سوق رأس المال الذي يوكل إليه التعاون مع بورصة عمان لإحداث نقلة نوعية على مستوى عالمي لجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية وإيجاد مناخ ملائم للاستثمارات المالية وتخفيض كلفة الاستثمار ورفع كفاءة تسوية أثمان الأوراق المالية في المملكة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> دراسة حول تأسيس سوق عمان المالي منشورة على الموقع الإلكتروني، أنظر إلى: <http://www.ase.com.jo/ar/print/pdf/node/76> وهذه الجهات هي: بورصة عمان (سوق الأوراق المالية)، مركز إيداع الأوراق المالية، الشركات المساهمة العامة، صناديق الاستثمار، معتمدو المهن المالية.

<sup>2</sup> محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، مرجع سابق، ص202.

<sup>3</sup> نسرين عبد الحميد نبيه، البورصة: (ماهيتهـا- تاريخها- مستقبلها) ومدى تأثير التداول بها خلال ثورات الدول العربية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2012، ص ص299،300.



ثالثاً: سوق الأوراق المالية (بورصة عمان): تأسست في 11 آذار 1999 كمؤسسة مستقلة مصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة بموجب قانون الأوراق المالية وتعديلاته رقم 23 لسنة 1997، تتمتع البورصة بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري وتخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية وإشرافها<sup>1</sup>، وتحولت البورصة إلى شركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة، وقد سجلت بتاريخ 20/02/2017 لدى مراقبة الشركات بوزارة الصناعة والتجارة والتموين<sup>2</sup>.

وأخيراً فإن سوق عمان المالي يتألف مما يلي<sup>3</sup>:

**1- السوق الأولي Primary Market:** وهو سوق الإصدارات الأولية للشركات التي لم تستوف شروط الإدراج وتشمل هذه الإصدارات كل من إصدارات الأسهم والسندات للشركات القائمة وحديثة التأسيس، ويتم تسعير هذه الإصدارات من خلال لجنة تسمى لجنة الإصدارات. وتشير الأرقام في السوق إلى ارتفاع نسبة الإصدارات الأولية مما يعكس نضوج السوق وزيادة ثقة الجمهور به.

**2- السوق الثانوي Secondary Market:** تنقسم السوق الثانوية إلى أربعة أسواق فرعية، وهي:

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

**ب- السوق الموازي:** ويتمثل بذلك الجزء من السوق الذي يشهد التعامل بأسهم شركات لا تلبى تماماً شروط الإدراج في السوق النظامي فهي سوق تحضيرية وتمهيدية للشركات المساهمة العامة التي تسعى للإدراج في السوق النظامي، وهو بذلك يوفر السيولة اللازمة للشركات.

**ج- سوق السندات:** تشمل سندات التنمية وإسناد القرض وأذونات وسندات الخزينة، ويعتبر هذا السوق ضيقاً 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، والتحويلات الإرثية وتحويلات خارج المملكة بالإضافة إلى تحويلات الشركات غير المدرجة وتتم التعاملات من خلال الدائرة القانونية وعمولات هذا السوق هي أقل من العمولات التي يتم تقاضيها داخل القاعة.

<sup>1</sup> التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2014، ص7.

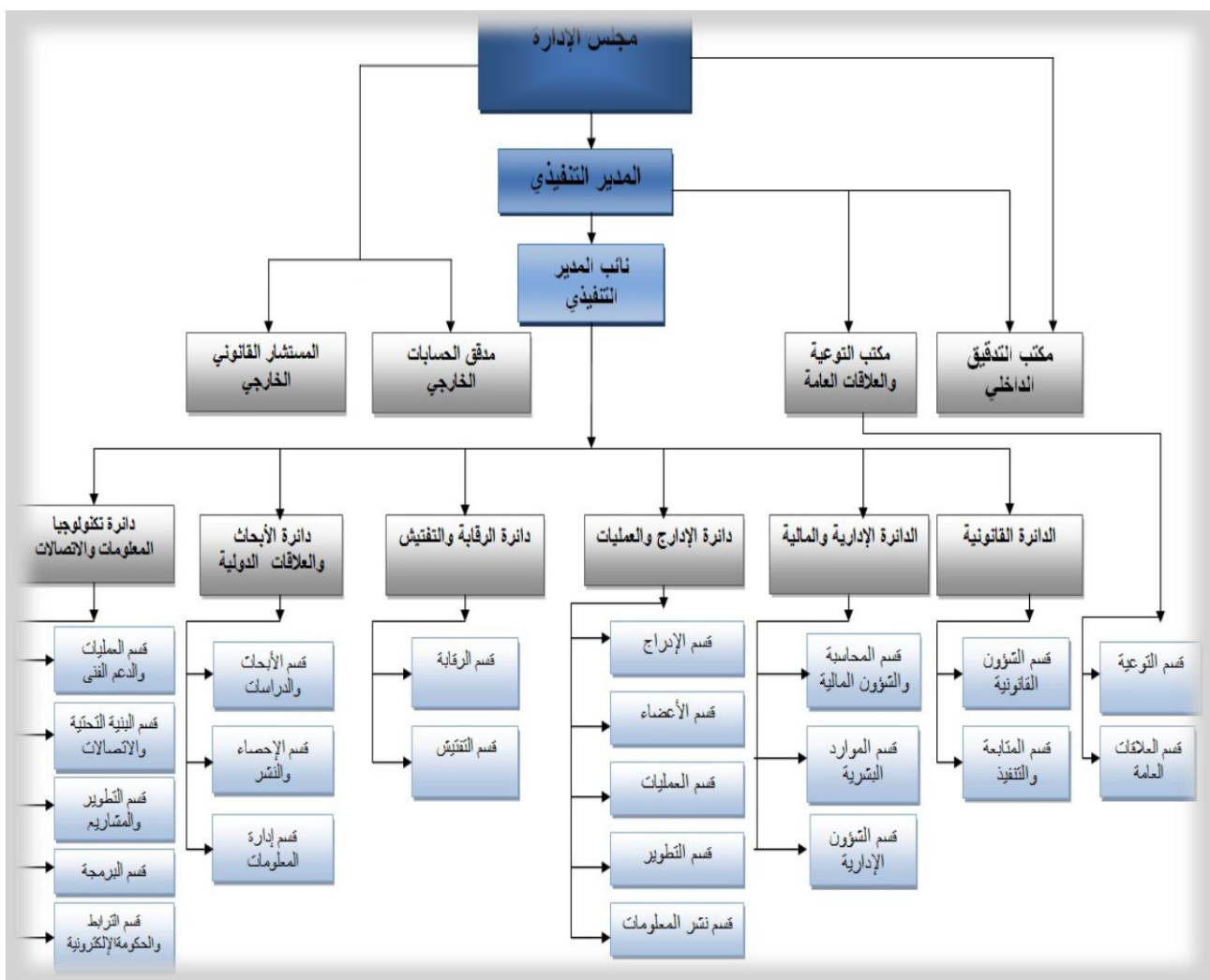
<sup>2</sup> التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2017، ص7.

<sup>3</sup> رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سابق، ص ص87-89.

إذن؛ مما سبق نستنتج أن، الحكومة الأردنية تبنت إصلاحات هيكلية لسوق رأس المال، أبرزها؛ إصدار قانون الأوراق المالية رقم (23) لسنة 1997، والذي تم بموجبه إنشاء ثلاث مؤسسات رئيسية مهمة هي؛ هيئة الأوراق المالية، بورصة عمان للأوراق المالية، مركز إيداع الأوراق المالية.

ولسوق عمان المالي هيكل تنظيمي موضح في الشكل التالي:

شكل رقم (08): الهيكل التنظيمي لسوق عمان المالي -الأردن-



المصدر: التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2017، ص19.

المطلب الثاني: أهداف السوق، المتعاملين فيه، وأهم إنجازاته

سنتناول من خلال هذا المطلب عرض موجز لأهداف سوق عمان للأوراق المالية، المتعاملين فيه، وأخيرا أهم إنجازاته.

الفرع الأول: أهداف سوق عمان للأوراق المالية

والتي يمكن إدراجها في النقاط التالية<sup>1</sup>:

- إيجاد بيئة استثمارية جاذبة وآمنة ومنافسة تتسم بالشفافية والمصداقية.
  - تطوير عمليات وأساليب وأنظمة تداول الأوراق المالية وفق أحدث الطرق المتبعة عالميا.
  - تطوير العمل في البورصة والتميز في الخدمات التي تقدمها للجهات ذات العلاقة.
  - نشر معلومات التداول إلى أكبر عدد ممكن من المتعاملين والمهتمين.
  - تنمية الوعي الاستثماري لكافة فئات المجتمع وبشكل خاص المتعاملين بالأوراق المالية.
  - زيادة عمق وشفافية السوق وتنويع الأدوات المالية المتاحة للمستثمرين.
  - تعزيز التعاون المشترك مع البورصات والمنظمات والاتحادات العربية والإقليمية والدولية.
- إذن؛ مما سبق نستنتج أن، من أهم أهداف بورصة عمان للأوراق المالية هي خلق بيئة استثمارية جاذبة وآمنة، تهدف إلى جذب عدد كبير من المتعاملين الجدد والمستثمرين الأجانب، مما يؤدي إلى اتساع السوق وعمقها.

<sup>1</sup>التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2014، ص7.

### الفرع الثاني: المتعاملون في سوق عمان المالي<sup>1</sup>

تتعامل جهات مختلفة في سوق عمان المالي، أهمها: البنوك التجارية والبنوك الاستثمارية والشركات المالية، وجميع الشركات المساهمة العامة التي يبلغ رأسمالها (100) ألف دينار وأكثر، إضافة إلى الشركات الاستثمارية وهي الشركات المساهمة العامة التي تقوم بعمليات الاستثمار في الأوراق المالية بشكل رئيسي، أي أن نسبة تملكها للأوراق المالية تزيد عن 50% من موجودات الشركة.

وبذلك تكون الجهات السابقة الذكر، إما جهات مقرضة أو جهات مقرضة، يتوسط تلك الجهات الوطاء الماليون فهم من يقومون بحلقة الوصل مابين المستثمرين ومصدري الأوراق المالية.

### الفرع الثالث: أهم إنجازات بورصة عمان للأوراق المالية

قامت بورصة عمان بالعديد من الانجازات خلال العام 2017، أهمها ما يلي<sup>2</sup>:

**أولاً: الخطة الإستراتيجية لبورصة عمان:** تابعت بورصة عمان تنفيذ الخطة الإستراتيجية (2016-2018) في ضوء الشكل القانوني الجديد للبورصة. وعليه، فقد جرى إعداد خطة جديدة للسنوات الثلاث القادمة (2018-2020) تهدف بشكل رئيسي إلى تعزيز البيئة الاستثمارية في البورصة، وتطوير مختلف جوانب العمل فيها. وقد تضمنت الخطة الجديدة أهم ما ورد في خطة خارطة طريق تطوير سوق رأس المال الأردني الصادرة بالتعاون بين كل من هيئة الأوراق المالية الأردنية والبنك الأوروبي لإعادة الإعمار والتنمية، وهي تهدف إلى تعزيز القدرة التنافسية للسوق المالي وجعله أكثر جاذبية للاستثمار وأكثر فاعلية وكفاءة.

**ثانياً: تسجيل بورصة عمان كشركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة الأردنية:** حيث وافق مجلس الوزراء على تحويل بورصة عمان إلى -شركة مساهمة عامة- مملوكة بالكامل للحكومة وقد سجلت بتاريخ 2017/02/20 لدى دائرة مراقبة الشركات بوزارة الصناعة والتجارة والتموين، وبرأسمال مقداره (4.774.525) دينار، وتعتبر الخلف القانوني والواقعي لبورصة عمان، وتقول إليها جميع حقوقها وموجوداتها والتزاماتها.

**ثالثاً: التطورات التشريعية:** قامت البورصة بتشكيل لجنة التشريعات لمراجعة الأنظمة والتعليمات والأسس التي تحكم جميع جوانب العمل في البورصة وفق الشكل القانوني الجديد، وبما ينسجم مع المعايير العالمية. وبهذا

<sup>1</sup> رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سابق، ص 90.

<sup>2</sup> التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2017، ص 26-34، (بتصرف).

الصدد قامت اللجنة بمراجعة التشريعات المتعلقة بالتعامل بالأوراق المالية، وأعدت خلال العام الماضي ثلاثة عشر تشريعا.

**رابعاً: التطورات التقنية:** تابعت البورصة تنفيذ مشروع تحديث نظام التداول الإلكتروني، حيث سيوضع المشروع حيز التطبيق الفعلي في نهاية عام 2018. كما قامت البورصة بالبدء بتنفيذ مشروع نظام الإفصاح الإلكتروني باستخدام تكنولوجيا (XBRL) كمعيار دولي لعرض التقارير المالية والذي من المتوقع إطلاقه بشكله النهائي خلال النصف الثاني من عام 2018. وإطلاق تطبيق البورصة الإخباري الرسمي (ASE NEWS) على الأجهزة الذكية، إضافة لذلك فقد أنشأت البورصة حساباتها الخاصة بها على شبكات التواصل الاجتماعي " فيسبوك وتويتر".

**خامساً: الانضمام إلى مبادرة أسواق الأوراق المالية المستدامة:** قامت بورصة عمان خلال العام 2017 بإصدار منشورات تعريفية حول قضايا الاستدامة والتي تضمنت محاور عدة أهمها؛ مفهوم التنمية المستدامة، وأبعادها، وفوائد تطبيقها لكل من الشركات والأطراف ذات العلاقة بالشركة.

**سادساً: إصدار دليل الشركات المساهمة العامة:** أصدرت بورصة عمان دليل الشركات المساهمة العامة لعام 2017، والذي يتضمن معلومات عامة عن الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان وغير المدرجة.

**سابعاً: الإفصاح ونشر المعلومات:** قامت بورصة عمان خلال العام 2017 بنشر التعاميم والقرارات الصادرة عنها باللغة الإنجليزية إضافة إلى اللغة العربية، والهدف الرئيسي من ذلك هو تمكين المستثمرين الأجانب المهتمين بالسوق من متابعة أخبار الشركات والأحداث المتعلقة بها.

**ثامناً: إدراج سندات الادخار للأفراد:** قامت البورصة وبالتنسيق مع مؤسسات سوق رأس المال وممثلين عن البنك المركزي بعقد اجتماعات لبحث آلية إدراج وتداول سندات الادخار الموجهة للأفراد، وبعد الاتفاق مع الجهات المجتمعة، تم إدراج أول إصدار من هذه السندات خلال العام 2017 على قائمة الأوراق المالية المتداولة في البورصة بتاريخ 2017/03/05.

**تاسعاً: إلغاء السوق الثالث:** قامت بورصة عمان بإلغاء السوق الثالث اعتباراً من تاريخ 2017/04/16 وذلك استناداً لأحكام تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان لسنة 2017.

