



وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
جامعة محمد خيضر - بسكرة -
كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



الموضوع

أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية
دراسة حالة الأردن (خلال الفترة 1990-2014)

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية

تخصص: اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية

إشراف الأستاذ الدكتور:
مفتاح صالح

من إعداد الطالبة:
مناصرية خولة

لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة بسكرة	أستاذ التعليم العالي	أ.د/ رحماني موسى
مقررا	جامعة بسكرة	أستاذ التعليم العالي	أ.د/ مفتاح صالح
ممتحنا	جامعة بسكرة	أستاذ التعليم العالي	أ.د/ رايس حدة
ممتحنا	جامعة بسكرة	أستاذ محاضر - أ -	د/ بن سمينة دلال
ممتحنا	جامعة الجلفة	أستاذ محاضر - أ -	د/ حميدة مختار
ممتحنا	جامعة البويرة	أستاذ محاضر - أ -	د/ قرومي عبد الحميد


السنة الجامعية 2015-2016



شكر و عرفان

أشكر الله عز وجل الذي وفقني في انجاز هذا العمل المتواضع، وأتقدم بجزيل الشكر وعظيم الامتنان إلى أستاذي الفاضل: الأستاذ الدكتور: صالح مفتاح الذي تفضل بالإشراف على هذا البحث، والذي لم يبخل بالإرشاد والتوجيه طيلة إعداد الرسالة

كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر والعرفان لكل من الأستاذ الدكتور: داودي الطيب، الأستاذ: دردوري لحسن، والأستاذ: إسماعيل مناصرية.

الطالبة: مناصرية خولة 



إهداء

إهدائي إلى:

- ✓ من كانا سببا في وجودي في هذه الدنيا، وسندي في هذه الحياة ولا زالا كذلك، والديا العزيزين حفظهما الله وأطال في عمرهما.
- ✓ أختي شهرة رحمها الله وأسكنها فسيح جنانه.
- ✓ كل إخوتي وأفراد العائلة من قريب أو من بعيد.
- ✓ كل الأحفاد والأصدقاء والأحباب.
- ✓ من ساعدنا في إنجاز البحث الأستاذ: يوسف عجالي.
- ✓ إليهم جميعا أهدي ثمرة هذا الجهد العلمي المتواضع.

الطالبة: مناصرية خولة



ملخص الدراسة باللغة العربية:

تعد السياسة المالية الأداة الرئيسية لتدخل الدولة في النشاط الاقتصادي بغية تحقيق أهداف معينة في مقدمتها النهوض بالاقتصاد القومي وتحقيق التنمية الاقتصادية، بالإضافة إلى تقليص التفاوت الطبقي بين أفراد المجتمع، كذلك تؤثر السياسة المالية على كافة القطاعات المالية بما في ذلك أسواق الأوراق المالية وذلك من خلال أدواتها المتمثلة في : النفقات العامة، الضرائب، والدين العام، ولهذه الأسباب يولي المستثمرون اهتماما كبيرا بالسياسة المالية حيث أن أي إجراءات تتخذ بناءا عليها يمكن أن يكون لها تأثير كبير على أداء أسواق الأوراق المالية.

وعلى هذا الأساس تبلورت إشكالية هذا البحث في التساؤل الرئيسي التالي: ماهو أثر السياسة

المالية على أداء سوق الأوراق المالية في الأردن خلال الفترة (1990-2014) ؟

تتمثل أهداف هذا البحث في تحديد أثر السياسة المالية على أداء أسواق الأوراق المالية، ومختلف الأساسيات المرتبطة بكل منهما، ثم الربط بين المتغيرين السابقين من خلال التعرض إلى قنوات ومحاور تأثير السياسة المالية على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، وأخيرا دراسة حالة سوق الأوراق الأردني خلال الفترة (1990-2014)، وذلك لكونها سوقا مالية تضم الكثير من الشركات.

حاولنا الإجابة على هذه الإشكالية من خلال دراسة تحليلية تبين أثر أدوات السياسة المالية على مؤشرات أداء بورصة عمان طيلة الفترة (1990-2014)، وقد تم التوصل إلى نتائج مفادها وجود علاقة ارتباط طردي قوي بين النفقات العامة والمؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية لبورصة عمان وكذلك مؤشر القيمة السوقية، كما تبين وجود علاقة ارتباط طردي ضعيف بين النفقات العامة ومؤشري حجم التداول ومعدل الدوران لبورصة عمان، من جهة أخرى أوضحت الدراسة وجود علاقة طردية بين الإيرادات الضريبية ومختلف مؤشرات أداء بورصة عمان، حيث أن تعقد النظام الضريبي الأردني، فضلا عن عدم وضوح العديد من نصوص التشريعات الضريبية وتعرضها للكثير من التعديلات من حين لآخر وشيوع التهرب الضريبي، كلها عوامل جعلت من الأثر الصافي للضرائب على مؤشرات أداء بورصة عمان محدودا، وأخيرا اتضح لنا عدم وجود أثر للدين الداخلي على مؤشر حجم التداول لبورصة عمان حيث أن ذلك أن معظم الدين الداخلي لا يزال غير متداول في سوق الأوراق المالية الأردني.

الكلمات المفتاحية: سياسة مالية، سوق الأوراق المالية، نفقات عامة، ضرائب، دين عام داخلي، مؤشرات أداء بورصة عمان.

Abstract:

The fiscal policy is the main tool for state intervention in economic activity in order to achieve certain goals in the forefront of the advancement of the national economy and achieve economic development, as well as to reduce the inequality between members of the community, fiscal policy also affect all economic variables and financial sectors, including stock markets and that of During the paraphernalia of: public expenditures, taxes, and public debt, and for these reasons, investors pay great attention to fiscal policy as any action taken upon them can have a significant impact on the performance of stock markets.

On this basis it crystallized the problem of this research in the following main question: What is the impact of fiscal policy on the performance of the securities market in Jordan during the period (1990-2014)?

The objectives of this research in determining the theoretical framework for fiscal policy and stock markets, and the various fundamentals associated with each of them, then the link between the former two variables through exposure to the channels and axes impact of fiscal policy on the performance of the stock market, and finally we tried to drop these theoretical aspects on the Jordanian stock market during the period (1990-2014).

On this basis, it crystallized the problem of this research in the following main question: What is the impact of fiscal policy on the stock market performance in Jordan during the period 1990-2014

We tried to answer this problem through analytical study showing the impact of fiscal policy tools to perform ASE indices throughout the period (1990-2014), has been reached on the results of the effect of a strong proportional correlation between public expenditure and public index of the stock price is likely market value of the ASE relationship as well as the market value index, and the presence of extrusive link is weak between public expenditure and indices relationship showing trading volume and turnover of Amman Stock Exchange, on the other hand, the study showed a positive relationship between tax revenues and the different performance of the Amman Stock Exchange indices, as the complexity of the Jordanian tax system, as well as lack of and clarity of many provisions of the tax legislation and exposure to many of the amendments from time to time and the prevalence of tax evasion, all factors that made the net effect of taxes on the performance of the Amman Stock Exchange indices is limited, and finally we found the lack of impact of the domestic public debt on trading volume of Amman Stock Exchange index as it should most of the domestic debt is still rolling in the Jordanian stock market.

Key words: fiscal policy, the stock market, public expenditures, taxation, public debt, the general index weighted by market capitalization of the ASE.

Résumé

La politique financière est le principal outil d'intervention de l'État dans l'activité économique afin d'atteindre certains objectifs à la pointe de l'avancement de l'économie nationale et de réaliser le développement économique, ainsi que pour réduire l'inégalité entre les membres de la communauté, la politique budgétaire affecte également toutes les variables économiques et des secteurs financiers, y compris les marchés boursiers et celle de Au cours de l'attirail de: dépenses publiques, les impôts et la dette publique, et pour ces raisons, les investisseurs paient une grande attention à la politique budgétaire comme toute action prise sur eux peut avoir un impact significatif sur la performance des marchés boursiers.