**عاشرا: الحضور المحلي والعربي والدولي:** شاركت بورصة عمان في الاجتماع السنوي لمجلس اتحاد البورصات العربية واجتماع اللجنة التنفيذية للإتحاد والذين عقدا في مدينة بيروت (لبنان)، كما شاركت بورصة عمان في الاجتماع السنوي لإتحاد البورصات الأوروبية- الآسيوية FEAS، حيث تم انتخاب بورصة عمان رئيسا للجنة التدقيق للإتحاد. إضافة إلى ذلك وقعت البورصة مذكرات تفاهم مع كل من البورصة المصرية، وجمعية الشرق الأوسط لعلاقات المستثمرين ميرا، وشركة سستينالي إكسلنس.

إذن؛ مما سبق نستنتج أن، السوق المالية الأردنية ومن خلال بورصة عمان، حققت مجموعة من الإنجازات سواء من حيث التطورات التشريعية، التقنية، وكذلك التعاملات الخارجية بالشكل الذي يؤدي بالنهوض بالاقتصاد الأردني في ظل الاضطرابات السياسية والإقليمية المحيطة.

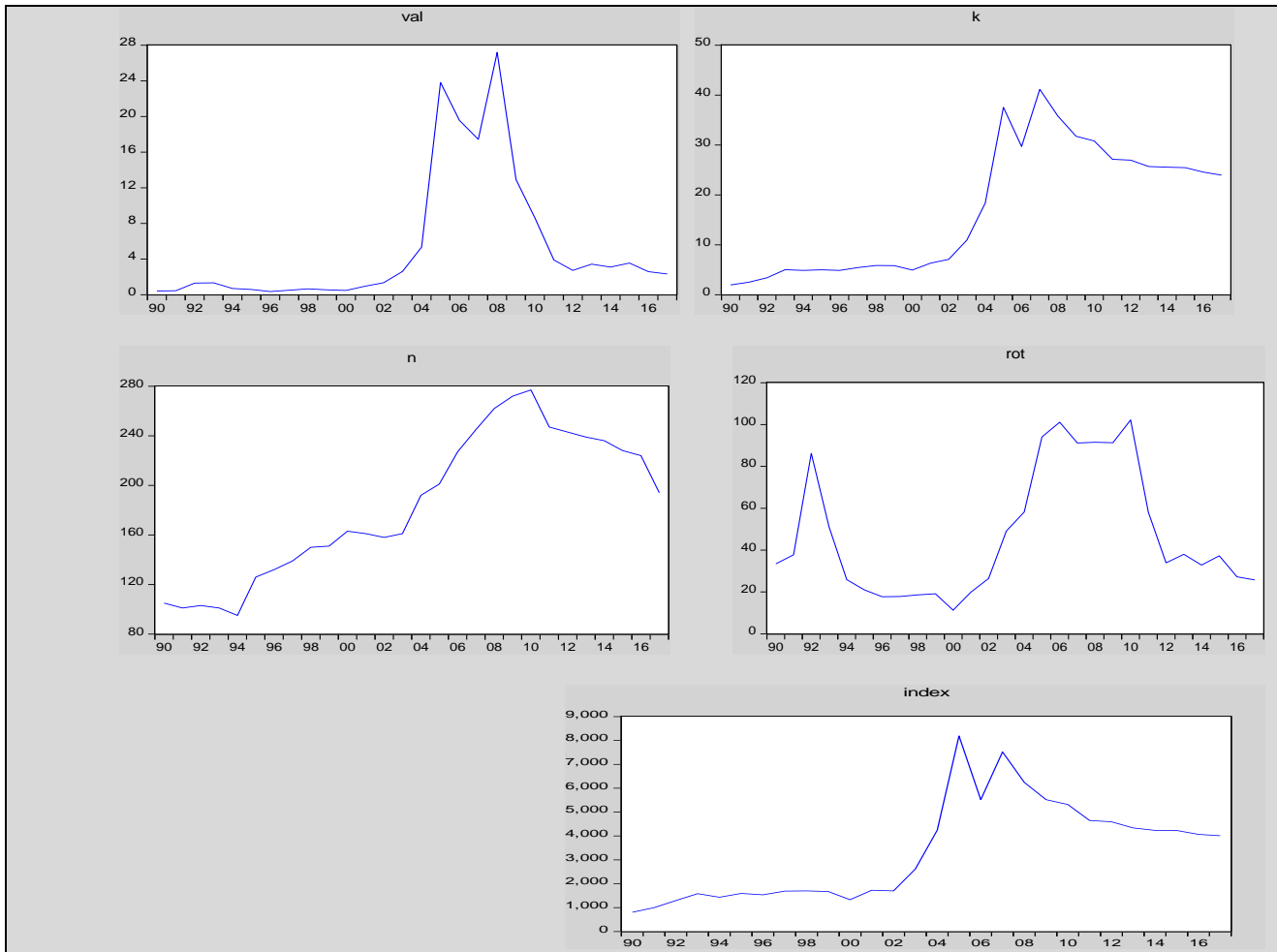
### **المبحث الثاني: تحليل تطور مؤشرات الأداء وبعض المؤشرات الاقتصادية الكلية في الأردن للفترة (1990-2017)**

سوق عمان المالي وكغيره من الأسواق الأخرى، يتأثر هو الآخر بمجموعة من العوامل والمتغيرات الاقتصادية والتي لها تأثيراتها المباشرة وغير المباشرة في حركة مؤشرات أدائه، وبعد التطرق للتأصيل النظري لطبيعة العلاقة الموجودة بين بعض هذه المتغيرات ومؤشرات الأداء بصفة عامة -في الجانب النظري للدراسة-. جاء هذا المبحث للتعلم أكثر في دراسة وتحليل تطور مؤشرات الأداء وبعض المؤشرات الاقتصادية الكلية في الأردن خلال الفترة (1990-2017).

#### **المطلب الأول: تحليل تطور مؤشرات الأداء لسوق عمان المالي للفترة (1990-2017)**

تحليل أداء سوق عمان المالي يكون من خلال تحليل تطور حركة مؤشرات أدائه وهي؛ (القيمة السوقية، حجم التداول، معدل دوران الأسهم، عدد الشركات المدرجة، المؤشر العام لأسعار الأسهم). والشكل التالي يوضح قراءة وتحليل لتطور حركة مؤشرات الأداء في سوق عمان المالي للفترة (1990-2017).

الشكل رقم (09): قراءة وتحليل لتطور حركة مؤشرات الأداء في سوق عمان المالي للفترة (1990-2017).



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews10 وبيانات الملحق رقم (1).

### الفرع الأول: مؤشر القيمة السوقية (معدل رسمة السوق) (k)

يشير هذا المؤشر إلى إجمالي قيمة الأوراق المدرجة في السوق، كما يعتبر من أهم المؤشرات المعتمدة في قياس حجم السوق المالي. ومن الشكل أعلاه يمكن ملاحظة أن مؤشر القيمة السوقية في سوق عمان المالي قد شهد ارتفاعا متواصلا من سنة 1990 إلى غاية 2007 -باستثناء بعض السنوات-، إذ بلغ ذروته مسجلا ما قيمته 41.15 مليار دولار سنة 2007 بعدما كانت 1.96 مليار دولار سنة 1990، ويعود ذلك إلى عدة عوامل أبرزها؛ التزام الحكومة الأردنية بتنفيذ برامج التصحيح الاقتصادي، حرب الخليج والتي من تداعياتها عودة العاملين الأردنيين من دول الخليج العربي إلى المملكة مما أدى إلى ارتفاع قيمة الاستثمارات في البورصة وارتفاع حجم السيولة، التوسع في المجالات الاستثمارية وتنفيذ برامج الخصخصة.....، وكباقي الأسواق المالية تأثرت سوق عمان بالأزمة المالية التي سببت انخفاضا في أسعار الأسهم، وهذا ما انعكس سلبا على القيمة

السوقية، حيث يظهر جليا من خلال الشكل أعلاه الانهيار الواضح الذي شهدته القيمة السوقية بسوق عمان للأوراق المالية، إذ سجلت انخفاضا قدر ب 35.78 مليار دولار سنة 2008 بعدما كانت 41.15 مليار دولار سنة 2007، لتواصل بعد ذلك القيمة السوقية انخفاضا حتى سنة 2017 لتبلغ أدنى قيمة لها تقدر ب 23.96 مليار دولار، ومرد ذلك هو تراجع أداء البورصة بسبب تراجع أداء بعض الشركات وانسحابها منها بسبب تدهور الأوضاع السياسية والأمنية لدول الجوار.

### الفرع الثاني: مؤشر حجم التداول (Val)

إذ يعكس هذا المؤشر القيمة الإجمالية للأوراق المتداولة خلال فترة زمنية معينة عادة ما تكون -سنة-، بالإضافة إلى ذلك فهو يعبر عن سيولة السوق المالية، كما يعد هذا المؤشر مكملا لمؤشر الرسملة السوقية الذي يعبر عن حجم السوق. ومن الشكل أعلاه يمكن ملاحظة؛ أن هناك زيادة مستمرة في حجم التداول منذ سنة 1990 وإلى غاية سنة 2005 -باستثناء بعض السنوات-، حيث سجل ما قيمته 23.82 مليار دولار العام 2005 بعدما كانت 0.41 مليار دولار سنة 1990، وهذا راجع لتطور أداء البورصة من خلال تطوير الجانب التنظيمي واعتماد نظم تكنولوجيا معلومات متطور مما أدى إلى جذب عدد كبير من المتعاملين الجدد والمستثمرين الأجانب إلى سوق عمان المالي خلال هذه الفترة، وهذا بفضل سياسات التحرر المالي والانفتاح التي اتبعتها السلطات النقدية في الأردن، ليسجل بعد ذلك هذا المؤشر انخفاضا سنتي 2006 و 2007 بقيمة 19.56 و 17.43 مليار دولار على التوالي، ثم ليعود ويسجل ارتفاعا سنة 2008 إذ بلغ ذروته بقيمة 27.19 مليار دولار، ليشهد بعد ذلك تهاوي في قيمه حيث بلغ أدنى قيمة له سنة 2017 ب 2.33 مليار دولار، ويفسر هذا بتراجع أداء البورصة نتيجة تأثرها بالأزمة المالية العالمية 2008، بالإضافة إلى الأوضاع السياسية والأمنية الإقليمية المحيطة بالبورصة.

### الفرع الثالث: مؤشر معدل دوران السهم (rot)

يشير هذا المؤشر -أيضا- إلى درجة سيولة السوق المالية وفعاليتها، كما يعتبر مؤشرا مكملا لحجم التداول. ومن الشكل أعلاه يمكن ملاحظة التذبذب الواضح في مؤشر معدل دوران الأسهم في سوق عمان المالي طوال فترة الدراسة، مما يصعب تحديد اتجاهه بالضبط، غير أنه وبصفة عامة يمكننا أن نستنتج أنه وقبل سنة 2008 يلاحظ في هذا المؤشر ارتفاعا وذلك بسبب الاعتماد في حسابه على قيم حجم التداول والقيمة السوقية اللذين شهدا ارتفاعا متواصلا خلال هذه الفترة -كما سبق ذكره-، فمن خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن؛ معدل دوران الأسهم قد ارتفع من 33.44% سنة 1990 ليصل إلى 101.13% سنة 2006، وهذا نتيجة



التطور الذي بلغته بورصة عمان للأوراق المالية، بحيث أصبحت مناخا أكثر ملائمة لجذب الاستثمار، ما يعكس تزايد نشاطها، خاصة وأن معدل دوران الأسهم يكشف عن تزايد حجم المعاملات في السوق الثانوي (تزايد عمليات البيع والشراء للأسهم) ومن ثم زيادة نشاط وفعالية السوق وبالتالي درجة سيولته، ليسجل بعدها انخفاضا بمعدل 91.54% في سنة 2008، وهذا راجع لأثر الأزمة المالية العالمية على أداء السوق، ليعاود بعدها الارتفاع من جديد إذ بلغ ذروته سنة 2010 بمعدل 102.17% وهو أعلى معدل دوران شهده سوق عمان المالي خلال فترة الدراسة، ليعود ويسجل من جديد تهوي في قيمه ليصل إلى أدنى معدل له في سنة 2017 بنسبة 25.74%.

### الفرع الرابع: مؤشر عدد الشركات المدرجة (n)

يقيس هذا المؤشر مدى اتساع حجم السوق وعمقه، حيث أن زيادة عدد الشركات المدرجة يعطي معنى حول تطور السوق المالي وعمقه والعكس في حالة تراجع هذا العدد -بسبب خروج بعض الشركات من البورصة-. ومن الشكل أعلاه نلاحظ؛ تناقضا في عدد الشركات المدرجة منذ بداية سنة 1990 حتى سنة 1994، حيث وصل عدد الشركات المدرجة إلى 95 شركة سنة 1994 بعد أن كان 105 شركة سنة 1990، وهذا راجع لبداية تشكيل سوق عمان المالي وتسييل قوانين تتحكم في صيرورة وشروط دخول البورصة، وبعد ذلك شهد مؤشر عدد الشركات اتجاها تصاعديا منذ بداية 1995 إلى غاية سنة 2010، أي من 126 شركة عام 1995 إلى 277 شركة عام 2010، وهذا إن دل فهو يدل على اتساع السوق في هذه المرحلة، حيث أصبح مناخا جاذبا للاستثمار ضف إلى ذلك التحفيزات المقدمة من طرف الحكومة الأردنية للاستثمار سواء المحلي أو الأجنبي، وكذا التسهيلات الممنوحة للشركات المدرجة في البورصة، ومنذ بداية العام 2011 وحتى العام 2017 نلاحظ انخفاضا واضحا في عدد الشركات المدرجة من 247 شركة إلى 194 شركة على التوالي، ويعود السبب في ذلك إلى إلغاء إدراج بعض الشركات\* من قبل سلطات السوق المالي.

\* نميز بين مصطلحي عدد الشركات المدرجة (المقيدة) وعدد الشركات المتداولة، إذ أن هذه الأخيرة هي تلك الشركات التي يتم تداول أسهمها فعلا في البورصة، أما الشركات المدرجة فهي تشمل جميع الشركات المسجلة في البورصة وتضم الشركات المتداولة والشركات المغلقة (أي التي لا يتم التداول على أسهمها). الأمر الذي جعل إدارة البورصة تقوم بحذف الشركات نتيجة لعدم تداول أسهمها، ما أدى إلى انخفاض عدد الشركات المدرجة، كما أن الإدارة تقرر أيضا حذف قيد الشركات التي لا تقوم بالإفصاح عن قوائمها المالية، وهو القرار الذي أسهم أيضا في الانخفاض التدريجي لعدد الشركات المدرجة.