Sur cette base, il a cristallisé le problème de cette recherche dans la principale question suivante: Quel est l'impact de la politique budgétaire sur la performance du marché des valeurs mobilières en Jordanie au cours de la période (1.990 à 2.014)?

Les objectifs de cette recherche dans la détermination du cadre théorique pour les marchés de la politique budgétaire et des actions, et les divers principes fondamentaux associés à chacun d'eux, puis sur le lien entre les anciens deux variables par l'exposition à des canaux et axes impact de la politique budgétaire sur la performance du marché boursier, et enfin, nous avons essayé de laisser tomber ces aspects théoriques sur le marché boursier jordanienne cours de la période (1990 à 2014).

Nous avons essayé de répondre à ce problème par l'étude analytique montrant l'impact des outils de la politique budgétaire pour effectuer indices ASE pendant toute la période (1990-2014), a été atteint sur les résultats de l'effet d'une forte corrélation proportionnelle entre les dépenses publiques et l'indice public le prix des actions est la valeur marchande probable de la relation ASE ainsi que l'indice de la valeur de marché, et la présence de lien extrusive est faible entre les dépenses publiques et indices relation montrant le volume des transactions et chiffre d'affaires de Bourse d'Amman, d'autre part, l'étude a montré une relation positive entre les recettes fiscales et les différentes performances des indices Amman Stock Exchange, la complexité du système d'impôt jordanien, ainsi que le manque de et la clarté de nombreuses dispositions de la législation fiscale et de l'exposition à de nombreux amendements de temps en temps et la prévalence de la fraude fiscale, tous les facteurs qui ont fait l'effet net des impôts sur les performances des indices Amman Stock Exchange est limité, et finalement nous avons trouvé le manque d'impact de la dette publique intérieure sur le volume des transactions de l'indice Bourse d'Amman comme il se doit la majeure partie de la dette intérieure est toujours rouler dans le marché boursier jordanien.

Mots clés: politique budgétaire, du marché boursier, les dépenses publiques, la fiscalité, la dette publique, l'indice général pondéré par la capitalisation de l'ASE du marché.

فهرس المحتويات

I	شكر وعرفان.....
II	إهداء.....
III	ملخص البحث باللغة العربية.....
IV	ملخص البحث باللغة الانجليزية.....
V	ملخص البحث باللغة الفرنسية.....
VI	فهرس المحتويات.....
X	فهرس الجداول.....
XII	فهرس الأشكال.....

المقدمة العامة (أ - ح)

أ	تحديد إشكالية البحث.....
ج	فرضيات البحث.....
ج	أهداف البحث.....
د	أهمية البحث.....
د	المنهج والأدوات المستخدمة في البحث.....
هـ	الدراسات السابقة.....
ز	صعوبات البحث.....
ز	هيكل وخطة البحث.....

الفصل الأول: الخلفية النظرية للسياسة المالية (84-2)

2	تمهيد.....
3	المبحث الأول : الإطار التعريفي بالسياسة المالية.....
3	المطلب الأول: السياسة المالية في الفكر الاقتصادي.....
13	المطلب الثاني: ماهية السياسة المالية.....
22	المطلب الثالث: أهداف ووظائف السياسة المالية.....
29	المبحث الثاني: أدوات السياسة المالية.....
29	المطلب الأول: النفقات العامة.....
39	المطلب الثاني: الإيرادات العامة.....
56	المطلب الثالث: الميزانية العامة.....

65.....	المبحث الثالث: السياسة المالية : تكاملها مع السياسة النقدية، آلية عملها وفعاليتها
65.....	المطلب الأول: السياسة المالية والسياسة النقدية.....
69.....	المطلب الثاني: السياسة المالية والفجوات لاقتصادية.....
75.....	المطلب الثالث: فعالية السياسة المالية.....
83.....	خلاصة الفصل الأول.....

الفصل الثاني:

الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية(159-85)

86.....	تمهيد.....
87.....	المبحث الأول: أسواق الأوراق المالية -لمحة عامة-.....
97.....	المطلب الأول: الأسواق المالية(التعريف- النشأة- التقسيمات).....
97.....	المطلب الثاني: تطور سوق الأوراق المالية ووظائفها.....
115.....	المطلب الثالث: التركيب البنوي لسوق الأوراق المالية.....
112.....	المبحث الثاني: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية.....
112.....	المطلب الأول: الأسهم.....
123.....	المطلب الثاني: السندات.....
132.....	المطلب الثالث: المشتقات المالية.....
140.....	المبحث الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية، مؤشرات أدائها وكفاءتها.....
140.....	المطلب الأول: تنظيم سوق الأوراق المالية.....
147.....	المطلب الثاني: مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية.....
154.....	المطلب الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية.....
159.....	خلاصة الفصل الثاني.....

الفصل الثالث:

قنوات ومحاور تأثير السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية(247-160)

161.....	تمهيد.....
162.....	المبحث الأول: الإنفاق العام وأثره على أداء سوق الأوراق المالية.....
162.....	المطلب الأول: الإنفاق على مشاريع البنية التحتية وأثره على أداء سوق الأوراق المالية.....
170.....	المطلب الثاني: العلاقة بين الإنفاق العام والاستثمار الخاص ودورها في التأثير على أداء سوق الأوراق المالية.....
179.....	المطلب الثالث: العلاقة بين الإنفاق العام و الخصصة ودورها في التأثير على أداء سوق الأوراق المالية.....

المبحث الثاني: الإيرادات الضريبية وأثرها على أداء سوق الأوراق المالية.....	187
المطلب الأول: المعاملة الضريبية للشركات وأثرها على أداء أسواق الأوراق المالية.....	187
المطلب الثاني: المعاملة الضريبية للمؤسسات المالية وتأثيرها على أداء أسواق الأوراق المالية.....	195
المطلب الثالث: العلاقة بين الضريبة والادخار وأداء سوق الأوراق المالية.....	205
المبحث الثالث: تمويل عجز الميزانية العامة وأثره على أداء سوق الأوراق المالية.....	215
المطلب الأول: مفهوم العجز الموازني وأساليب تقديره.....	215
المطلب الثاني: أسباب ومقومات ظهور عجز الميزانية العامة.....	220
المطلب الثالث: أنماط تمويل عجز الموازنة وعلاقتها بأداء سوق الأوراق المالية.....	230
خلاصة الفصل الثالث.....	246

الفصل الرابع:

دراسة أثر أدوات السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية الأردنية خلال الفترة

1990-2014 (248-333)

تمهيد.....	248
المبحث الأول: تطور السياسة المالية في الأردن (خلال الفترة 1990-2014).....	249
المطلب الأول: الاقتصاد الأردني -لمحة عامة-.....	249
المطلب الثاني: سياسة الإنفاق العام في الأردن.....	251
المطلب الثالث: السياسة الضريبية في الأردن.....	260
المطلب الرابع: تطور الميزانية العامة في الأردن.....	268
المبحث الثاني: نبذة حول سوق عمان للأوراق المالية وتطور مؤشرات أدائه (خلال الفترة 1990-2014).....	278
المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية الأردني.....	278
المطلب الثاني: بورصة عمان للأوراق المالية.....	287
المطلب الثالث: تطور أداء سوق الأوراق المالية الأردنية خلال الفترة (1990-2014).....	293
المبحث الثالث: السياسة المالية و سوق الأوراق المالية في الأردن (خلال الفترة 1990-2014).....	310
المطلب الأول: دراسة وتحليل أثر النفقات العامة على مؤشرات أداء بورصة عمان (خلال الفترة 1990-2014).....	310
المطلب الثاني: دراسة وتحليل أثر الإيرادات الضريبية على مؤشرات أداء بورصة عمان (خلال الفترة 1990-2014).....	317

المطلب الثالث: أثر الدين العام الداخلي على أداء سوق الأوراق المالية الأردنية (خلال الفترة 1990-
2014).....325

331..... خلاصة الفصل الرابع

[334-340] الخاتمة العامة

[342-368] قائمة المراجع

[370-372] قائمة الملاحق

فهرس الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
18	التميز بين السياسة المالية والمالية العامة	01
49	الفرق بين الرسم والضريبة	02
109	الفرق بين السوق الأولية والثانوية	03
132	مقارنة بين الأسهم والسندات	04
152	حساب عائد المؤشر باستخدام مدخل السعر	05
256	تطور النفقات العامة في الأردن (خلال الفترة 1990-2014)	06
268	تطور الإيرادات الضريبية في الأردن (خلال الفترة 1990-2014)	07
271	الجدول الزمني لإعداد الموازنة العامة	08
277	تطور رصيد الموازنة العامة في الأردن (خلال الفترة 1990-2014)	09
292	عمولات التداول في بورصة عمان	10
294	تطور مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية في الأردن (خلال الفترة 1990-2014)	11
312	معامل الارتباط بين النفقات العامة والمؤشر العام لسعر السهم بالمرجح بالقيمة السوقية لبورصة عمان (خلال الفترة 1990-2014)	12
314	معامل الارتباط بين النفقات العامة ومؤشر القيمة السوقية لبورصة عمان (خلال الفترة 1990-2014)	13
316	معامل الارتباط بين النفقات العامة ومؤشر حجم التداول لبورصة عمان (خلال الفترة 1990-2014)	14
317	معامل الارتباط بين النفقات العامة ومؤشر معدل الدوران لبورصة عمان (خلال الفترة 1990-2014)	15
319	معامل الارتباط بين الإيرادات الضريبية والمؤشر العام لسعر السهم بالمرجح بالقيمة السوقية لبورصة عمان (خلال الفترة 1990-2014)	16
321	معامل الارتباط بين الإيرادات الضريبية ومؤشر السوقية لبورصة عمان (خلال الفترة 1990-2014)	17
323	معامل الارتباط بين الإيرادات الضريبية ومؤشر حجم التداول لبورصة عمان (خلال الفترة 1990-2014)	18
324	معامل الارتباط بين الإيرادات الضريبية ومؤشر معدل الدوران لبورصة عمان (خلال الفترة 1990-2014)	19

326	تطور الدين العام الداخلي في الأردن (خلال الفترة 1990-2014)	20
328	قيمة الإصدارات في السوق الأولية من سندات وأذونات الخزنة	21
330	معامل الارتباط بين الدين العام الداخلي ومؤشر حجم التداول لبورصة عمان	22

فهرس الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
23	أهداف السياسة المالية	01
28	الأدوار والوظائف الأساسية للسياسة المالية	02
36	تقسيمات النفقات العامة	03
41	معايير تصنيف الإيرادات العامة	04
53	مصادر الإيرادات العامة	05
70	الفجوة التضخمية	06
72	السياسة المالية الانكماشية	07
73	الفجوة الانكماشية	08
74	السياسة المالية التوسعية	09
76	اشتقاق منحني IS	10
77	اشتقاق منحني Im	11
78	تأثير السياسة المالية التوسعية على منحني IS	12
79	تأثير السياسة المالية الانكماشية على منحني IS	13
80	السياسة المالية ومنحني IS-LM	14
81	فعالية السياسة المالية وفقا لمنحني IS-LM	15
90	تدفق الموارد المالية من خلال سوق المال عن طريق التمويل المباشر وغير المباشر	16
97	مكونات السوق المالي	17
108	السوق الأولية وعلاقتها بالمتعاملين الاقتصاديين	18
112	التركيب البنوي لسوق الأوراق المالية	19
211	نموذج دورة الحياة في حالة عدم وجود ضرائب	20
213	نموذج دورة الحياة في ظل وجود ضريبة	21
253	أصناف النفقات الجارية في الأردن	22
254	أصناف النفقات الرأسمالية في الأردن	23
257	تطور النفقات الحكومية الجارية في الأردن (خلال الفترة 1990-2014)	24
258	تطور النفقات الرأسمالية في الأردن (خلال الفترة 1990-2014)	25
259	تطور النفقات العامة في الأردن (خلال الفترة 1990-2014)	26

261	نسبة الإيرادات المحلية إلى الناتج المحلي الإجمالي	27
268	تطور الضرائب في الأردن (خلال الفترة 1990-2014)	28
277	تطور العجز الموازني في الأردن (خلال الفترة 1990-2014)	29
288	الهيكل التنظيمي لبورصة عمان	30
300	تطور المؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية (خلال الفترة 1990-2014)	31
302	تطور مؤشر القيمة السوقية (خلال الفترة 1990-2014)	32
304	تطور مؤشر عدد الشركات في بورصة عمان (خلال الفترة 1990-2014)	33
306	تطور مؤشر حجم التداول (خلال الفترة 1990-2014)	34
308	تطور مؤشر معدل الدوران (خلال الفترة 1990-2014)	35
311	علاقة النفقات العامة بالمؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية لبورصة عمان (خلال الفترة 1990-2014)	36
313	علاقة النفقات العامة بمؤشر القيمة السوقية لبورصة عمان (خلال الفترة 1990-2014)	37
315	علاقة النفقات العامة بمؤشر حجم التداول لبورصة عمان (خلال الفترة 1990-2014)	39
316	علاقة النفقات العامة بمؤشر معدل الدوران لبورصة عمان (خلال الفترة 1990-2014)	40
318	علاقة الضرائب بالمؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية لبورصة عمان (خلال الفترة 1990-2014)	41
321	علاقة الإيرادات الضريبية بمؤشر القيمة السوقية لبورصة عمان (خلال الفترة 1990-2014)	42
322	علاقة الإيرادات الضريبية بمؤشر حجم التداول لبورصة عمان (خلال الفترة 1990-2014)	43
324	علاقة الإيرادات الضريبية بمؤشر معدل الدوران لبورصة عمان (خلال الفترة 1990-2014)	44
327	تطور الدين العام الداخلي في الأردن (خلال الفترة 1990-2014)	45
329	تطور قيمة سندات وأذونات الخزنة	46

المقدمة العامة

يعد المال من الاحتياجات الأساسية في الحياة الاقتصادية، فهو يمثل المحرك الأساسي للوظائف والمهام داخل المؤسسات و الاقتصاد ككل، ومن ثم لا بد أن يتوفر المال بالقدر المناسب، والأجال المناسبة، وتلبية هذه الحاجة كان من الضروري تواجد أسواق الأوراق المالية بأشكالها، وأدواتها المختلفة. وقد أصبحت أسواق الأوراق المالية تحظى باهتمام كبير في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء وذلك لما تقوم به من دور هام في حشد، تنمية المدخرات الوطنية، وكذلك استقطاب رؤوس الأموال الخارجية وتوجيهها إلى قنوات استثمارية تساعد على زيادة معدلات النمو في الاقتصاد الوطني، وتحقيق استقرار ورفاهية أفرادها، وذلك من خلال شبكة الخدمات المالية الواسعة والمتنوعة التي تنظمها وتديرها على اعتبار أنها أداة فعالة للتمويل الطويل الأجل، خاصة في ظل قصور الدور التقليدي للجهاز المصرفي.

وكغيره من الأسواق يتأثر سوق الأوراق المالية بمجموعة من العوامل الداخلية والخارجية، التي قد يكون للبعض منها تأثيرا ايجابيا في أدائه، ويكون للبعض الآخر تأثيرا سلبيا، مما يسبب التقلبات في مؤشرات أدائه، ولفهم هذه التقلبات لا بد من التعرف على العوامل المسببة لها وكيفية انتقال أثارها، وهو مايفسر تركيز المحللين الاقتصاديين على دراسة العوامل الاقتصادية خاصة المالية والنقدية، التي تؤثر بصفة جوهرية على أداء سوق الأوراق المالية.