الفرع الخامس: المؤشر العام لأسعار الأسهم (Index)

هو عبارة عن مؤشر إحصائي يستخدم لقياس الأداء الكلي للسوق، والذي يتكون من معدل أسعار مجموعة من الأسهم يفترض أن تستخدم كمقياس للحركة العامة للسوق المالي. ومن الشكل أعلاه نلاحظ أن؛ المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي قد شهد ارتفاعا متواصلا طيلة الفترة (1990-2005) - باستثناء بعض السنوات-، إذ بلغ ذروته مسجلا ما قيمته 8191.5 نقطة سنة 2005 بعدما كانت 804.3 نقطة سنة 1990، ويعود ذلك إلى التزام الحكومة الأردنية بتنفيذ برامج التصحيح الاقتصادي، وكذلك حرب الخليج والتي من تداعياتها عودة العاملين الأردنيين من الخليج إلى المملكة، بالإضافة إلى زيادة حجم الإصدارات الجديدة من الأسهم، كذلك التوسع في المجالات الاستثمارية، وتنفيذ برامج الخصخصة، والآثار الإيجابية التي خلفها قانون الأوراق المالية لسنة 2002. وفي سنة 2006 سجل المؤشر العام للبورصة انخفاضا وبمعدل تغير سنوي سالب بلغ -32.63%، ويعود ذلك إلى الحركة التصحيحية التي عرفها سوق الأوراق المالية، ليعود ويرتفع من جديد سنة 2007 حيث بلغ 7519.3 نقطة. وبداية من العام 2008 وإلى غاية العام 2017 سجل المؤشر العام لأسعار الأسهم انخفاضا متواصلا في قيمه، إذ بلغ أدنى قيمة له بـ4009.4 نقطة سنة 2017 بعدما كانت 6243.1 نقطة سنة 2008، وذلك بسبب الأزمة المالية 2008، ثورات الربيع العربي، والاضطرابات التي عانى منها الأردن نتيجة لذلك، مما ولد انعكاسا على الأوضاع السياسية والاقتصادية.

وبشكل عام شهد سوق عمان المالي تطورا وتحسنا ملحوظا في معظم مؤشرات أدائه طيلة فترة الدراسة (1990-2017)، فارتفعت القيمة السوقية ومؤشرات السيولة، وازداد عدد الشركات المدرجة لهذا السوق بشكل ملحوظ وتحديدا خلال الفترة -ما قبل وأثناء سنة 2008-، حيث بلغت القيمة السوقية لسوق عمان المالي ذروتها بـ41.15 مليار دولار سنة 2007، كذلك سجل حجم التداول أعلى قيمة له بـ27.19 مليار دولار سنة 2008، وأيضا معدل الدوران حيث سجل ارتفاعا متواصلا ما قبل سنة 2008، نفس الشيء بالنسبة لعدد الشركات المدرجة -كما في الشكل أعلاه- ما يعكس تحسن الأداء العام للسوق إذ بلغ المؤشر العام للبورصة ذروته مسجلا ما قيمته 8191.5 نقطة سنة 2005، وهذا راجع لتطور الجانب التنظيمي للسوق إلى جانب تطبيق أحدث أنظمة تكنولوجيا الاتصال التي تزيد من كفاءة السوق من خلال تسهيل عمليات التداول، وبعد العام 2008 وإلى غاية العام 2017 بدأت معظم مؤشرات أداء سوق عمان المالي تسجل انخفاضا في قيمها، حيث سجلت كل من القيمة السوقية، حجم التداول، ومعدل الدوران أدنى مستوياتها سنة 2017 بـ

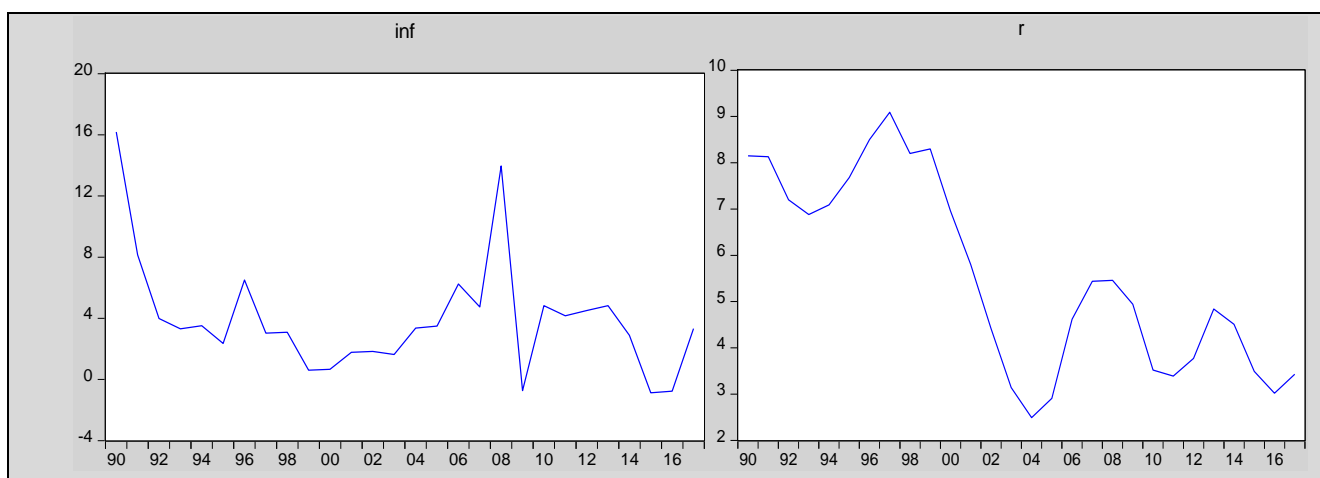
(23.96 مليار دولار، 2.33 مليار دولار، 25.74%) على التوالي، نفس الشيء بالنسبة للشركات المدرجة التي سجلت انخفاضا واضحا خلال هذه الفترة -باستثناء بعض السنوات- إذ بلغ عددها 194 شركة سنة 2017، ما يعكس تراجع الأداء العام للسوق إذ بلغ المؤشر العام للبورصة أدنى قيمة له سنة 2017 بـ 4009.4 نقطة، وذلك نتيجة تأثره بالأزمة المالية العالمية 2008، بالإضافة إلى الأوضاع السياسية والأمنية الإقليمية المحيطة. إلا أن الملاحظ أن هناك تأثير كبير لحجم التداول على قيمة المؤشر العام للسوق وبالتالي الأداء العام حيث أن أي تغير في قيمة حجم التداول ينعكس في تغير قيمة المؤشر العام للبورصة وفي نفس الاتجاه - كما في الشكل أعلاه -.

إذن؛ مما سبق نستنتج أن، سوق عمان للأوراق المالية يعد من أهم الأسواق العربية الناشئة، وعلى الرغم من تأثره ببعض العوامل الخارجية المحيطة؛ كحرب الخليج، الأزمة المالية العالمية 2008، وتداعيات ثورات الربيع العربي، إلا أنه عرف تطورا وتحسنا ملحوظا من حيث مؤشرات أدائه طيلة فترة الدراسة (1990-2017).

#### المطلب الثاني: تحليل تطور بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية في الأردن للفترة (1990-2017)

نخصص هذا المطلب للتطرق بالدراسة والتحليل لأهم المؤشرات الاقتصادية الكلية (التضخم، معدلات الفائدة) في الدولة -دراسة حالة-، وذلك من خلال رصد تطور هذه المؤشرات للفترة الممتدة من 1990 إلى غاية 2017، كما في الشكل الآتي:

الشكل رقم (10): قراءة وتحليل لتطور بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية في الأردن للفترة (1990-2017).



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews10 وبيانات الملحق رقم (2).

### الفرع الأول: مؤشر التضخم (inf)

يعد -التضخم- من أهم المؤشرات الاقتصادية الكلية، التي يسترشد بها المستثمرون عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية. ومن الشكل أعلاه يمكن ملاحظة التذبذب الواضح الذي شهده معدل التضخم في الأردن طوال فترة الدراسة، ما يعكس هشاشة الاقتصاد الأردني وتعرضه للصدمات والأزمات المالية المختلفة، كونه اقتصاد يعتمد على قطاع الخدمات المالية والسياحية، كذلك المساعدات العربية وحوالات العاملين بالخارج، إضافة لافتقاره للموارد الطاقوية، الطبيعية، والمواد الأولية، إذ سجل معدل التضخم أعلى ارتفاع له في سنة 1990 بنسبة 16.19% ويعود ذلك إلى تداعيات حرب الخليج وأثرها الواضح على الاقتصاد الأردني، ليعاود بعدها الاتجاه نحو الانخفاض متأرجحا ما بين 8.15% و 4.74% بين العام 1991 والعام 2007 على التوالي، وهي معدلات مقبولة تعكس مدى التزام الحكومة الأردنية بتنفيذ برامج للتصحيح الاقتصادي، ليعود ويسجل من جديد معدل التضخم قفزة قياسية إذ ارتفع معدله إلى 13.97% سنة 2008، والسبب في ذلك هو تأثر اقتصاد المملكة بالأزمة المالية العالمية، وبعد العام 2008 سجلت معدلات التضخم نوعا من الاستقرار النسبي وهذا بسبب انخفاض أسعار النفط في الأسواق العالمية. إلا أن الملاحظ هو تسجيل التضخم لمعدلات سالبة (-0.73%، -0.87%، -0.77%) في سنوات 2009، 2015، 2016 على التوالي.

### الفرع الثاني: مؤشر معدلات الفائدة (r)

يعتبر سعر الفائدة من مؤشرات السياسة النقدية -المطبقة- من طرف البنك المركزي للتحكم في حجم المعروض النقدي، كما أن له دور كبير في زيادة الادخار وبالتالي الاستثمار. ومن الشكل أعلاه نلاحظ أن؛ الفترة ما قبل سنة 2000 تميزت بمعدلات فائدة مرتفعة، إذ بلغت ذروتها سنة 1997 بمعدل 9.09% وهي معدلات مرتفعة نسبيا لا تحفز على الاستثمار، ومع بداية سنة 2000 وفي إطار برامجها التنموية وتشجيعا للاستثمار المحلي والأجنبي، فقد سعت الحكومة الأردنية إلى تبني جملة من الإصلاحات الاقتصادية الرامية لجذب الاستثمار، فقد أصدرت قانون تشجيع الاستثمارات وقانون ضريبة الدخل، ونظام الاستثمارات غير الأردنية\*، بدأ التخفيض التدريجي لمعدلات الفائدة -كإجراء تحفيزي- لتمويل المشاريع

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

الاقتصادية المختلفة وبتكلفة ملائمة مما يحفز النمو الاقتصادي، وبذلك فقد بدأت أسعار الفائدة في الانخفاض بداية من العام 2000 مسجلة 6.96% لتواصل بعدها الانخفاض حتى سنة 2004، أين بلغ سعر الفائدة أدنى معدل له 2.49% وهو أدنى معدل فائدة شهده الاقتصاد الأردني في هذه الفترة، ليعاود بعدها الارتفاع خلال الفترة (2005-2008) ليتجاوز في بعض الأحيان عتبة 5%، ثم سجلت معدلات الفائدة انخفاضا طفيفا لتبقى تتأرجح حول المعدل 3% و4% طيلة الفترة الموالية.

وبشكل عام نجد أن الفترة -ما قبل سنة 2000- شهدت ارتفاعا في معدلات الفائدة إذ بلغت ذروتها سنة 1997 بمعدل 9.09%، وبالمقابل سجل التضخم انخفاضا متواصلا في معدلاته إذ بلغ 0.6% سنة 1999 بعد أن كان 16.19% سنة 1990، ومع بداية العام 2000 وإلى غاية العام 2008 سجلت معدلات الفائدة انخفاضا في معدلاتها -كإجراء تحفيزي- من الحكومة الأردنية باستثناء بعض التذبذبات في السنوات (2005-2008)، وفي المقابل سجل التضخم ارتفاعا تدريجيا في معدلاته حيث بلغ 13.97% سنة 2008، وبعد العام 2008 وحتى العام 2017 شهد التضخم نوعا من الاستقرار النسبي في معدلاته، بسبب انخفاض أسعار النفط في الأسواق العالمية، ما انعكس على معدلات الفائدة والتي سجلت انخفاضا طفيفا في مستوياتها.

**المبحث الثالث: دراسة قياسية لأثر التضخم ومعدلات الفائدة على أداء سوق عمان للأوراق المالية للفترة (1990-2017)**

يلخص هذا المبحث جل الدراسة النظرية السابقة، من خلال إجراء دراسة قياسية لأثر التضخم ومعدلات الفائدة على أداء سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة ما بين (1990-2017)، ولتحقيق هذا الهدف تم الاعتماد على منهجية نموذج الانحدار الذاتي ذو الإبطاء الموزع (ARDL) لإجراء أفضل صيغة للنمذجة القياسية في تقدير العلاقة بينهما، حيث يعتبر هذا الأخير من أهم الأساليب الإحصائية التي يعتمد عليها الاقتصاد القياسي للكشف عن العلاقات بين المتغيرات وتفسيرها وتحديد اتجاهها.

### المطلب الأول: منهجية الدراسة وطرق الاقتصاد القياسي

في هذا الإطار سيتم عرض أهم المتطلبات النظرية للنمذجة القياسية بواسطة منهجية نموذج الانحدار الذاتي ذو الإبطاء الموزع (ARDL)، كون أن الدراسة القياسية تعتمد على هذه المنهجية الحديثة، وذلك على النحو التالي:

### الفرع الأول: مفهوم سكون السلسلة الزمنية واختبارات جذر الوحدة

نخصص هذا الفرع لتقديم نظرة شاملة حول اختبارات الجذر الوحدوي، ولكن قبل ذلك ينبغي تقديم مفهوم عام حول سكون السلسلة الزمنية.

**أولاً: مفهوم سكون السلسلة الزمنية<sup>1</sup>:** يقصد بسكون السلسلة الزمنية؛ أن البيانات متذبذبة حول وسط حسابي ثابت وبشكل مستقل عن الزمن، وكذلك التباين يكون ثابتاً عبر الزمن، ويتحقق سكون السلسلة الزمنية عندما تكون الظاهرة خالية من الاتجاه العام. إن إدخال السلاسل الزمنية في نموذج الانحدار غالباً ما يفضي إلى نتائج مضللة مثل؛ ارتفاع قيمة معامل التحديد ( $R^2$ ) حتى في ظل عدم وجود علاقة حقيقية بين المتغيرات وهذا ما يسمى؛ بالانحدار الزائف، وبسبب ذلك لا بد من التأكد من سكون هذه السلاسل الزمنية لكل متغير على حدى من خلال توظيف اختبارات جذر الوحدة - إذ تعد الخطوة الأولى في تحليل البيانات-.

**ثانياً: اختبارات جذر الوحدة (الاستقرار أو السكون):** تستخدم اختبارات جذر الوحدة للتحقق من استقرارية السلاسل الزمنية فوجود جذر الوحدة يعني عدم سكون بيانات السلسلة، كما يعني وجوده في أي من السلاسل الزمنية على اختلافها أن متوسط المتغير وتباينه غير مستقلين عن الزمن، فافتراض سكون السلاسل الزمنية يؤدي إلى ظهور مشكلة الانحدار الزائف<sup>2</sup>. ومن أشهر اختبارات الاستقرار أو السكون وأكثرها استخداماً هما؛ اختبار (ديكي- فولر) الموسع (ADF) واختبار فيليبس وبارون (PP)<sup>\*</sup>، حيث يختبر فرض العدم بوجود جذر الوحدة -السلسلة الزمنية غير ساكنة ضد الفرض البديل أن السلسلة الزمنية ساكنة-. إذا تم رفض فرض العدم فإن السلسلة الزمنية ساكنة (أي عدم وجود جذر الوحدة)، إذا كانت القيمة المطلقة المحسوبة لإحصاء  $\tau(t)$  تزيد عن القيمة الحرجة (الجدولية) لـ ADF فإننا نرفض فرض العدم وفي مثل هذه الحالة، تكون السلسلة الزمنية ساكنة. وعلى العكس إذا حسبنا  $\tau(t)$  وكانت لا تزيد عن القيمة الحرجة لـ  $\tau(t)$  فإننا لا نرفض فرض

<sup>1</sup> أحمد حسين بتال، سراب عبد الكريم مطر، مرجع سابق، ص 14.

<sup>2</sup> كريم سالم حسين، حيدر طالب موسى، محددات النمو الاقتصادي في العراق: دراسة قياسية للمدة (1970-2016)، بحث مستل من أطروحة دكتوراه، ص 5.

\* اختبار ADF: من أفضل الاختبارات المستخدمة لاختبار السكون في السلسلة الزمنية، يأخذ ثلاث صيغ هي؛ ( بدون حد ثابت واتجاه عام، بوجود حد ثابت، بوجود حد ثابت واتجاه عام).

\*\* للمزيد من الاطلاع أنظر إلى: أحمد حسين بتال، سراب عبد الكريم مطر، مرجع سابق، ص 15، 16.

العدم، وفي مثل هذه الحالة تكون السلسلة الزمنية غير ساكنة، ويجب التأكد من أن الباحث تأكد من أن يستخدم القيمة الحرجة ل(t) المناسبة<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني: اختبار التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ

نخصص هذا الفرع لتقديم عرض موجز حول؛ اختبار التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ.

**أولاً: اختبار التكامل المشترك:** يعرف التكامل المشترك بأنه؛ عبارة عن التزامن بين سلسلتين زمنيتين  $(X_t, Y_t)$  بحيث أن التقلبات في أي من السلسلتين تتسبب في إلغاء التقلبات في الأخرى بطريقة تجعل النسبة بين قيمتهما ثابتة، أي أن بيانات السلاسل تكون غير ساكنة إذا ما أخذت على حدى وتكون ساكنة كمجموعة، فهذه العلاقات طويلة الأجل تكون مفيدة بالتنبؤ بقيم المتغير التابع بدلالة مجموعة من المتغيرات المستقلة، أي أن هناك علاقة بين مختلف المتغيرات على المدى الطويل حتى لو ابتعدت هذه المتغيرات عن قيمها في المدى القصير. ويتطلب حدوث التكامل المشترك أن تكون السلسلتين متكاملتين من نفس الرتبة (أي أن تكون البواقي الناجمة من تقدير العلاقة بينهما من الرتبة صفر)، لذا فإن الهدف من اختبار جذر الوحدة هو لتحديد رتبة التكامل لمتغيرات الدراسة من أجل التأكد من وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات التي لا يمكن توضيحها، إلا إذا كانت هنالك علاقة تكامل مشترك تربط بينهما، وحتى إذا كانتا السلسلتان من نفس الرتبة فليس هنالك ما يضمن اتصافهما بالتكامل المشترك<sup>2</sup>.

وطالما أن السلاسل أو المتغيرات متكاملة من نفس الدرجة أو الرتبة الأولى، يمكن تطبيق منهجية التكامل المشترك، التي طورها؛ "جوهانسون (1988 و 1991) وجوهانسون وجوسليس (1990)"<sup>\*</sup>، وتعتمد طريقتهما على إجراء تقدير الإمكان الأعظم، حيث يتوقف على اختبارين هما؛ معامل التحول الخطي الأعظم واختبار الأثر، واللذان يستخدمان لتحديد عدد موجبات التكامل المشترك، ويؤديان إلى رفض فرض العدم  $r=0$  (حيث  $r$ : عدد موجبات التكامل المشترك) ضد اختبار الفرض البديل  $r>0$  (واحد أو أكثر موجبات التكامل المشترك)<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> أحمد عبد الله إبراهيم، محمد شريف بشير الشريف، مرجع سابق، ص 75.

<sup>2</sup> كريم سالم حسين، حيدر طالب موسى، مرجع سابق، ص 7.

<sup>3</sup> للمزيد من الإطلاع أنظر إلى: نفس المرجع السابق، ص 8.

<sup>3</sup> أحمد عبد الله إبراهيم، محمد شريف بشير الشريف، مرجع سابق، ص 76.



ثانياً: نموذج تصحيح الخطأ (ECM) <sup>1</sup> Error Correct In Model: ويتم تقدير نموذج (ECM) عند كون المتغيرين  $(X_t, Y_t)$  متكاملين تكاملاً مشتركاً لغرض بيان العلاقة بينهما في الأجل القصير وبعد ذلك نقوم بإدخال البواقي المقدر في الانحدار طويل الأجل كمتغير مستقل متباطئ لفترة واحدة في نموذج العلاقة قصيرة الأجل بجانب فروق المتغيرات الأخرى غير المستقرة، كما في المعادلة أدناه:

$$\Delta Y_t = \alpha_1 \Delta X_t + \alpha_2 e_{t-1} + e_t$$

$\Delta$  : الفرق الأول،  $e_t$  : حد الخطأ سالب الإشارة الجبرية ومعنوي إحصائياً.

$e_{t-1}$  : حد تصحيح الخطأ (نسبة اختلال التوازن في الفترة السابقة).

فنموذج (ECM) يستخدم لتوضيح اقتراب السلسلة الزمنية من حالة التوازن في الأجل الطويل والتغيرات التي تطرأ عليها في الأجل القصير، أي أن نموذج تصحيح الخطأ لديه الإمكانية في اختبار وتقدير العلاقة بين متغيرات النموذج في الأجلين القصير والطويل كما يتفادى المشكلات القياسية الناجمة عن الانحدار الزائف.

### الفرع الثالث: نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع <sup>2</sup> (ARDL)

قدم بيساران وآخرون سنة (2001) أسلوباً جديداً يعرف؛ بأسلوب -اختبار الحدود- والذي لا يشترط أن تكون السلاسل الزمنية متكاملة من الدرجة نفسها (كما في التكامل المشترك)، ويستخدم هذا الأسلوب لاختبار وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة في إطار نموذج الانحدار الذاتي ذو الإبطاء الموزع (ARDL)، وهذا الأخير يعد أكثر مرونة ومناسب للاستخدام حتى عندما تكون جميع المتغيرات عند مستوياتها  $I(0)$  أو متكاملة من الدرجة الأولى  $I(1)$  أو خليط من الاثنين. إن هذا النهج يوظف حتى عندما تكون العينات صغيرة، ويعود السبب في تفضيل هذا النموذج إلى مشكلة عدم التأكد التي عادة ما تظهر بشأن خصائص السلاسل الزمنية ودرجة سكونها الأمر الذي يصبح معه استخدام طريقة (ARDL) لاختبار الحدود هو الخيار الأفضل، كما أن طريقة (ARDL) تتمتع بخصائص أفضل في حالة السلاسل الزمنية القصيرة مقارنة بالطرائق الأخرى، والشرط الوحيد لتطبيق هذا الاختبار هو أن لا تكون السلاسل الزمنية متكاملة من الدرجة الثانية  $I(2)$ .

ولتطبيق اختبار التكامل المشترك باستخدام نموذج (ARDL) يستوجب القيام بالخطوات الآتية:

<sup>1</sup> كريم سالم حسين، حيدر طالب موسى، مرجع سابق، ص 9.

<sup>2</sup> أحمد حسين بقال، سراب عبد الكريم مطر، مرجع سابق، ص 17، 18.



**الخطوة الأولى:** تتمثل في اختيار فترة الإبطاء المثلى للفروق الأولى لقيم المتغيرات في نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد، وذلك باستعمال اختبارات مختلفة لتحديد هذه الفترة، هي؛ اختبار أكاي (AIC)، اختبار هانان-كيونن (HQ)، واختبار شوارتز (SC).

**الخطوة الثانية:** تتمثل في تقدير نموذج متجه لتصحيح الخطأ بواسطة طريقة أل (OLS).

**الخطوة الثالثة:** تتمثل في اختبار المعنوية الإجمالية لمعاملات المتغيرات المبطأة بواسطة اختبار (F).

**الخطوة الرابعة:** يتم مقارنة قيمة (F) المحسوبة بقيمة (F) الجدولية والمحسوبة، وهناك قيمتين جدوليتين لإحصاء (F) لأنه يمتلك توزيع غير قياسي، قيمة الحد الأدنى وتفترض أن كل المتغيرات مستقرة في قيمتها الأصلية وقيمة الحد الأعلى، وتفترض أن المتغيرات مستقرة في الفروق الأولى لقيمها، ويكون الاستنتاج وفق الحالات الآتية:

\*إذا كانت قيمة (F) المحسوبة أكبر من قيمة الحد الأعلى لقيمة (F) الجدولية، فسوف يتم رفض الفرضية الصفرية مما يعني ذلك "وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات".

\* إذا كانت قيمة (F) المحسوبة أقل من قيمة الحد الأدنى لقيمة (F) الجدولية، فيتم قبول الفرضية الصفرية "بعدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات".

\*أما إذا كانت قيمة (F) المحسوبة تقع بين قيم الحدين الأدنى والأعلى لقيم (F) الجدولية، فإن النتيجة "عدم إمكانية تحديد عما إذا كان هناك تكامل مشترك بين المتغيرات من عدمه".

#### المطلب الثاني: توصيف النموذج القياسي وبيانات الدراسة

نخصص هذا المطلب أولاً لتحديد متغيرات الدراسة؛ المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، ثم مصادر البيانات لهذه المتغيرات.

#### الفرع الأول: تحديد متغيرات الدراسة

تم الاعتماد في النموذج المقترح على المتغيرات التالية؛ لتفسير أثر التضخم ومعدلات الفائدة على أداء سوق عمان للأوراق المالية وذلك في الفترة (1990-2017).

أولاً: المتغير التابع (المتغير الداخلي): ويمثل قيمة المؤشر العام لأسعار الأسهم معبرا عنه بالنقطة، ورمزنا له بالرمز (Index). وهو عبارة عن مؤشر إحصائي يستخدم لقياس الأداء الكلي للسوق.

ثانياً: المتغيرات المستقلة (المتغيرات الخارجية): ويدخل في النموذج ثلاث متغيرات مستقلة، متغير من داخل السوق، ومتغيرين من خارج السوق، وهي كالاتي:

1- مؤشر حجم التداول: يعكس هذا المؤشر القيمة الإجمالية للأوراق المالية المتداولة في السوق خلال فترة زمنية معينة عادة ما تكون سنة-، إذ يعبر هذا الأخير عن حجم التداول داخل السوق، له علاقة مباشرة بالسيولة وبالمؤشر العام للبورصة وبالتالي الأداء العام للسوق ( ونتوقع علاقة طردية بين هذا المؤشر والمتغير التابع). ورمزنا له بالرمز (Val) معبرا عنه بالمليار دولار.

2- التضخم: يعتبر التضخم من أهم مؤشرات السياسة النقدية، ورمزنا له بالرمز (inf) معبرا عنه بنسبة مئوية، والذي يرى فيه -أرفنج فيشر- وجود علاقة طردية بين التضخم وعوائد الأسهم، ما يعني استخدام الأسهم كوسيلة تحوط كاملة اتجاه التضخم، بينما يرى فيه الاقتصادي -فاما- العكس أي وجود علاقة عكسية بين التضخم وعوائد الأسهم، وبالتالي لا يمكن استخدام الأسهم كوسيلة تحوط كاملة اتجاه التضخم.

3- معدلات الفائدة: اعتمدنا في دراستنا على معدلات الفائدة على الودائع باعتبارها البديل الأفضل والأقرب للاستثمار في البورصة في حالة ارتفاع أسعارها في البنوك، فسر الفائدة المرتفع يؤدي إلى تحول رؤوس الأموال نحو البنوك طمعا في العائد الأكبر، مما يؤدي إلى تراجع حجم التداول في البورصة وبالتالي تراجع قيمة المؤشر العام ومن ثم الأداء العام للسوق (علاقة عكسية بين المتغير التابع والمتغير المستقل). ورمزنا لها بالرمز (r) معبرا عنها بنسبة مئوية.

#### الفرع الثاني: مصادر بيانات الدراسة

تمثل بيانات السلاسل الزمنية، مشاهدات سنوية لكل متغير، حيث بدأت فترة الدراسة من العام 1990 ( سنة اندلاع أزمة الخليج "صيف 1990"، والتي من تداعياتها عودة العاملين الأردنيين من دول الخليج العربي إلى المملكة مما أدى إلى ارتفاع قيمة الاستثمارات في البورصة وارتفاع حجم السيولة )، أما نهاية الفترة بالعام 2017 ( وذلك لتوفر البيانات )، أما عن مصادر هذه البيانات أو الإحصائيات فتم الحصول عليها من؛ بيانات وإحصائيات البنك الدولي، البنك المركزي الأردني، الموقع الرسمي لبورصة عمان للأوراق المالية، والتقارير السنوية لبورصة عمان.

### المطلب الثالث: تقدير النموذج وتحليل النتائج

بعد أن تم ضبط وتوصيف متغيرات الدراسة، في الآتي سنقوم بتقدير وتحليل نموذج أثر التضخم ومعدلات الفائدة على أداء سوق عمان للأوراق المالية للفترة (1990-2017) وفق منهجية (ARDL).

#### الفرع الأول: اختبارات الإستقرارية

نخصص هذا الفرع للتطرق إلى اختبارات الإستقرارية، والمتمثلة في الآتي:

#### أولاً: اختبار استقرار السلاسل الزمنية

يوظف اختبار السكون لتحديد درجة سكون السلاسل الزمنية الاقتصادية، وهذا يساهم في تحديد أي الطرق القياسية الملائمة التي يمكن أن توظف لاختبار العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية<sup>1</sup>، والآتي نتائج اختبار السكون لمتغيرات الدراسة حسب أسلوب ديكي-فولر الموسع (ADF) وبالاستعانة ببرنامج (Eviews 10)، كما في الجدول (05).