تعد السياسة المالية من أبرز المتغيرات التي تؤثر في سلوك مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية ففي ظل ازدياد وظائف الدولة، واتساع دورها في النشاط الاقتصادي وتحررها من القيود التي فرضتها عليها المفاهيم والأسس الكلاسيكية من الطبيعي أن تنتقل آثار السياسة المالية إلى القطاعات المالية بما في ذلك أسواق الأوراق المالية، حيث أن أي قرار للسياسة المالية أصبح يؤثر على أداء سوق الأوراق المالية، بل إن إحداث سوق للأوراق المالية خاصة في دولة نامية كالأردن، سائرة في طريق الإصلاح والتحديث الاقتصادي، يتطلب إقامة البنية التحتية اللازمة لانطلاق هذه السوق، من خلال تكييف السياسات الاقتصادية بشكل عام، والسياسة المالية بشكل خاص للتأثير على نشاط سوق الأوراق المالية.

إذ يتميز الاقتصاد الأردني بأنه اقتصاد مفتوح، وبالرغم من محدودية الموارد الطبيعية إلا أن الاقتصاد الأردني صمد على مدى السنوات أمام الصعوبات التي واجهها وخرج منها بالكثير من الفرص التنموية وبقوة اقتصادية، وقد نجحت الدولة في تثبيت أركان الاستقرار النقدي والمالي، وإيجاد بيئة تشريعية مساندة للاستثمار، وبعد أن تم إجراء العديد من الإصلاحات الهيكلية وانتهاج مقاربة الخوصصة، استطاعت الدولة أن تأخذ دورها الصحيح في التنظيم والمراقبة، كما أفسحت المجال أمام القطاع الخاص للقيام بدور ريادي في مسيرة التنمية الاقتصادية، وضمن تلك الصورة الاقتصادية

المتكاملة استخدمت السياسة المالية الأردنية أدواتها الإيرادية، والانفاقية لتحقيق أهداف معينة في مقدمتها النهوض بالاقتصاد الأردني، ودفع عجلة التنمية، وإشاعة الاستقرار في ربوع الاقتصاد الأردني، كما تحملت موازنة الدولة العبء الرئيس في قيادة العملية التنموية، بما في ذلك الاستثمار في الكثير من المشاريع الكبرى خاصة قطاعات النقل، والتعدين، والطاقة، والمياه، وبالرغم من اعتماد الأردن منذ نشأته على المساعدات الخارجية التي تنوعت مصادرها الدولية، إلا أن المديونية الداخلية والخارجية كانت دوماً روافد مكملة لتغطية النفقات الرأسمالية، والجارية للأردن.

من جهة أخرى اتجه الاهتمام في الأردن منذ فترة مبكرة نحو الاستثمار بالأوراق المالية، حيث قام البنك المركزي الأردني خلال عامي 1975-1976 بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي بإجراء الدراسات الخاصة بإنشاء أسواق الأوراق المالية، ومن هنا تأسس سوق عمان للأوراق المالية بموجب القانون رقم 31 لسنة 1976 وقد باشر أعماله في سنة 1978، وقد ظل هذا السوق يلبي احتياجات المستثمرين لفترة طويلة حتى منتصف عقد التسعينيات الذي بدأ يشهد تحولات كبيرة في صناعة الأوراق المالية، أثمرت بإنشاء بورصة عمان في سنة 1990، كما تم إنشاء هيئة الأوراق المالية سنة 1997 وهي مؤسسة رسمية تتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي، تتولى مهام التشريع والرقابة وتنظيم سوق الأوراق المالية، كذلك دأبت الحكومة الأردنية على اتخاذ عدة إجراءات، وذلك بهدف زيادة ثقة المستثمرين في الاقتصاد الأردني، وتنشيط سوق الأوراق المالية، والتأثير على أدائها.

1. إشكالية البحث:

تطرح في العديد من الدول النامية إشكالية اعتماد الهيكل المالي إلى حد كبير على الجهاز المصرفي مقابل تهميش لأسواق الأوراق المالية، ومن هنا فقد أصبح لزاماً التوجه نحو تنشيط وتنمية أداء سوق الأوراق المالية خاصة عن طريق السياسة المالية وأدواتها، والأردن كغيره من الدول النامية التي أعطت أهمية بالغة لتطوير سوق الأوراق المالية عن طريق جملة من السياسات والاستراتيجيات المختلفة، حيث أدركت المملكة الأردنية أن إنشاء سوق للأوراق المالية يستوجب تدخل السياسة المالية بشكل خاص للتأثير على أداء سوق الأوراق المالية.

وبناء على ما تقدم يمكن صياغة إشكالية البحث في التساؤل الرئيسي التالي:

ما هو أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية في الأردن خلال الفترة 1990-2014 ؟

وتتدرج تحت هذا السؤال الرئيسي أسئلة فرعية هي:

1. مالمقصود بالسياسة المالية، وماهي أهدافها وأدواتها ؟

2. مالمقصود بسوق الأوراق المالية، وكيف يمكن قياس أدائها؟

3. ماهو واقع السياسة المالية وسوق الأوراق المالية في الأردن؟

4. هل تؤثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية الأردنية؟

II. فرضيات البحث:

تحقيقا لأهداف الدراسة، وعلى ضوء المفاهيم النظرية، والدراسات ذات الصلة بالموضوع، يمكن صياغة الفرضيات التالية:

- 1- تمارس السياسة المالية تأثيرات قوية على أداء سوق الأوراق المالية في الأردن .
- 2- توجد علاقة ايجابية بين الإنفاق العام ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية في الأردن.
- 3- توجد علاقة عكسية بين الإيرادات الضريبية ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية في الأردن.
- 4- توجد علاقة ايجابية بين الدين العام ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية في الأردن.

III. أهداف البحث:

يمكن تلخيص أهداف هذه الدراسة فيما يلي:

- 1- معرفة الأسس النظرية للسياسة المالية، ومراحل تطورها عبر مختلف المدارس الاقتصادية.
- 2- إبراز أهم أدوات السياسة المالية وكيفية تأثيرها على مختلف المتغيرات الاقتصادية.
- 3- إبراز الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية، ومعرفة تركيبها البنوي.
- 4- تحديد ماهية مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، وأساليب بنائها، وكيفية قياسها.
- 5- تحليل هيكل السياسة المالية وتطوره في الأردن خلال الفترة 1990-2014.
- 6- توضيح تطور مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية الأردنية خلال الفترة 1990-2014.
- 7- تحليل أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية في الأردن خلال الفترة 1990-2014.

IV. أهمية البحث:

تتبع أهمية هذه الدراسة من كونها تعالج موضوعا يحتل مكانة، و أهمية متميزة ضمن البحوث الاقتصادية، حيث أن المعرفة المسبقة بقنوات ومحاور تأثير السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية، سوف تسهم في توجيه السياسة المالية للدولة نحو الوجهة الصحيحة التي تخدم أسواق الأوراق المالية، وما يكسب هذه الدراسة أهمية خاصة أيضا هو أنها حاولت إظهار أثر السياسة المالية على أداء إحدى أسواق الأوراق المالية الناشئة المتمثلة في سوق الأوراق المالية الأردني، ولعل هذه الدراسة تكتسب أهميتها أيضا من نقص الدراسات التي عالجت الحالة الأردنية في هذا الموضوع، من جهة أخرى تكمن أهمية البحث في اكتشاف العلاقة بين السياسة المالية وأداء سوق الأوراق المالية.

٧. أسباب اختيار الموضوع

يعود اختيار الموضوع إلى مجموعة من الأسباب تتمثل فيما يلي :

● أسباب ذاتية:

- الميل الشخصي لدراسة "السياسة المالية" و"أسواق الأوراق المالية".