نجد من الجدول رقم (05)؛ أن سلسلة المؤشر العام للبورصة (Index) غير مستقرة عند المستوى الأول  $I(0)$  (أي وجود جذر الوحدة) حسب اختبار ADF، لأن القيم الاحتمالية أكبر من 0.1 وفي كل الحالات (حد ثابت، حد ثابت واتجاه عام، بدون حد ثابت واتجاه عام)، وتصبح سلسلة (Index) مستقرة عند أخذ الفرق الأول لها، مما يعني رفض فرضية عدم وقبول الفرضية البديلة (سكون السلاسل الزمنية) ، بينما تظهر السلسلة الزمنية للتضخم (inf) وحسب اختبار ADF مستقرة عند المستوى الأصلي من البيانات  $I(0)$  وعند أخذ الفرق الأول  $I(1)$  (أي عدم وجود جذر الوحدة)، حيث تتضمن الفروق والقيم الاحتمالية أقل من 0.01 لمعظم معادلات اختبار جذر الوحدة (ADF) - كما يظهر في الجدول (05)-، أما بالنسبة لباقي السلاسل معدلات الفائدة وحجم التداول (R, VAL) فجميعها كانت غير ساكنة عند المستوى  $I(0)$  ، بسبب كون القيم الاحتمالية أكبر من 0.1 في معظم معادلات اختبار ADF وفي كل الصيغ، وتصبح مستقرة عند أخذ الفروق الأولى لها، مما يعني تكاملها من الدرجة الأولى  $I(1)$  لأن القيم الاحتمالية أقل من 0.1 في جميع الحالات. وبما أن السلاسل تحتوي على مزيج من  $I(0)$  و  $I(1)$  فالطريقة الملائمة لدراسة العلاقات التوازنية طويلة الأجل هي مقارنة ARDL.

<sup>1</sup>أحمد حسين بتال، سراب عبد الكريم مطر، مرجع سابق، ص20.

الجدول رقم (05): اختبارات جذر الوحدة للاستقرارية

UNIT ROOT TEST RESULTS TABLE (ADF)					
Null Hypothesis: the variable has a unit root					
<u>At Level</u>					
		INDEX	INF	R	VAL
With Constant	t-Statistic	-1.6730	-5.4529	-2.1449	-1.8551
	<b>Prob.</b>	<b>0.4330</b>	<b>0.0001</b>	<b>0.2299</b>	<b>0.3473</b>
		n0	***	n0	n0
With Constant & Trend	t-Statistic	-1.7771	-5.2023	-3.3460	-1.7456
	<b>Prob.</b>	<b>0.6876</b>	<b>0.0014</b>	<b>0.0811</b>	<b>0.7025</b>
		n0	***	*	n0
Without Constant & Trend	t-Statistic	-0.3902	-2.5501	-1.2168	-1.4573
	<b>Prob.</b>	<b>0.5339</b>	<b>0.0130</b>	<b>0.1991</b>	<b>0.1325</b>
		n0	**	n0	n0
<u>At First Difference</u>					
		d(INDEX)	d(INF)	d(R)	d(VAL)
With Constant	t-Statistic	-6.6243	-8.5364	-2.8330	-5.5520
	<b>Prob.</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0675</b>	<b>0.0001</b>
		***	***	*	***
With Constant & Trend	t-Statistic	-6.6126	-8.4870	-3.8102	-5.5083
	<b>Prob.</b>	<b>0.0001</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0338</b>	<b>0.0007</b>
		***	***	**	***
Without Constant & Trend	t-Statistic	-6.6590	-8.6328	-2.8220	-5.6652
	<b>Prob.</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0066</b>	<b>0.0000</b>
		***	***	***	***

**Notes:**  
a: (\*)Significant at the 10%; (\*\*)Significant at the 5%; (\*\*\*) Significant at the 1% and (no) Not Significant  
b: Lag Length based on SIC  
c: Probability based on MacKinnon (1996) one-sided p-values.

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews10.

ثانياً- اختبار الفجوات الملائمة للنموذج<sup>1</sup>: من بين الطرق الأكثر استعمالاً لاختبار الفجوة الملائمة هو استعمال دوال المعلومات، ومن بين هذه الدوال هي دالة AIC و SIC، ووفقاً لهذه الحالة ومن خلال الشكل رقم (11)، فإن النموذج الذي تم اختياره حسب منهجية ARDL هو من الرتبة (4،4،4،4) حسب اختبار فترات الإبطاء المثلى وبالاعتماد على معيار AIC "معيار التخلف الزمني Akaike"، وهذا يعني أن للمتغير التابع (Index) أربع درجات تأخير، ومثلها للمتغيرات المستقلة (التضخم، معدلات الفائدة، وحجم التداول).

ومنه فالنموذج يأخذ الصيغة التالية:

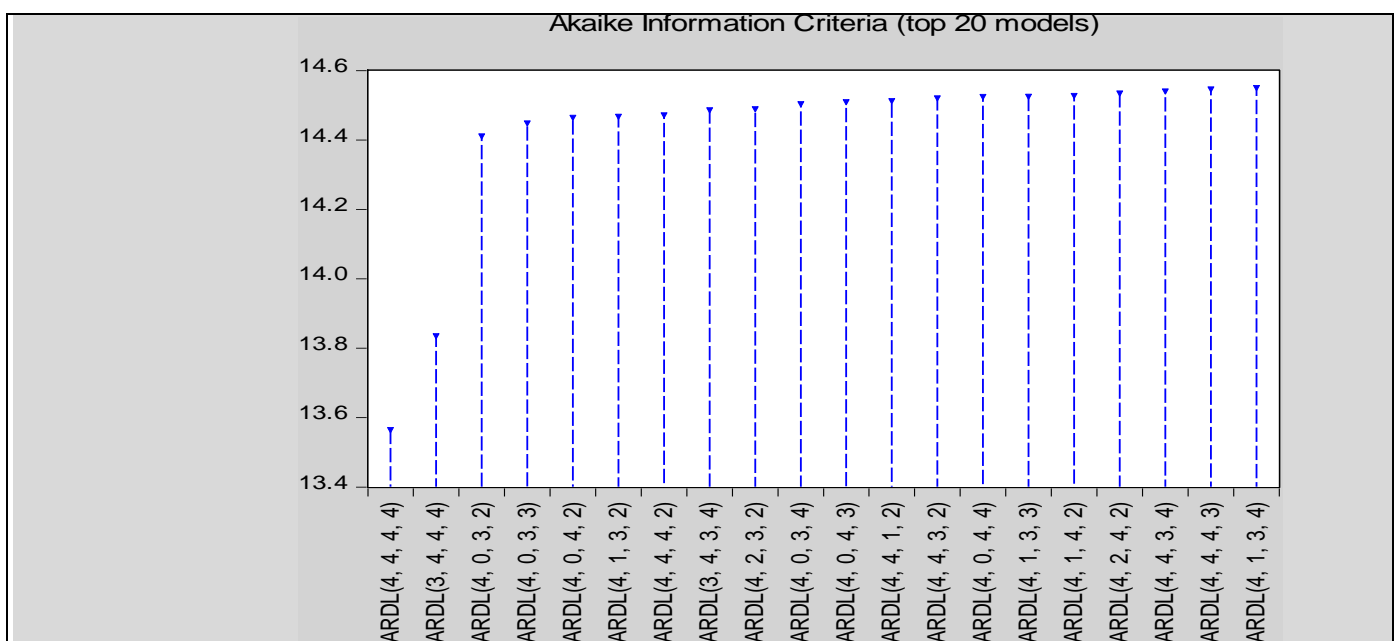
<sup>1</sup>بوعبد الله علي، شريف بوقصبة، أثر تقلبات أسعار النفط على النمو الاقتصادي في الأجل الطويل بالجزائر باستخدام مقاربة (ARDL) للفترة (1983-2016)، مجلة الباحث، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2018، ص ص126، 127، (بتصرف).  
<sup>2</sup>قيم معيار أكايك -Akaike-؛ من بين أفضل (20) توصيف للنموذج كونها تعطي أقل قيمة لهذا المعيار ويتم تحديدها تلقائياً من قبل البرنامج المستخدم، إذ أن القيمة (4) تعني تخلف زمني بأربع مدد والتي يحددها البرنامج لكل متغير من المتغيرات في النموذج.

$$\Delta Index_t = c + \sum_{i=1}^4 \beta_{1i} \Delta Index_{t-1} + \sum_{i=1}^4 \beta_{2i} \Delta inf_{t-1} + \sum_{i=1}^4 \beta_{3i} \Delta r_{t-1} + \sum_{i=1}^4 \beta_{4i} \Delta Val_{t-1} + \alpha_1 Index_{t-1} + \alpha_2 inf_{t-1} + \alpha_3 r_{t-1} + \alpha_4 Val_{t-1} + \varepsilon_t \dots \dots \dots (1).$$

حيث أن:  $\Delta$ : يشير إلى الفروق من الدرجة الأولى،

$c$ : الحد الثابت،  $t$ : اتجاه الزمن،  $\varepsilon_t$ : حد الخطأ العشوائي،  $(\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4)$ : معاملات العلاقة قصيرة الأجل (تصحيح الخطأ)،  $(\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \alpha_4)$ : معاملات العلاقة طويلة الأجل.

الشكل رقم (11): اختبار الفجوات الملائمة في نموذج الدراسة



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews10.

ثالثاً-اختبار التكامل المتزامن ونموذج تصحيح الخطأ وفق منهجية ARDL : بعد تحديد رتبة  $ARDL(4,4,4,4)$  يمكن الآن استخراج معادلة التوازن طويل الأجل والاستجابة قصيرة الأجل بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع. كما يظهر في الجدولين (06,07).

وللتحقق من فرضية العدم (عدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات المدروسة)، نتجه -مثلاً أشرنا سابقاً- نحو إجراء -اختبار الحدود-. كما في الجدول (06)، حيث تشير نتائج الجزء السفلي من الجدول إلى نفي فرضية العدم والتي تنص على عدم وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات المدروسة، لأن القيمة المحسوبة لاختبار (F) والبالغة (6.3885) أكبر من القيمة العليا 4.66 وهذا يشير إلى وجود تكامل مشترك بين المتغيرات المدروسة، أي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة القائلة (بوجود علاقة توازنية طويلة الأجل).

كما تشير معلمات الأجل الطويل حسب نتائج الجزء العلوي من الجدول (06) إلى وجود تأثير معنوي في الاتجاه العكسي بين معدلات الفائدة ومؤشرات الأداء عند مستوى احتمال 10%، إذ أن زيادة معدلات الفائدة بوحدة واحدة يؤدي إلى تراجع الأداء بمقدار يفوق 496% في الأجل الطويل، وهو ما يتفق مع النظرية الاقتصادية على اعتبار أن ارتفاع أسعار الفائدة يجعل من التوظيف البنكي بديلاً أفضل من الاستثمار في البورصة، ما يؤدي إلى تحول الأرصدة للاستثمار البنكي فيقل الطلب على الأسهم وتخفض أسعارها مما يؤثر وبشكل سلبي - على الأداء في الأجل الطويل، نفس الشيء بالنسبة لحجم التداول (علاقة معنوية طردية)، إذ أنه إذا تغير هذا الأخير بوحدة واحدة يتغير الأداء -إيجابياً- بأكثر من 203% في الأجل الطويل، حيث أن لحجم التداول علاقة مباشرة بالسيولة ومن ثم بالمؤشر العام للبورصة (المتغير التابع)، فزيادة حركة التداول (عمليات البيع والشراء للأوراق المالية في السوق) يؤثر بالإيجاب على الأداء العام للسوق المالي، فيما لم يكن هناك تأثير لمعدلات التضخم (فلم تكن معنوية إحصائياً) أي أنها لا تؤثر على مؤشرات أداء سوق عمان للأوراق المالية، وهو ما تؤكد نسبة المعنوية المقدرة بـ 0.1089 وهي أكبر من مستوى المعنوية 10%.

ويدل اختبار (ARDL) على وجود علاقة معنوية في الأجل الطويل، والتعبير عن هذه العلاقة إلى جانب العلاقة قصيرة الأجل، يبينها لنا الجدول رقم (07) "نموذج تصحيح الخطأ"، إذ يتضح من الجدول أن معامل تصحيح الخطأ قيمته سالبة ومعنوية والتي بلغت (-1.7428) وبمستوى معنوية أقل بكثير من 1%، أي وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات المدروسة، أو بالأحرى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات المدروسة في الأجل القصير، كما يتبين لنا من خلال النتائج أن القيمة السالبة والمعنوية لمعامل تصحيح الخطأ تكشف لنا سرعة عودة متغير الأداء نحو قيمته التوازنية في الأجل الطويل في كل فترة زمنية لسنة اختلال التوازن من الفترة (t-1) تقدر ب(-1.74) والذي يعد معامل تعديل (تكيف) عالي نسبياً، بمعنى آخر أنه عندما تنحرف مؤشرات الأداء خلال المدة قصيرة الأجل في الفترة السابقة عن قيمتها التوازنية في الأجل الطويل، فإنه يتم تصحيح ما يعادل (174%) من هذا الاختلال في المدة (t) إلى أن يصل إلى التوازن في المدى الطويل بعد أقل من سنة واحدة.

إذن تشير نتائج الاستجابة قصيرة الأجل، بوجود استجابة قصيرة الأجل تتجه من المتغيرات المستقلة (المفسرة) إلى المتغير التابع. وهذا يتوافق مع الواقع فالكثير من الظواهر لا تستجيب آنياً لمحدداتها بل تكون نتيجة لتراكمات تاريخية، وهو ما جعل معامل التحديد جد كافي لتفسير النموذج بأكثر من 99%.

الجدول رقم (06): اختبار التكامل المتزامن وفق منهجية ARDL

Levels Equation				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INF	-136.1104	66.19050	-2.056343	0.1089
R	-496.6943	33.42934	-14.85803	0.0001
VAL	203.8040	17.79378	11.45366	0.0003
C	5644.897	206.7901	27.29772	0.0000
EC = INDEX - (-136.1104*INF -496.6943*R + 203.8040*VAL + 5644.8968 )				
F-Bounds Test				
Null Hypothesis: No levels relationship				
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptotic: n=1000				
F-statistic	6.388572	10%	2.37	3.2
K	3	5%	2.79	3.67
		2.5%	3.15	4.08
		1%	3.65	4.66
Finite Sample: n=35				
Actual Sample Size	24	10%	2.618	3.532
		5%	3.164	4.194
		1%	4.428	5.816
Finite Sample: n=30				
		10%	2.676	3.586
		5%	3.272	4.306
		1%	4.614	5.966

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews10 .

الجدول رقم (07): نموذج تصحيح الخطأ وفق منهجية ARDL.

ARDL Error Correction Regression				
Dependent Variable: D(INDEX)				
Selected Model: ARDL(4, 4, 4, 4)				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Date: 05/15/19 Time: 19:03				
Sample: 1990 2017				
Included observations: 24				
ECM Regression				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INDEX(-1))	0.589829	0.150165	3.927868	0.0171
D(INDEX(-2))	0.814535	0.119651	6.807571	0.0024
D(INDEX(-3))	0.472006	0.178687	2.641530	0.0575
D(INF)	-74.50136	25.90757	-2.875660	0.0452

D(INF(-1))	18.21228	25.61565	0.710982	0.5164
D(INF(-2))	-87.17363	27.60975	-3.157350	0.0343
D(INF(-3))	64.97497	14.49133	4.483714	0.0110
D(R)	-313.8698	85.94303	-3.652068	0.0217
D(R(-1))	916.5270	164.3151	5.577864	0.0051
D(R(-2))	658.9996	130.8184	5.037514	0.0073
D(R(-3))	436.4831	101.9777	4.280184	0.0128
D(VAL)	213.5524	10.86581	19.65361	0.0000
D(VAL(-1))	-227.6777	29.18522	-7.801131	0.0015
D(VAL(-2))	-195.1114	38.35740	-5.086669	0.0070
D(VAL(-3))	-202.2464	37.51199	-5.391514	0.0057
CointEq(-1)*	-1.742806	0.218046	-7.992854	0.0013
R-squared	0.993752	Mean dependent var	101.0182	
Adjusted R-squared	0.982037	S.D. dependent var	1199.160	
S.E. of regression	160.7176	Akaike info criterion	13.23190	
Sum squared resid	206641.3	Schwarz criterion	14.01727	
Log likelihood	-142.7828	Hannan-Quinn criter.	13.44025	
Durbin-Watson stat	2.141900			

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews10 .

### الفرع الثاني: تشخيص البواقي

نخصص هذا الفرع للتطرق إلى؛ اختبار الارتباط التسلسلي للبواقي واختبار اختلاف التباين، اختبار توزيع البواقي، وأخيرا اختبار استقرارية النموذج.

**أولاً: اختبار الارتباط التسلسلي للبواقي واختبار اختلاف التباين:** تؤثر مشكلة ارتباط البواقي عبر الفجوات الزمنية واختلاف التباين للأخطاء على كفاءة المعلمات، أي يصبح ليس لها تباين أقل من كل المعلمات المقدرة المتاحة مما يؤثر على اختبار الفرضيات الخاصة بهذا النموذج، وأهم الاختبارات للكشف عن هذه المشكلة هي على التوالي (**Breusch-Godfrey** واختبار ثبات التباين **ARCH**)<sup>1</sup>، ويمكن تلخيصه في الجدولين رقم (08 و09). ويظهر من خلال هذان الجدولان أن النموذج خال من مشكلة الارتباط التسلسلي للبواقي وخال أيضا من مشكلة اختلاف التباين، وما يؤكد ذلك قيم الاحتمالية الخاصة باختبار فيشر (0.2457، 0.5507) في الجدولين (08 و09) على التوالي، والتي تتعدى مستوى المعنوية 5% مما يؤدي إلى رفض فرضية العدم (بوجود ارتباط تسلسلي وعدم ثبات التباين)، وبالتالي فإن المعلمات المقدرة تتميز بالكفاءة مما يعطي نتائج موثوقة فيما تعلق باختبار الفرضيات.

<sup>1</sup> أبو عبدالله علي، شريف بوقصبة، مرجع سابق، ص 127.



الجدول رقم (08): اختبار الارتباط التسلسلي للبواقي

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	3.070610	Prob. F(2,2)	0.2457
Obs*R-squared	18.10408	Prob. Chi-Square(2)	0.0001

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews10.

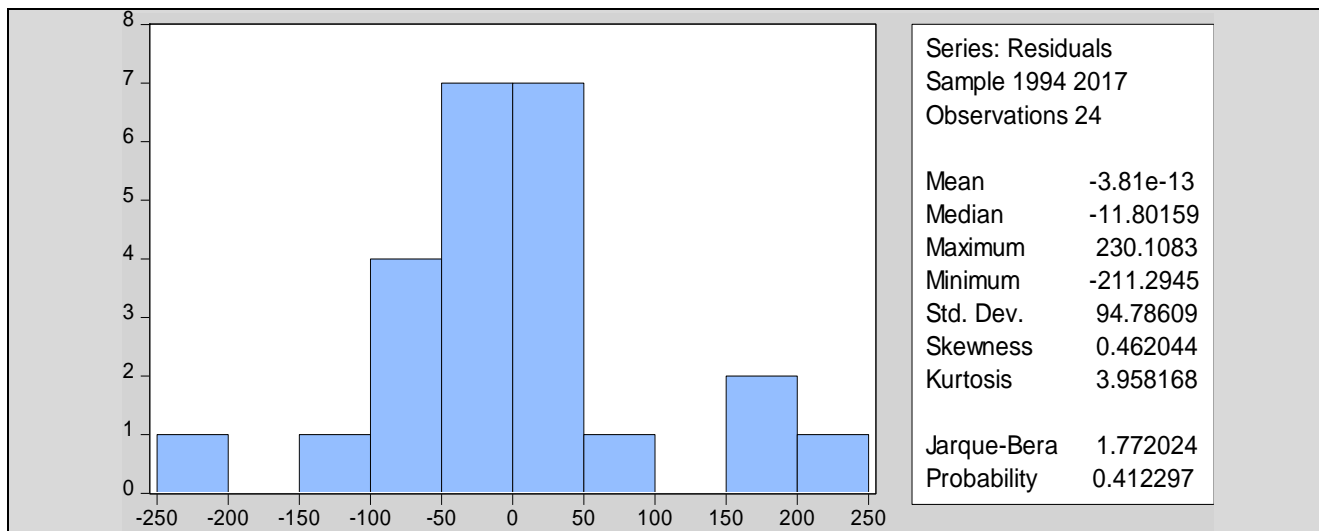
الجدول رقم (09): اختبار اختلاف التباين

Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	0.367753	Prob. F(1,21)	0.5507
Obs*R-squared	0.395845	Prob. Chi-Square(1)	0.5292

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews10.

ثانياً: اختبار توزيع البواقي: من خلال الشكل رقم (12) وباستخدام اختبار (Jarque-Bera) تأكد لنا أن البواقي تتوزع توزيعاً طبيعياً، وما يؤكد ذلك هو احتمالية (Jarque-Bera) والتي تساوي 0.412297 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%.

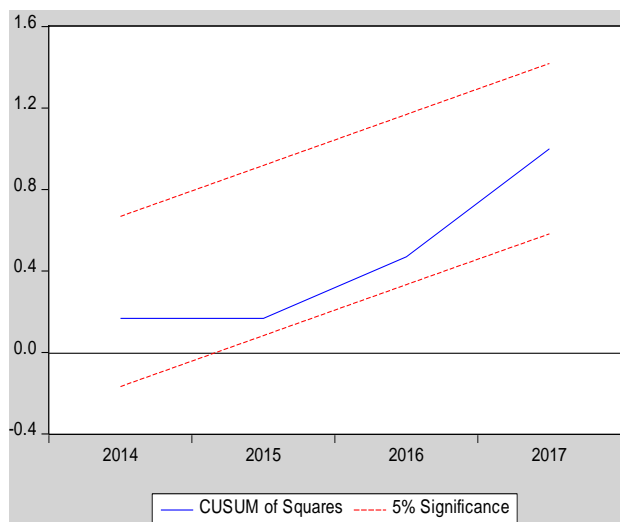
الشكل رقم (12): اختبار توزيع البواقي



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews10.

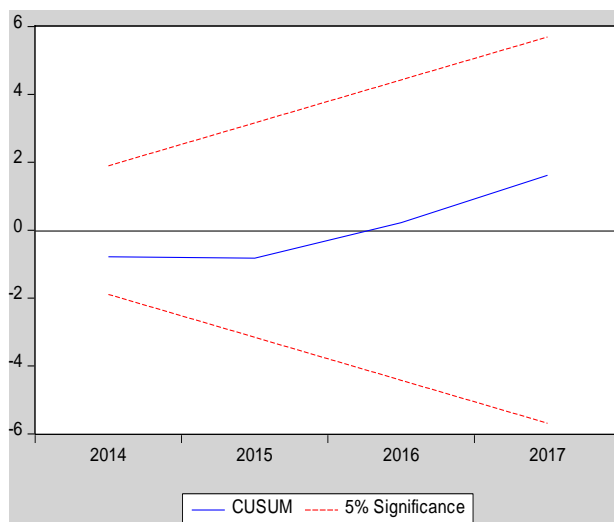
ثالثاً: اختبار استقرارية النموذج (Stability Test): لكي نتأكد من خلو البيانات المستخدمة في هذه الدراسة من وجود أي تغيرات هيكلية فيها لأبد من استخدام أحد الاختبارات المناسبة لذلك أهمها: المجموع التراكمي للبواقي المعاودة (CUSUM) ، وكذا المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعاودة (CUSUM of Squares)، ويعد هذان الاختباران من أهم الاختبارات لتوضيح مدى استقرار المعلمات في الأمدين القصير والطويل<sup>1</sup>، وإذا استخدمنا أي من الاختبارين سوف يعطي رسم بياني يوضح تجميع الأخطاء، فمن خلال الشكلين رقم (13 و 14)؛ نلاحظ أن القيم التجميعية أو المجموع التراكمي للبواقي المعاودة (CUSUM) هو عبارة عن خط وسطي (داخل حدود الثقة) بمعنى أن المقدرات ثابتة عبر الزمن (أي لا تختلف) عند مستوى معنوية 5%، أي لا يوجد لدينا أكثر من معادلة مما يؤكد أن (المتغيرات مستقرة عبر الفترة الزمنية محل الدراسة) ، كما أن المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعاودة (CUSUM of Squares) هو-أيضاً- عبارة عن خط وسطي يقع داخل حدود المنطقة الحرجة (حدود الثقة)، لكن الخطين متوازيين (أي غير متباعدين) كما في الاختبار الأول، وما يمكن استنتاجه من هذين الاختبارين أن هناك استقرار وانسجام في النموذج بين نتائج الأمد الطويل ونتائج الفترة قصيرة المدى.

الشكل (14): اختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعاودة



المصدر: مخرجات برمجية Eviews10.

الشكل (13): اختبار المجموع التراكمي للبواقي المعاودة



المصدر: مخرجات برمجية Eviews10.

إذن؛ مما سبق ومن خلال التقييم الاقتصادي للنموذج المقترح، يمكننا القول أنه مقبول اقتصادياً كون أن المتغيرات المستقلة هي متغيرات تفسيرية (توضيحية) للمتغير التابع، عدا التضخم الذي لم نسجل له أي تأثير طوال فترة الدراسة.

<sup>1</sup>بوعبد الله علي ، شريف بوقصبة، مرجع سابق، ص128.

### ملخص الفصل الثالث

بعد قراءتنا لهذا الفصل -أثر التضخم ومعدلات الفائدة على أداء سوق عمان للأوراق المالية للفترة (1990-2017)، نستخلص أن:

-الحكومة الأردنية؛ كانت قد تبنت إصلاحات هيكلية لسوق رأس المال، أبرزها إصدار قانون الأوراق المالية رقم (23) لسنة 1997، والذي تم بموجبه إنشاء ثلاث مؤسسات رئيسية مهمة هي؛ هيئة الأوراق المالية، بورصة عمان للأوراق المالية، مركز إيداع الأوراق المالية.

- من أهم أهداف بورصة عمان للأوراق المالية؛ هي خلق بيئة استثمارية جاذبة وآمنة تهدف إلى جذب عدد كبير من المتعاملين الجدد والمستثمرين الأجانب، مما يؤدي إلى اتساع السوق وعمقها.

- سوق عمان للأوراق المالية؛ شهدت تطورات في عدة مجالات مواكبة للتغيرات العالمية، خاصة في جانبها التنظيمي، بالشكل الذي يؤدي بالنهوض بالاقتصاد الأردني في ظل الاضطرابات السياسية والإقليمية المحيطة.

- معظم مؤشرات سوق عمان المالي؛ شهدت تحسنا ملحوظا، خاصة مع بداية الألفية الجديدة ما يعكس تحسن أدائها، بالرغم من تأثرها ببعض العوامل الخارجية المحيطة؛ كآزمة 2008، وتداعيات ثورات الربيع العربي.

- وضحنا في هذه الدراسة؛ "أثر التضخم ومعدلات الفائدة على أداء سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1990-2017)" باستخدام نموذج الانحدار الذاتي ذو الإبطاء الموزع (ARDL)، حيث تم اختيار أربع متغيرات؛ متغيرين من خارج السوق ( التضخم ومعدلات الفائدة)، ومتغيرين من داخل السوق (حجم التداول والمؤشر العام)، حيث تم اختيار المؤشر العام لأسعار الأسهم كمتغير تابع والباقي كمتغيرات مستقلة، وهذا بهدف محاولة نمذجة العلاقة بين التضخم ومعدلات الفائدة وبين مؤشرات الأداء في سوق الأوراق المالية.

- توصلنا من خلال الدراسة القياسية إلى عدة نتائج أبرزها؛ وجود علاقة توازنية طويلة الأجل، من خلال وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة.

- ثبت وجود علاقة معنوية عكسية وتوازن طويل الأجل بين معدلات الفائدة ومؤشرات أداء سوق عمان المالي للفترة (1990-2017) ، كذلك حجم التداول -ولكن- بشكل ايجابي، فيما لم تسجل معدلات التضخم أي تأثير معنوي على مؤشرات الأداء للسوق -محل الدراسة-، بالرغم من أن نتائج الأجل الطويل؛ كانت قد أظهرت علاقة عكسية إلا أنها غير معنوية بين (معدل التضخم) وبين مؤشرات الأداء في سوق عمان المالي.

# الخاتمة العامة

### 1- الخلاصة العامة:

بعد التطرق لمختلف جوانب الدراسة؛ نستنتج أن أسواق الأوراق المالية تعتبر أحد الآليات الهامة لتجميع الموارد المالية وتوجيهها نحو قنوات استثمارية منتجة تعمل على دعم الاقتصاد الوطني وتزيد من معدلات الرفاه لأفراده، فهي بذلك تلعب دورا هاما في تمويل التنمية الاقتصادية، لذا فهي تحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء.