● أسباب موضوعية:

- محاولة معرفة مكانة السياسة المالية بالنسبة للاقتصاد الأردني.
- تتبع مسار تطور سوق الأوراق المالية الأردني ومؤشرات أداءه خلال فترة الدراسة.
- البحث في الآثار التي يمكن أن تنتقل إلى أسواق الأوراق المالية عن طريق السياسة المالية.

٧١. المنهج والأدوات المستخدمة في البحث

اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي من أجل الإلمام بالجوانب النظرية والتطبيقية للموضوع ، أما أدوات البحث فقد تم الاعتماد على برنامج eviews8 لمعرفة قوة وطبيعة العلاقة بين متغيرات الدراسة.

٧١١. تحديد إطار البحث

تم اختيار الأردن كمحل لدراسة الحالة، باعتباره يمتلك إحدى البورصات العربية والناشئة، التي حققت تطورات ملحوظة ومهمة طويلة فترة نشاطها، أما بالنسبة لفترة الدراسة فقد تم اختيار المدة (1990-2014) لأنها تمثل فترة بداية برامج الإصلاحات الاقتصادية في الأردن وتبني سياسة مالية هادفة إلى التحكم في الإنفاق الحكومي، وتخفيض العجز الموازني، والتحكم في الاستقرار المالي.

٧١١١. الدراسات السابقة:

هناك دراسات تناولت جوانب من الموضوع، ويمكن إيجاز بعضها فيما يلي:

- دراسة عاطف وليم أندراوس: التي جاءت بعنوان " دور السياسة المالية في تنمية سوق الأوراق المالية في الدول النامية خلال فترات التحول لاقتصاد السوق مع إشارة خاصة لتجربة مصر خلال الفترة 1981-1998" وهي عبارة عن أطروحة دكتوراه بجامعة الإسكندرية، مصر، للسنة الجامعية 2004، وقد اهتمت هذه الدراسة بقياس أثر السياسة المالية على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية المصري المتمثلة في: القيمة السوقية، حجم التداول، معدل الدوران، باستخدام نموذج الانحدار غير الخطي المتعدد، وطريقة المربعات الصغرى، خلص الباحث إلى أن سياسة الإنفاق العام كانت الأكثر

- تأثيراً من الناحية الكمية على متغيرات سوق الأوراق المالية، أما تأثير الإيرادات الضريبية فقد انحصر في متغير حجم التداول، وبالنسبة لسياسة تمويل العجز لم تبدي أي أثر تجاه مؤشرات الأداء.
- دراسة عباس كاظم جاسم الدعيمي: التي جاءت بعنوان " أثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية مع دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1990-2006"، وهي عبارة عن أطروحة دكتوراه بجامعة الكوفة، العراق، للسنة الجامعية 2008، واستهدفت هذه الدراسة قياس أثر السياسات النقدية والمالية على أداء سوقي مصر ونيويورك للأوراق المالية خلال الفترة 1990-2006، باستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد المراحل، وطريقة المربعات الصغرى، وقد أظهرت الدراسة أن تأثير السياسة النقدية في مصر كان أكبر من تأثير السياسة المالية بمقدار ثلاث مرات، وهي نتيجة تتفق مع طبيعة الاقتصاد المصري، خاصة وأن السلطات النقدية تسعى إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي، وضبط معدلات التضخم المرتفعة، أما بالنسبة للولايات المتحدة، فقد كان تأثير السياسة المالية في مؤشرات الأداء أكبر بمقدار مرة واحدة من السياسة النقدية، وقد كان تأثير الإيرادات العامة كبير على مؤشرات سوق نيويورك للأوراق المالية.
- دراسة قحطان السيوفي: التي جاءت بعنوان دور " أدوات السياسة المالية وتأثيرها على أداء أسواق الأوراق المالية"، وهي عبارة عن مقال منشور في جريدة الاقتصادية، اهتمت هذه الدراسة بتحليل أثر أدوات السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية في سوريا، باستخدام المنهج الوصفي التحليلي، من بين النتائج المتوصل إليها هو أن السياسة الضريبية تعتبر من أهم العوامل التي تعيق الانطلاقة الناجحة لسوق الأوراق المالية في سوريا، حيث أن تعدد الضرائب، وأحياناً عدم وضوح بعض التعليمات التنفيذية لبعض النصوص التشريعية الضريبية، بالإضافة إلى ضعف وكفاءة الإدارة الضريبية، كل ذلك جعل من أثر الضرائب على حجم وفعالية سوق الأوراق المالية السوري ضعيفاً ومحدوداً.
- دراسة عبدلي حنان: التي تحمل عنوان "دور السياسة المالية في تطوير أداء سوق الأوراق المالية مع دراسة حالة لسوقي مصر ونيويورك خلال الفترة 1990-2011"، وهي عبارة عن رسالة ماجستير بجامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، السنة الجامعية 2013/2014، استهدفت هذه الدراسة قياس أثر أدوات السياسة المالية على أداء سوقي مصر ونيويورك للأوراق المالية خلال الفترة 1990-2011 باستخدام أسلوب التكامل المشترك، وقد خلصت الباحثة إلى أن الإيرادات العامة، والنفقات العامة، كان لها أثر واضح في كل من سوقي مصر، والولايات المتحدة الأمريكية، وقد كان تأثير الإنفاق العام أكبر من تأثير الإيرادات العامة في مصر، والعكس في نيويورك.

- دراسة SEETAH KESHAV ,S.GOWRIAH, BOOPEN SEETANAH

LAMPOR MATLHEWF بعنوان:

THE effects of monetary and fiscal policies on the stock exchange: evidence

The bussiness & management بمجلة منشور مقال from an island economy

سعت الدراسة إلى قياس أثر السياسات النقدية والمالية على مؤشر SEMDEX في بورصة مونشيوريوس خلال الفترة 1989-2011 باستخدام منهج ARDL ، وقد تم استخدام متغير: سعر الفائدة، التضخم ، الناتج المحلي الإجمالي للتعبير عن السياسة النقدية، ومتغير العجز الموازني كممثل للسياسة المالية، خلصت الدراسة إلى أن السياسة النقدية تؤثر على أداء بورصة مونشيوريوس في المدى القصير والطويل، بخلاف السياسة المالية التي لم يظهر أي أثر لها على المدى القصير والطويل.

- دراسة Muhammed arif javed, Nirma Shahrazade, qandeel sheikh

Impact of macroeconomics variable on the stock market index: astudy from

Pakistan

هي عبارة عن مقال منشور بمجلة Accounting and Financial Reporting، استهدفت الدراسة قياس أثر بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية المتمثلة في: السياسة المالية والنقدية ومعدلات التضخم على أداء سوق الأوراق المالية في باكستان، باستخدام معاملات الارتباط، ونماذج الانحدار، وقد استخلص الباحث بأن مؤشر السهم في بورصة باكستان يتأثر بشكل كبير بالسياسة المالية، والنقدية، والتضخم، حيث أظهرت الدراسة وجود علاقة عكسية بين سعر الفائدة والإيرادات العامة ومؤشر أداء البورصة المعنية، بالإضافة إلى وجود علاقة ايجابية بين التضخم والإنفاق العام ومؤشر أداء بورصة باكستان.

-أهم ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

- تركيز الدراسات السابقة التي أمكن الوصول إليها على دراسة أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية في مصر والولايات المتحدة، بخلاف دراستنا التي تعالج الحالة الأردنية.
 - أخذت الدراسة بعين الاعتبار تأثير الدين العام الداخلي على حجم التداول في بورصة عمان.
- IX. صعوبات البحث:

واجهتنا صعوبات ومشاكل عسيرة في إعداد هذا البحث، ومن بين هذه الصعوبات:

- قلة المراجع التي تعالج أثر السياسة المالية على أداء أسواق الأوراق المالية.

- صعوبة الحصول على الإحصائيات المتعلقة بالسياسة المالية في الأردن

X. خطة وهيكل البحث:

قسمت الدراسة إلى أربعة فصول بالإضافة إلى مقدمة عامة وخاتمة عامة، والهدف من هذا التقسيم هو الإحاطة بالموضوع والإجابة عن التساؤلات المطروحة واختبار الفرضيات التي انطلق منها البحث. خصصنا الفصل الأول للخلفية النظرية للسياسة المالية، حيث يعتبر هذا الفصل كمدخل لدراسة الموضوع، وإعطاء صورة شاملة حول السياسة المالية من خلال تقسيمه إلى ثلاث مباحث، تناولنا في المبحث الأول الإطار التعريفي للسياسة المالية وقسمناه إلى ثلاث مطالب، حيث تعرضنا في المطلب الأول إلى تطور السياسة المالية في الفكر الاقتصادي، أما المطلب الثاني فخصص لتعريف السياسة المالية وعلاقتها ببعض المتغيرات، أما المطلب الثالث فقد جاء بعنوان أهداف ووظائف السياسة المالية بعد ذلك انتقلنا للمبحث الثاني الذي خصصناه لتعريف أدوات السياسة المالية تم تقسيمه إلى ثلاث مطالب، تعرض المطلب الأول إلى النفقات العامة، المطلب الثاني خصص لتعريف بالإيرادات العامة أما المطلب الثالث فقد تناول الموازنة العامة، بينما المبحث الثالث كان مخصصا للعلاقة بين السياسة النقدية والمالية والية عمل هذه الأخيرة وفعاليتها، حيث كان المطلب الأول يخص العلاقة التكاملية بين السياسة المالية والسياسة النقدية، أما المطلب الثاني تم فيه إبراز آلية عمل السياسة المالية خلال الفجوات الاقتصادية وأخيرا المطلب الثالث تعرض إلى فعالية السياسة المالية.

أما الفصل الثاني فقد اختص بالدراسة النظرية لأسواق الأوراق المالية، وقمنا بتقسيمه إلى ثلاث مباحث، تناولنا في المبحث الأول لمحة عامة حول أسواق الأوراق المالية، تناول المطلب الأول الإطار العام للأسواق المالية، المطلب الثاني أبرز مختلف العموميات المتعلقة بسوق الأوراق المالية، التركيب البنوي لأسواق الوراق المالية في المطلب الثالث، أما المبحث الثاني خصصناه لتبيان مختلف الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، تناولنا في المطلب الأول الأسهم ومختلف الجوانب المتعلقة بها سواء التعريف أو قيمها المختلفة، كذلك أنواعها، وقد سمحت لنا كل هذه النقاط بتبسيط الصورة حول الأداة الاستثمارية الأولى المتداولة في سوق الأوراق المالية وهي الأسهم، في المطلب الثاني تطرقنا للسندات وتعريفها وخصائصها بالإضافة إلى أنواعها، وأخيرا المطلب الثالث جاء بعنوان المشتقات المالية حيث أبرزنا تعريفها وأسباب ظهورها، أنواعها المختلفة، في المبحث الثالث المقسم إلى ثلاث مطالب تعرضنا إلى تنظيم أسواق الأوراق المالية في المطلب الأول، مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية في المطلب الثاني، وأخيرا كفاءة سوق الأوراق المالية في المطلب الثالث.

في الفصل الثالث من الدراسة نتعرض إلى قنوات ومحاور تأثير السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية من خلال التطرق إلى الإنفاق العام وأثره على أداء سوق الأوراق المالية، الإيرادات الضريبية وأثرها على أداء سوق الأوراق المالية، وأخيرا تمويل العجز الموازي ودوره في التأثير على أداء سوق الأوراق المالية.

أما الفصل الرابع فقد خصص لدراسة أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية في الأردن خلال الفترة 1990-2014، من خلال التعرض إلى تطور السياسة المالية في الأردن، أسواق الأوراق المالية ومؤشرات أدائها في الأردن، ثم دراسة وتحليل لأثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية في الأردن خلال الفترة (1990-2014).

وفي الأخير ختمنا بحثنا بخاتمة عامة تضم الخلاصة العامة للبحث، ونتائج البحث، نتائج اختبار الفرضيات بالإضافة للتوصيات والاقتراحات وأخيرا أفاق البحث.

الفصل الأول:

الخلفية النظرية للسياسة المالية

تمهيد

تلعب الدولة دورا هاما في النشاط الاقتصادي لأي مجتمع سواء كان اشتراكيا أو رأسماليا، وقد أثار موضوع " تدخل الدولة " في الحياة الاقتصادية جدلا كبيرا بين أوساط الاقتصاديين وأصحاب القرار الاقتصادي، والقراءة المتأنية لكيفية تشكل الدولة عبر التاريخ تشير إلى أن صورة السلطة العامة كتنظيم اجتماعي نتاج لتطور تاريخي نضجت فيه عملية التحول التدريجي إلى كيان سياسي حددت فيه أشكال العلاقة بين الحاكم والشعب على ضوء المصالح الاقتصادية، حيث كانت السلطة تركز جهودها على السيطرة على الموارد المالية بهدف تأمين احتياجاتها من ناحية، والعمل على تلبية متطلبات الحاجات العامة من ناحية أخرى، كذلك يجب الإشارة في هذا الصدد إلى أن دور الدولة لم يكن ثابتا عبر العصور، ففي المراحل التاريخية الأولى وبداية التطور الرأسمالي نجد خير تعبير عن دور الدولة في كتابات آدم سميث (1723 - 1790) في بحثه الشهير عن طبيعة وأسباب ثروة الأمم عام 1776، في هذا البحث انحسرت وظيفة الدولة في القيام بالدفاع الخارجي وتولي مسؤولية الأمن الداخلي من خلال ما تقوم به أجهزة القضاء والشرطة وما شابهها، وقد استمر الوضع على هذا الحال إلى غاية ظهور أزمة الكساد الكبير لعام 1929، التي كان لها كبير الأثر في إعادة النظر بمسألة تولي الدولة لدور اجتماعي اقتصادي مؤثر والتوجه نحو تدخلها في النشاط الاقتصادي عن طريق ما يسمى بـ " السياسة المالية " .

إن السياسة المالية تحتل مكانة بارزة بين " السياسات الاقتصادية " لأنها تسهم في توجيه المسار الاقتصادي، ومواجهة ما يتعرض له الاقتصاد من هزات أثناء الدورة الاقتصادية، من خلال أدواتها المتمثلة في: النفقات العامة، الإيرادات العامة، والميزانية العامة، ومن خلال هذا الفصل سنحاول التطرق إلى الخلفية العامة للسياسة المالية و مختلف المفاهيم النظرية المتعلقة بها، انطلاقا من المباحث التالية:

المبحث الأول : الإطار التعريفي بالسياسة المالية.

المبحث الثاني : أدوات السياسة المالية.

المبحث الثالث : السياسة المالية : تكاملها مع السياسة النقدية، آلية عملها وفعاليتها.

المبحث الأول : الإطار التعريفي بالسياسة المالية.

تمثل السياسة المالية أداة رئيسية من أدوات السياسة الاقتصادية العامة التي تستخدمها الدولة بجانب السياسات الأخرى كالسياسة النقدية والتجارية وسياسة الأجور والأسعار للتأثير على مستوى النشاط الاقتصادي من خلال تأثيرها في المتغيرات المحورية المكونة لهذا النشاط، هذا ولم يحظ فرع من فروع الاقتصاد في السنوات الأخيرة بما حظت وتحظى به نظرية السياسة المالية من تطورات جوهرية، حتى أصبحت في العصر الحديث تحتل مكانة مرموقة في قائمة أدوات التعديل الاقتصادي، و من أجل الإلمام بالجوانب المختلفة للسياسة المالية سنتناول في هذا المبحث تطور السياسة المالية عبر مختلف المدارس الاقتصادية، مفهومها و علاقتها ببعض المتغيرات، و أخيرا نتعرض إلى أهدافها و وظائفها.