تعد أسواق الأوراق المالية من أكثر الأسواق تأثرا بالتغيرات التي تطرأ على الاقتصاد الوطني بشكل عام، وبالتغيرات التي تطرأ في المتغيرات الاقتصادية الكلية بشكل خاص، ومن أهم المتغيرات المؤثرة نجد؛ معدل النمو الاقتصادي، الاستثمار الأجنبي، سعر الصرف، معدل التضخم، وسعر الفائدة، هذه المتغيرات وغيرها؛ كالعوامل الذاتية، والأزمات المالية والسياسية..... تلعب دورا محوريا في تقلبات أسعار الأسهم والسندات وبالتالي في نشاط السوق وفعاليتها، وفي محاولة منا لدراسة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وخاصة -التضخم ومعدلات الفائدة- من جهة ومؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية من جهة أخرى، استعرضنا الدراسات السابقة التي تفسر العلاقة التي تربط بين مؤشرات الأداء وبعض متغيرات الاقتصاد الكلي، وذلك لتحديد أهم المتغيرات التي تم التركيز عليها في دراستنا هذه.

وبهدف إثبات آلية التأثير والعلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية (التضخم ومعدلات الفائدة) وبين مؤشرات الأداء لأسواق الأوراق المالية، تم اختيار سوق عمان للأوراق المالية -كدراسة حالة- خلال الفترة (1990-2017)، وذلك لتبيان أثر التضخم ومعدلات الفائدة -كمؤشرات للاقتصاد الكلي- وبين مؤشرات الأداء لأسواق الأوراق المالية المتمثلة أساسا في؛ -مؤشر القيمة السوقية، مؤشرات السيولة، مؤشر عدد الشركات المدرجة، وأخيرا المؤشر العام للبورصة- والذي يعبر عن الأداء العام للسوق.

### 2- نتائج الدراسة:

وبناء على الأهداف المرجوة من هذه الدراسة ومحاولة الإجابة على الإشكالية توصلنا إلى

النتائج التالية:

- 1- تعتبر سوق الأوراق المالية من الآليات التي تساهم في تحقيق الكفاءة في توجيه الموارد إلى الاستثمارات الأكثر ربحية، وهو ما ينتج عنه نمو وازدهار الاقتصاد ككل، كما أن لها دور كبير في الحد من ظاهرة التضخم ويعود ذلك للوظيفة الأساسية التي تقوم بها، وهي -جذب المدخرات-.
- 2- من خلال الدراسة النظرية لعلاقة التضخم ومعدلات الفائدة بمؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، تبين وجود علاقة تأثير وتأثر (أي أن هذه المتغيرات الاقتصادية تؤثر على نشاط سوق الأوراق المالية بشكل مباشر أو غير مباشر، كما أن نشاط السوق المالي ينعكس هو الآخر على أداء الاقتصاد).
- 3- بلغت بورصة عمان للأوراق المالية درجة عالية من التطور وأصبحت من أهم الأسواق المالية العربية، إذ شهدت تطورات في عدة مجالات خاصة في الشق التنظيمي، وأيضاً انفتاح هذا السوق على الاستثمار الأجنبي وزيادة درجة الشفافية والافصاح، ما انعكس على أدائه خاصة مع -بداية الألفية الجديدة-، حيث عرف تطوراً وبشكل كبير في الفترة (2000-2008)، ولكن تراجع نوعاً ما بسبب تأثره ببعض العوامل الخارجية المحيطة؛ كالأزمة المالية 2008، والأوضاع السياسية والأمنية لدول الجوار.
- 4- من خلال الدراسة القياسية؛ ثبت وجود علاقة معنوية طردية بين حجم التداول ومؤشرات أداء سوق عمان المالي في الأجل الطويل، إذ أن الأداء يتحدد بشكل رئيسي من خلال سيولة السوق المتمثلة في -حجم التداول-، وعليه فإن زيادة حركة التداول تؤثر بالإيجاب على الأداء العام للسوق المالي.
- 5- ثبت وجود علاقة معنوية في -الاتجاه العكسي- بين سعر الفائدة ومؤشرات أداء سوق عمان المالي في الأجل الطويل، والتي تتلاءم -والنظرية الاقتصادية-، حيث أن أسعار الفائدة المرتفعة والعائد الذي يحققه المستثمرون في الودائع البنكية يدفع العديد منهم نحو بيع جزء من أسهمهم أو كلها والتوجه نحو الاستثمارات البديلة، على اعتبار أن إيداع أموالهم في البنوك وبفوائد عالية أفضل من تحمل مخاطر الاستثمار في الأسهم.
- 6- لم تثبت العلاقة المعنوية في الأجل الطويل بين أهم متغير اقتصادي كلي (معدل التضخم) ومؤشرات أداء سوق عمان المالي، حيث خلصت الدراسة إلى أن بورصة عمان لا تعمل كمعوض للمستثمرين عن ارتفاع معدلات التضخم في الاقتصاد الأردني -خلال فترة الدراسة-.

7- من خلال معامل التحديد ( $R^2$ ) تبين أن أكثر من 99% من التغيرات الحاصلة في مؤشرات أداء سوق عمان المالي مفسرة من طرف المتغيرات المستقلة، وتشكل قيمة هذا المعامل دلالة على قوة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة.

### 3- اختبار الفرضيات:

- **الفرضية الأولى:** ترتبط مؤشرات الأداء في أسواق الأوراق المالية -ارتباطاً طردياً- مع المتغيرات الاقتصادية الكلية ( التضخم ومعدلات الفائدة ).

من خلال الدراسة النظرية، والدراسة القياسية للسوق المالي -محل الدراسة-، تبين خطأ الفرضية الأولى، إذ يمكن أن تؤثر المتغيرات الاقتصادية الكلية -تأثيراً سلبياً- على مؤشرات الأداء في أسواق الأوراق المالية، وخير دليل على ذلك أسعار الفائدة -وارتباطها السلبى- بمؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية، والذي يدعمه أكثر نتائج -التحليل القياسي- المتوصل إليها في دراستنا هذه.

- **الفرضية الثانية:** تؤثر المتغيرات الخارجية (التضخم ومعدلات الفائدة ) -فقط- على أداء سوق عمان للأوراق المالية.

من خلال الدراسة القياسية للسوق المالي -محل الدراسة-، تبين خطأ الفرضية الثانية، حيث وجدنا أن هناك تأثير لمعدلات الفائدة -كمتغير خارجي-، ولحجم التداول -كمتغير داخلي-، على أداء سوق عمان للأوراق المالية؛ في حين لم تثبت فرضية تأثير التضخم -كمتغير خارجي- على أداء سوق عمان المالي طيلة فترة الدراسة، كما وجدنا -أيضاً- ومن خلال التحليل النظري لمؤشرات أداء السوق أن هناك تأثير لبعض العوامل الخارجية الأخرى على أداء سوق عمان المالي ؛ كالأزمة المالية 2008، ثورات الربيع العربي، الأوضاع السياسية والأمنية للدول الإقليمية المحيطة....، إضافة إلى بعض العوامل الداخلية الأخرى؛ كالإصلاحات التنظيمية، والتشريعية، وانفتاحه على الاستثمار الأجنبي.... إلخ.

- **الفرضية الثالثة:** تعتبر معدلات الفائدة المحدد الرئيسي لأداء سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1990-2017).

من خلال الدراسة القياسية للسوق المالي -محل الدراسة-، تبين صحة هذه الفرضية، حيث وجدنا أن هناك تأثير كبير لمعدلات الفائدة على مؤشرات أداء سوق عمان للأوراق المالية للفترة (1990-2017) بمعنوية إحصائية عالية جداً، عند مستوى احتمال 10%، حيث إذا تغيرت أسعار الفائدة بوحدة واحدة

يؤدي ذلك إلى تراجع الأداء بمقدار يفوق 496% في الأجل الطويل (علاقة معنوية عكسية)، وذلك باستخدام منهج (ARDL)، وبدرجة أقل - حجم التداول، حيث إذا تغير هذا الأخير بوحدة واحدة يتغير الأداء - ولكن ايجابيا - بأكثر من 203% في الأجل الطويل.

### 4- الاقتراحات:

ومن خلال النتائج السابقة يمكن إبداء الاقتراحات التالية:


- 1- باعتبار أن؛ أسواق الأوراق المالية أحد أهم مجالات الاستثمار، فإن ذلك يقتضي من هذه الأخيرة أن تتيح قدرًا كافيًا من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها حتى تعطي للمستثمرين الثقة والأمان، حيث أنه إذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق المعلومات بصدق توصف السوق في هذه الحالة -بالسوق الكفؤة-.
- 2- العمل على تهيئة المناخ المناسب لجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية وتعزيز التفاعل بين البورصة والمجتمع المحلي، ونشر المعلومات من خلال كافة الوسائل المتاحة لزيادة كفاءة السوق، ومن ثم أدائها.
- 3- إقناع المؤسسات بمزايا الإدراج في سوق الأوراق المالية ومساعدتها على الدخول في أحسن الظروف وبالقيم المالية المناسبة، لأن زيادة عدد الشركات المدرجة يعطي معنى حول تطور السوق المالي وعمقه.
- 4- العمل على زيادة الوعي الاستثماري خاصة في مجال -الاستثمار المالي- ونشر الثقافة البورصية لتدعيم ثقة المستثمرين بأداء أسواق الأوراق المالية وضمان ثقافة استثمارية داعمة للسوق.
- 5- الاستمرار في الإصلاحات الاقتصادية، ودعم الإصلاحات التشريعية والتنظيمية، وجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين، وتوفير المعلومات لزيادة كفاءة السوق، والتركيز على مبدأ الشفافية والإفصاح للشركات المسجلة في السوق..... كل هذه الأمور تساهم في سلامة ومتانة -سوق عمان المالي-، وبالتالي جذب المستثمرين من داخل البلد وخارجه نحو الاستثمار فيه، مما يؤدي إلى اتساع السوق وعمقه، ما ينعكس بالإيجاب على مستوى أدائه.



- 6- على الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية الأخذ بعين الاعتبار عامل -معدلات الفائدة- لأنه يؤثر على أداء السوق -تأثيرا سلبيا-.
- 7- تقليل الاعتماد على سياسة رفع أسعار الفائدة لتجنب -التأثير العكسي- على المجالات الاستثمارية المختلفة وعلى رأسها -سوق الأوراق المالية-.
- 8- على السلطات النقدية؛ القيام بإجراءات تقييمية تبين من خلالها التأثيرات الايجابية والسلبية لقرارات -السياسة النقدية- على أداء أسواق الأوراق المالية.
- 9- على الرغم من أنه لم يثبت تأثيره المعنوي في مؤشرات أداء سوق عمان للأوراق المالية، إلا أننا نقترح على المملكة الأردنية إصلاح سياساتها النقدية للحد من الضغوط التضخمية بهدف الحفاظ على استقرار النشاط الاقتصادي بصفة عامة وعلى استقرار نشاط سوق الأوراق المالية بصفة خاصة، مع ضرورة ربط -التوسع النقدي- بمعدل نمو -النتائج المحلي الاجمالي-.
- 10- إعادة اختبار الدراسة مرة أخرى في سوق مالي مختلف أو في فترة زمنية مختلفة للتأكد من صحة -نتائج الدراسة-.
- 11- البحث عن متغيرات أخرى ودراسة تأثيرها على أداء سوق عمان للأوراق المالية.

### 5- آفاق البحث:

- في إطار دراستنا لهذا الموضوع، لاحظنا أن هناك العديد من النقاط تحتاج إلى المزيد من البحث والتحليل، لذا نقترح المواضيع الآتي ذكرها كي تكون مواضيع أبحاث في المستقبل.
- دراسة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية العربية؛
  - التنسيق بين السياستين المالية والنقدية وأثره على أداء سوق الأوراق المالية؛
  - قياس أثر تداول المشتقات المالية على أداء الأسواق المالية.



# قائمة المراجع

## قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية:

➤ الكتب:

- 1- محمود عبد الرزاق، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ط1، 2013.
- 2- أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2008.
- 3- رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتز للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- 4- مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، ط1، 2010.
- 5- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال: بورصات-مصارف-شركات تأمين-شركات استثمار، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003.
- 6- شمعون شمعون، البورصة: بورصة الجزائر، دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2005.
- 7- السيد عليوة، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية، دار الأمين، القاهرة، 2006.
- 8- محمد الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
- 9- حسني علي خربوش وآخرون، الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2013.
- 10- السيدة عبد الفتاح إسماعيل، عبد الغفار علي حنفي، الأسواق المالية: أسواق رأس المال، البورصات، البنوك، صناديق الاستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- 11- ضياء مجيد، البورصات: أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2008.

- 12- محمد شكري الجميل العدوي، المعاملات الآجلة في بورصة الأوراق المالية: من منظور الشريعة الإسلامية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2012.
- 13- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2009.
- 14- مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط2، 2003.
- 15- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، ط3، 2015.
- 16- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية: البورصة، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2008.
- 17- عصران جلال عصران، تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية: مدخل مقارنة، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2010.
- 18- زهير غراية، عبد العزيز بن محمد السهلاوي، تحليل الأوراق المالية، دار النشر الدولي، المملكة العربية السعودية، ط1، 2018.
- 19- محمود يونس، عبد النعيم مبارك، النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002-2003.
- 20- حسين بن سالم جابر الزبيدي، التضخم والكساد، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2011.
- 21- رجاء الربيعي، دور السياسة المالية والنقدية في معالجة التضخم الركودي، دار أمانة للنشر والتوزيع، الأردن، 2013.
- 22- أحمد محمد أحمد أبو طه، التضخم النقدي، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، ط1، 2012.
- 23- مختار حميدة، الخصخصة عن طريق الأسواق المالية، مكتبة حسن العصرية، لبنان، ط1، 2013.
- 24- مجدي عبد الفتاح سليمان، علاج التضخم والركود الاقتصادي في الإسلام، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2002.
- 25- محمد العربي ساكر، محاضرات في الاقتصاد الكلي، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، ط1، 2006.
- 26- رشاد العصار، رياض الحلبي، النقود والبنوك، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2000.

- 27- سعيد سامي الحلاق، محمد محمود العجلوني، النقود والبنوك والمصارف المركزية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- 28- جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2002.
- 29- صفاء عبد الجبار الموسوي، م.م. طه مهدي محمود، التضخم الاقتصادي والتنمية السياحية، دار الأيام للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2015.
- 30- عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2004.
- 31- محمد سعيد السمهوري، اقتصاديات النقود والبنوك، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2012.
- 32- عبد القادر محمد عبد القادر عطية، رمضان محمد أحمد مقلد، النظرية الاقتصادية الكلية، قسم الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2004-2005.
- 33- محمد عزت غزلان، اقتصاديات النقود والمصارف، دار النهضة العربية، لبنان، ط1، 2002.
- 34- جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة، "البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية"، الجزء الأول، مطبعة دار هومة، بلد النشر (غير موجود)، ط1، 2002.
- 35- بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط2، 2006.
- 36- هيفاء غدير غدير، السياسة المالية والنقدية ودورها التنموي في الاقتصاد السوري، منشورات الهيئة العامة السورية للكتاب، دمشق، 2010.
- 37- عادل عبد الفضيل، الربا والفائدة المصرفية: دراسة مقارنة، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2015.
- 38- مفيد عبد اللاوي، محاضرات في: الاقتصاد النقدي والسياسات النقدية، مطبعة مزوار، الوادي، مارس 2007.
- 39- ضياء مجيد، اقتصاديات أسواق المال، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005.