المطلب الأول: السياسة المالية في الفكر الإقتصادي

إن المكانة الهامة التي تحتلها السياسة المالية لم تكن وليدة الصدفة بقدر ماهي وليدة الظروف الناجمة عن وجود الدولة، وعن ضرورة قيام هذه الأخيرة ببعض المهام اللازمة لوجودها، ففي ظل الدولة الليبرالية القديمة كانت السياسة المالية محايدة ولم يكن لها أي دور واضح و جلي، وبقيت على هذه الحال إلى أن ظهرت في الأفق الأزمات الاقتصادية و الاجتماعية خاصة أزمة الكساد الكبير لعام 1929 حيث أدرك الفكر المالي أن إبتعاد الدولة عن الشأن الحياتي والاقتصادي للمواطنين من شأنه أن يهدد الأمن والاستقرار الاجتماعي لمختلف فئات المجتمع، من هنا بدأ مفهوم جديد للسياسة المالية بالظهور.

الفرع الأول: السياسة المالية في العصور القديمة

كان دور السياسة المالية في المجتمعات القديمة باهتا للغاية، ولم توجد دلالات واضحة حول وجود سياسة مالية قائمة منظمة ومنفصلة عن مالية الحكام في تلك العصور. (1)

يرجع السبب في عدم وجود سياسة مالية واضحة في تلك العصور إلى عدة أسباب اهمها أن نظرة واهتمام الحكام كانت تتركز على الأمور السياسية بشكل رئيسي. (2)

وتدل الأبحاث والدراسات على أن الحضارات الأولى حققت درجة كبيرة من التكامل السياسي، وعلى نقيض ما تتبعه الدول الحديثة من سياسات إيرادية، كانت النظم المالية لتلك الحضارات القديمة تعتمد كثيرا على ما يفرض على الشعوب المغلوبة من جزية وعلى عمل الأرقاء الذين تستخدمهم الدولة،

(1) - هشام مصطفى الجمل، دور السياسة المالية في تحقيق التنمية الإجتماعية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006، ص40.

(2) - قحطان اليوسفي، السياسة المالية في سورية « أدواتها-ودورها الإقتصادي»، منشورات وزارة الثقافة، الهيئة العامة السورية للكتاب، سورية، 2008، ص5.

ورغم ذلك فقد اخذت كثير من الحكومات القديمة بنظم الضرائب غير المباشرة التي تتكون عناصرها الرئيسية من: الرسوم التي تفرض على نقل ملكية الأرض وكذلك الرسوم على المعاملات التجارية المختلفة.⁽¹⁾

أولاً- السياسة المالية في العصر الفرعوني

عندما نبحث عن السياسة المالية في العصور القديمة نجد أن الدولة المصرية في العصر الفرعوني عرفت نظام الضرائب المباشرة وغير المباشرة والرسوم الجمركية وغيرها من أنواع الضرائب كأدوات للسياسة المالية في جانب الإيرادات وذلك كله تحت إدارة منظمة يعتمد عملها على التحديد الدقيق للأراضي والثروات المنقولة، كما قامت بتوجيه هذه الإيرادات إلى تمويل مرافق الدفاع والأمن والعدالة وغيرها من أوجه تدخل الدولة في ذلك العصر، وبالرجوع إلى قصة يوسف عليه السلام، نلاحظ حسن تدبير الأمور المالية للدولة⁽²⁾ فقد قال يوسف للملك " تزرع في سنين الخصب زرعاً كثيراً وتبني الخزائن وتجمع فيها الطعام بقصبه وسنبله، ويكون القصب علفاً للدواب، فإذا جاءت السنون العجاف بعت ذلك فيحصل لك مال عظيم، فقال الملك: ومن لي بهذا ومن يجمعه ويبيعه لي ويكفيني العمل فيه؟، قال: إجعلني على خزائن الأرض إني حفيظ عليم" والمقصود بهذا القول أنه حفيظ بجميع الوجوه التي يمكن منها تحصيل الدخل والمال، عليم بالجهات التي يصلح لأن يصرف المال إليها، وبمعنى آخر «حفيظ بجميع مصالح الناس، عليم بجهات حاجاتهم».

ثانياً- السياسة المالية عند الإغريق

عند الإغريق خاصة عند أفلاطون (347-427 قبل الميلاد) وأرسطو (322-384 قبل الميلاد)، وجد الفكر الإقتصادي في أحضان الفلسفة إذ مثل الإستدلال الإقتصادي جزءاً لا يتجزأ من فلسفتهم العامة للدولة والمجتمع (المجتمع المنظم في صورة دولة المدينة تتميز بصغر مساحتها وصغر حجم سكانها).⁽³⁾ أشار أفلاطون إلى مجموعة من المبادئ الإقتصادية والمالية ضمن كتابات عن المدينة المثالية التي نادى بها، وقد أرجع أفلاطون نشأة تلك المدينة إلى العامل الإقتصادي، ودلل على ذلك بأن الفرد لا يستطيع بأي حال أن يشبع كل حاجاته المتعددة مع أنها من ضروريات الحياة الإنسانية وفي سبيل إشباع كل هذه الحاجات، لامناص من أن كل فرد لا بد أن ينضم إلى عدد كاف من الأفراد يمكن معه ان يسهم

(1)- عبد المنعم فوزي، المالية العامة والسياسة المالية، دار النهضة، بيروت، لبنان، 1972، ص ص495-496.

(2)- أمير يحيوي، مساهمة في دراسة المالية العامة: النظرية العامة وفقاً للتطورات الراهنة، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2005، ص8.

(3)- محمد دويدار، مبادئ الإقتصاد السياسي، الجزء الأول، مطبعة التوني، الإسكندرية، مصر، 1993، ص65.

كل منهم في اشباع حاجات الآخرين وتكوّن هذه المجموعة ما يعرف بإسم المدينة أو «الدولة»⁽¹⁾. ويعرض أفلاطون نموذج النظرية لتنظيم الدولة المثالية في صورة مدينة صغيرة يكون فيها عدد السكان قليلا وثابتا. وفي هذا الإطار يخضع أفلاطون كل صور النشاط إلى نظام دقيق ومحكم يقوم على ثلاث محاور:

- تقسيم طبقي لمجتمع المدينة المثالية؛

- حياة مشتركة لحكام المدينة؛

- ضوابط الحرية الملكية الخارصة.

ثم جاء أرسطو فعارض العناصر الشيوعية في جمهورية أفلاطون ونادى بالملكية الخاصة، ودافع عنها دفاعا قويا على أساس أنها الضمان لتحقيق عدالة توزيع الدخول بين المواطنين.

ثالثا - السياسة المالية في العصر الروماني

ورث الرومان عن الإغريق بعض أنظمتهم وأضافوا إليها ما يتفق وأوضاعهم الخاصة فنظموا الضرائب وحددوا نسبة الأرض والمعادن والمكوس وغيرها.

وبقيت أنظمتهم هذه نافذة حتى انهيار الإمبراطورية الرومانية حين ساد أوروبا الغربية التكوين الاجتماعي والإقطاعي فأصبحت إيرادات وأموال السيد الإقطاعي، كما اعطى الحاكم نفسه حق فرض أي ضريبة او تسخير أي إنسان.⁽²⁾

وبصفة عامة عرف العصر الروماني تنظيمًا إداريًا وماليًا على درجة كبيرة من الكفاءة تتمثل في الآتي:⁽³⁾

- أن النظام الرماني كان يقوم بعمل تعداد السكان كل خمس سنوات ويقدر قيمة المقاطعات تمهيدا لفرض الضرائب عليها، وسادت فيها لامركزية الضريبة على أفراد الطبقات العليا.