- 40- سمير فخري نعمة، العلاقة التبادلية بين سعر الصرف وسعر الفائدة وانعكاسها على ميزان المدفوعات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
- 41- شعيب بونوة، زهرة بن يخلف، مدخل إلى التحليل الاقتصادي الكلي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
- 42- فاخر عبد الستار حيدر، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم: منهج الاقتصاد الكلي، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2002.
- 43- محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة: أسهم، سندات، أوراق مالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2006.
- 44- نسرين عبد الحميد نبيه، البورصة: (ماهيتها- تاريخها- مستقبلها) ومدى تأثير التداول بها خلال ثورات الدول العربية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2012.
- 45- صلاح الدين حسن السيبي، البورصات والأسواق المالية: دور المنظمات والتكتلات الدولية والأهلية، دار الكتاب الحديث، القاهرة، ط1، 2014.
- 46- زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، ط4، 2015.
- 47- محب خلة توفيق، الهندسة المالية: الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2011.
- 48- محمد موسى أحمد علي، إدارة المؤسسات والأسواق المالية من منظور الإدارة المالية العالمية، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، ط1، 2015.
- 49- وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2012.

## ➤ الرسائل الجامعية:

- 1- بن امر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012-2013.
- 2- سميرة محسن، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية-دراسة حالة PNPPARIBAS -، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2005-2006.
- 3- بوتة نسرين، الأسواق المالية ودورها في تنشيط إستراتيجية الخصخصة-دراسة لواقع التجربة المغربية-، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015.
- 4- منير عوادي، دور سوق الأوراق المالية في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة مجمع صيدال الفترة (2010-2013)-، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015.
- 5- عادل عشي، الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية قياس وتقييم-دراسة حالة مؤسسة صناعات الكوابل ببسكرة (2000-2002)-، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2001-2002.
- 6- عادل بوعافية، هيكل الصناعة وأثره على أداء المؤسسة الاقتصادية الجزائرية -حالة مؤسسة "موبيليس" للهاتف النقال خلال الفترة (2001-2009)-، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016-2017.
- 7- عمر تيمجغدين، دور إستراتيجية التنوع في تحسين أداء المؤسسة الصناعية -دراسة حالة مؤسسة كوندور (برج بوعريريج)-، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012-2013.
- 8- مزغيش عبد الحليم، تحسين أداء المؤسسة في ظل إدارة الجودة الشاملة، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، جامعة الجزائر، 2011-2012.
- 9- بلجبلية سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم -دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة (1996-2006)-، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2009-2010.

- 10- مدحت فوزي عليان وادي، أثر التضخم على الإفصاح المحاسبي للقوائم المالية في الوحدات الاقتصادية الفلسطينية -دراسة تحليلية تطبيقية-، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، مارس 2006.
- 11- سراي صالح، دراسة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية -دراسة عينة من أسواق رأس المال العربية: المغرب، الأردن، مصر-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2016-2017.
- 12- بوعبد الله علي، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013-2014.
- 13- لخضر بن فليس، أثر سعر الفائدة على المتغيرات الاقتصادية في الجزائر خلال الفترة (1990-2011) -دراسة قياسية تحليلية-، مذكرة ماجستير، جامعة المسيلة، 2013-2014.
- 14- سامر منصور، تقلبات أسعار الفائدة وآثارها في معدلات النمو الاقتصادي -دراسة مقارنة بين سورية وتونس-، رسالة ماجستير في العلوم المالية والمصرفية، جامعة حلب، 2014.
- 15- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006.
- 16- مسعودة بن لخضر، عقود الخيار ودورها في التقليل من مخاطر أسواق رأس المال -دراسة تطبيقية على بورصة باريس للفترة (2009-2014)-، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015.
- 17- صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية -دراسة تجربة جمهورية مصر العربية "مع إمكانية تطبيقها على الجزائر"-، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر (3)، 2011-2012.
- 18- مناصرية خولة، أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية -دراسة حالة الأردن خلال الفترة (1990-2014)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015-2016.



19- بن عيسى عبد القادر، أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية - دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة (جانفي 2006 - ديسمبر 2010)-، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012.

20- سرارمة مريم، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008-دراسة تحليلية-، مذكرة ماجستير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011-2012.

21- سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية-دراسة حالة بعض الدول العربية-، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015.

### ➤ المجالات والملتقيات والمؤتمرات:

1- أديب قاسم شندي، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية -سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة-، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، جامعة واسط، 2013.

2- بشار ذنون محمد الشكرجي، ميادة صلاح الدين تاج الدين، علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية -دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية-، مجلة تنمية الرافدين، العدد 30، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، 2008.

3- حسين قبلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية -دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية-، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد:11، جامعة دمشق، 2011.

4- غراية زهير، ترقو محمد، التحليل القياسي لاستجابة مؤشرات الأسواق المالية لديناميكية مؤشر "داو جونز" الصناعي، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد:02، جامعة الجزائر، 2012.

5- سيماء محسن علاوي، دور السياسة المالية في معالجة ظاهرة التضخم في الاقتصاد العراقي للمدة (1996-2011)، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد: الثامن والأربعون، كلية الإدارة والاقتصاد، الجامعة العراقية، 2016.

6- أحمد عبد الله إبراهيم، محمد شريف بشير الشريف، محددات التضخم في السودان خلال الفترة (1977-2015) -دراسة تطبيقية-، مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد:03، العدد:02، اسم الجامعة (غير موجود)، 2017.

- 7- مخلوفي عبد السلام، العرابي مصطفى، أهم الانتقادات الموجهة لسعر الفائدة كسعر إستراتيجي في النظام الاقتصادي المعاصر، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العالمي الثامن للاقتصاد والتمويل الإسلامي: النمو المستدام والتنمية الاقتصادية الشاملة من المنظور الإسلامي، الدوحة، قطر ، من 18 إلى 20 ديسمبر 2011.
- 8- فارس فضيل، محمد ساحل، تفسير سعر الفائدة والعوامل المحددة له في ضوء الفكر الاقتصادي الحديث، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية: النظام المصرفي الإسلامي نموذجا، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 5،6 ماي 2009.
- 9- عيادة سعيد حسين، أثر تحرير سعر الفائدة في السياسة النقدية للبنك المركزي العراقي، مجلة الإدارة والاقتصاد، السنة الثامنة والثلاثون، العدد: 104، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الأنبار، 2015.
- 10- محمود صالح عطية، تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق العراق، مجلة ديالي، العدد الرابع والخمسون، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة ديالي، 2012.
- 11- أحمد حسين بتال، سراب عبد الكريم مطر، أثر التضخم على عوائد أسهم قطاعات سوق العراق للأوراق المالية -دراسة قياسية للمدة (2005-2015)، مجلة الإدارة والأعمال، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الأنبار، السنة (غير موجودة).
- 12- بلعزوز بن علي، إستراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، العدد07، جامعة الشلف، 2009-2010.
- 13- كريم سالم حسين، حيدر طالب موسى، محددات النمو الاقتصادي في العراق: دراسة قياسية للمدة (1970-2016)، بحث مستل من أطروحة دكتوراه.
- 14- بوعبد الله علي ، شريف بوقصبة، أثر تقلبات أسعار النفط على النمو الاقتصادي في الأجل الطويل بالجزائر باستخدام مقاربة (ARDL) للفترة (1983-2016)، مجلة الباحث، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2018.
- 15- ملياني حكيم، شوقي طارق، المشتقات المالية من أدوات للتحوط والتغطية ضد المخاطر إلى مسببات للأزمات المالية، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية (بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية)، جامعة سطيف1، يومي 5-6 ماي 2014.

16- علي عبد الغاني اللايد وآخرون، مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية -دراسة تطبيقية-، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد 03، جامعة أم البواقي، جوان 2015.

17- عبد المليك مزهودة، الأداء بين الكفاءة والفعالية "مفهوم وتقييم"، مجلة العلوم الإنسانية، العدد الأول، جامعة محمد خيضر، بسكرة، نوفمبر 2001.

18- إلهام يحيوي، الجودة كمدخل لتحسين الأداء الإنتاجي للمؤسسات الصناعية الجزائرية -دراسة ميدانية بشركة الإسمنت عين التوتة (باتنة)-، مجلة الباحث، العدد الخامس، جامعة باتنة، 2007.

19- السعيد بريش، نعيمة يحيوي، أهمية التكامل بين أدوات مراقبة التسيير في تقييم الأداء للمنظمات وزيادة فعاليتها -دراسة حالة ملبنة الأوراس-، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد الأول، جامعة الجزائر، 2011-2012.

20- رشا حمدوش، أثر التضخم على عوائد الأسهم بالتطبيق على سوق دمشق المالية، مجلة جامعة البعث، المجلد 39، العدد 15، جامعة طرطوس، 2017.

21- مداحي محمد، ترقو محمد، العلاقة التبادلية بين مؤشرات السوق المالي (الإسلامي والتقليدي) -دراسة قياسية لمؤشري LQ45 و JII ببورصة إندونيسيا-، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد الخامس، المركز الجامعي عبد الحفيظ بو الصوف، ميله، جوان 2017.

#### ➤ التقارير السنوية:

1- التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2002.

2- التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2005.

3- التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2014.

4- التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2017.

➤ المواقع الإلكترونية:

1- البنك الدولي: <http://data.albankaldawli.org>

2- البنك المركزي الأردني: <http://www.cbj.gov.jo/arabic>

3- بورصة عمان: <http://www.ase.com.jo/ar>


4- سوق رأس المال، دراسة حول تأسيس سوق عمان المالي (التطورات الرئيسية، بورصة عمان، تنظيم

بورصة عمان، هيئة الأوراق المالية، مركز إيداع الأوراق المالية)، منشورة على الموقع الإلكتروني:

<http://www.ase.com.jo/ar/print/pdf/node/76>.

ثانيا: المراجع الأجنبية:

- 1- Arthur O'sullivan & Steven M, Macro economics, 6th Ed, new Jersey, 2003.
- 2- Joseph Antoine, Marie-Claire capiau-Huart, Dictionnaire des marchés financiers, traduit par Amel Leila serbis, édition Pages Bleues, Bruscelles, 2010.
- 3- Luc bernet-Rollande – Principes de techniques bancaire, 21<sup>ème</sup> édit dunod, Paris, 2001.
- 4- Shall Helly. C, Introduction to Financial management, Mc Graid-Hill, New Work, 1988.
- 5-Arthur O'sullivan & Others, Survey of Economics (principles, application and Tools), prentice hall, New Jersey, 2008.
- 6-Asani savcar, Indian derivatives markets, Kauslik fasun, in, New Delhi, 2006.
- 7-J.Peyrard, la bourse, Imprimerie hérissey a ayreux, 3<sup>ème</sup> édition, 1993.
- 8-Robert fernandier, Vincent KOEN, marchés de capitaux et technique financières, 4<sup>ème</sup> édition, ECONOMICA, Paris, France, 1997.



# قائمة الملاحق

السنة	القيمة السوقية (k)	حجم التداول (val)	معدل دوران السهم (rot) ب%	عدد الشركات المدرجة (n)	المؤشر العام (Index) ب: نقطة
1990	1,96	0,41	33,44	105	804,3
1991	2,51	0,45	37,75	101	1000
1992	3,38	1,3	86,23	103	1299
1993	5,02	1,33	51,12	101	1585
1994	4,87	0,7	25,89	95	1436
1995	4,99	0,59	20,98	126	1591,7
1996	4,87	0,35	17,72	132	1534,6
1997	5,44	0,5	17,8	139	1692,4
1998	5,85	0,65	18,57	150	1701,3
1999	5,83	0,55	19,13	151	1673,5
2000	4,94	0,47	11,29	163	1330,5
2001	6,31	0,94	19,92	161	1727,2
2002	7,08	1,34	26,47	158	1700,2
2003	10,95	2,62	49,11	161	2614,5
2004	18,36	5,35	58,19	192	4245,6
2005	37,56	23,82	94,06	201	8191,5
2006	29,69	19,56	101,13	227	5518,1
2007	41,15	17,43	91,2	245	7519,3
2008	35,78	27,19	91,54	262	6243,1
2009	31,73	12,91	91,33	272	5520,1
2010	30,79	8,6	102,17	277	5318
2011	27,14	3,9	58,16	247	4648,4
2012	26,96	2,73	33,88	243	4 593,90
2013	25,68	3,43	38	239	4 336,70
2014	25,56	3,09	32,81	236	4 237,62
2015	25,45	3,55	37,29	228	4 229,89
2016	24,57	2,58	27,2	224	4 069,72
2017	23,96	2,33	25,74	194	4 009,4

المصدر:

البنك المركزي الأردني: <http://www.cbj.gov.jo/arabic> يوم 03/04/2019 على الساعة 10:30.بورصة عمان: <http://www.ase.com.jo/ar> يوم 10/05/2019 على الساعة 20:05.البنك الدولي: <http://data.albankaldawli.org> يوم 11/05/2019 على الساعة 21:15.

التقارير السنوية لبورصة عمان رقم: 2002، 2005، 2017.

الملحق رقم (02): مؤشرات الاقتصاد الكلي (التضخم ومعدلات الفائدة) في الأردن للفترة (1990-2017)

السنوات	معدل التضخم (inf) ب%	معدل الفائدة (r) ب%
1990	16,19	8,15
1991	8,15	8,13
1992	3,99	7,2
1993	3,31	6,88
1994	3,51	7,09
1995	2,35	7,68
1996	6,5	8,5
1997	3,03	9,09
1998	3,09	8,2
1999	0,6	8,3
2000	0,66	6,96
2001	1,77	5,8
2002	1,83	4,42
2003	1,63	3,14
2004	3,36	2,49
2005	3,49	2,91
2006	6,25	4,62
2007	4,74	5,44
2008	13,97	5,46
2009	-0,73	4,94
2010	4,83	3,52
2011	4,16	3,39
2012	4,51	3,77
2013	4,82	4,84
2014	2,89	4,51
2015	-0,87	3,49
2016	-0,77	3,02
2017	3,32	3,43

المصدر:

البنك المركزي الأردني: <http://www.cbj.gov.jo/arabic> يوم: 2019/04/07 على الساعة 11:30

البنك الدولي: <http://data.albankaldawli.org> يوم 2019/05/12 على الساعة 19:50

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