- كذلك عرف النظام الروماني الضرائب المباشرة، وكانت تنقسم إلى نوعين: ضرائب عقارية وضرائب متدرجة على الرؤوس، بالإضافة إلى ضريبة التركات والبيوع.

- كما أن النظام المالي يتفق مع الفكر الروماني في أن الضرائب إنما هي من أعمال السلطة تؤخذ بواسطة السلطة المركزية وتُوجّه حصيلتها لتغطية أداء المرافق العامة وعلى رأسها مرفق الدفاع.

(1)- حسين عمر، موسوعة الفكر الإقتصادي، الجزء الأول، دار الكتاب الحديث، مصر، بدون سنة نشر، ص26.

(2)- هشام مصطفى الجمل، مرجع سبق ذكره، ص ص45-46.

(3)- مجدي شهاب، أصول الاقتصاد العام: المالية العامة، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، مصر، 2004، ص9.

الفرع الثاني: السياسة المالية في الفكر الكلاسيكي (الفكر التقليدي).

يقصد بالمدرسة الكلاسيكية مجموعة الأفكار الاقتصادية التي وضع أصولها المفكر الإسكتلندي "آدم سميث" وأسهم في تطويرها كل من مالتس، جان باتيست ساي، دافيد ريكاردو، جون ستيوارت ميل.

كان الإقتصاديون الكلاسيكي يؤمنون بميل الإدخار والاستثمار إلى التعادل من خلال التغيير في معدل الفائدة، وعند مستوى التشغيل الكامل دائماً، وأن موارد المجتمع كاملة سوف تستغل بأقصى درجة وبشكل مستمر إذا لم تتدخل الدولة في المجال الإقتصادي، فكان من الطبيعي أن يعتقد الكلاسيكي بمبدأ حياد الدولة ومن ثم حصر دور الدولة الإقتصادي والإجتماعي في أضيق حدود ممكنة.⁽¹⁾

حسب النظرية الكلاسيكية فإن نشاط الأفراد أفضل بكثير من نشاط الدولة، لأن تدخل هذه الأخيرة في غير المجالات المعهودة إليها كالدفاع الخارجي والأمن الداخلي والقضاء وحماية المرافق العامة تبيد وضياح لجزء من الموارد الإقتصادية، لهذه الأسباب آمن التقليديون بمبدأ الحياد المالي في ظل مفهوم الدولة الحارسة.⁽²⁾

وبصفة عامة كانت أسس السياسة المالية في الفكر الكلاسيكي تنحصر فيما يلي:

- **الأساس الأول:** الدافع الفردي هو أساس السياسة المالية وهو يحقق الصالح العام ويقصر دور الدولة على تحقيق الأمن والنظام.
- **الأساس الثاني:** يجب أن يكون تدخل الدولة حياذيا بمعنى أن لا يؤثر النشاط الإقتصادي للدولة على تصرفات الأفراد والقطاع الخاص بأي شكل من الأشكال ولتحقيق هذه القاعدة لا بد أن تكون كافة التصرفات والقرارات الاقتصادية التي يتخذها الأفراد والقطاع الخاص قبل وبعد تدخل الدولة واحدة لا تغيير فيها، فإن تأثرت هذه القرارات الاقتصادية نتيجة لإنفاق الدولة في وجه من الوجوه المحددة أو نتيجة لفرض ضريبة أو تحصيل أي نوع من أنواع الإيرادات العامة، كان هذا النوع من التدخل الحكومي غير عادي وكانت هذه السياسة المالية للدولة خاطئة من وجهة نظر الفكر الكلاسيكي.⁽³⁾
- **الأساس الثالث:** الموازنة العامة الناجحة، هي تلك التي تتميز بصغر حجم النفقات العامة والإيرادات العامة وتلتزم بمبدأ التوازن، أي يقتصر دور الموازنة العامة على ضمان التساوي بين الإيرادات العامة العادية والنفقات العامة العادية.

(1) - محمد جمال ذينبات، **المالية العامة والتشريع المالي**، الطبعة الأولى، الدار العلمية الدولية ودار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003، ص43.

(2) - عباس كاظم الدعيمي، **السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الاوراق المالية**، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص50.

(3) - حامد عبد المجيد دراز، **السياسات المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص24.

وقد اعتقد الكلاسيك أن توازن الميزانية العامة سنويا يمكن ان يضمن قاعدة الحياد المالي بإعتبار أن تدخل الدولة وفقا لهذه الشروط يقتصر على مجرد لتحويل الأموال من مجموعة من الأفراد في المجتمع في صورة إيرادات عامة وتحويلها إلى مجموعة أخرى من نفس أفراد المجتمع في صورة إنفاق عام.(1)

ونتيجة لمبدأ حياد نشاط الدولة المالي ووجوب عدم تأثيره على أوجه النشاط الإقتصادي المختلفة وضرورة إحتفاظ الدولة بميزانية سنوية، فقد كانت أدوات ووسائل السياسة المالية التقليدية:

● الإنفاق العام ما هو إلا استهلاك غير إنتاجي من ثروة المجتمع لذلك يجب أن لا يتعدى نطاقا ضيقا محدودا وهو الإنفاق على الخدمات الأساسية وعلى الدولة أن تقوم بتغطية نفقاتها من خلال فرض الضرائب.(2)

● التوسع في الإنفاق العام يعني التوسع في تحصيل المزيد من الضرائب، أي تحمل أفراد المجتمع لعبء ضريبي أكبر، إذ أن ذلك يؤثر على استهلاكهم ومدخراتهم، حيث أن بإمكان الأفراد استخدام المبلغ الذي دفع كضريبة في الحصول على سلع استهلاكية أو ادخاره وهكذا تعتبر أفضل النفقات أقلها حجما.

● القروض كانت وسيلة استثنائية تلجأ إليها الدولة عن طريق سوق المال شأنها في ذلك شأن الأفراد، وتستعين الدولة في سدادها للقروض بحصيلة الضرائب فكأن هذه القروض اختيار لضريبة مستقبلية بدلا من الضرائب الحاضرة.(3)

● بالنسبة للتمويل التضخمي فلم تلجأ إليه الدولة في هذه المرحلة من التطور وقد كانت النقود سلعية.

الفرع الثالث: السياسة المالية في الفكر الحديث (الفكر الكينزي)

لا يوجد فرع من الإقتصاد، تعرض لتطورات سريعة في السنين الحديثة كالنظرية والسياسة المالية، فبعد أن سادت النظرية الكلاسيكية لفترة طويلة من الزمن وما أملت على السياسة المالية من دور محدود وقاصر، فقد طرأت عدة تغيرات وعوامل ساعدت على تغير دور الدولة وكان لزاما على المالية الكلاسيكية أن تقسح مكانها لمالية متدخلة منذ عام 1914.(4)

(1) - خالد شحادة الخطيب، احمد زهير شامية، أسس المالية العامة، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص35.

(2) -علي محمد خليل، سليمان أحمد اللوزي، المالية العامة، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2001، ص 92.

(3) -عوف محمود الكفراوي، السياسة المالية والنقدية في ظل الإقتصاد الإسلامي: دراسة تحليلية مقارنة، الطبعة الأولى، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر والتوزيع، الاسكندرية، مصر، 1997، ص153.

(4) - السيد عطية عبد الواحد، مبادئ واقتصاديات المالية العامة للنفقات العامة-الإيرادات العامة- الموازنة العامة دراسة مقارنة بالفكر الإسلامي، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، ص10.

وهناك عدة عوامل ساعدت على حدوث هذا التطور أهمها:

أولاً- أزمة الكساد الكبير لعام 1929 (1)

واجهت النظرية الكلاسيكية بحلول عام 1929 امتحانها الكبير إذ حدثت الأزمة الاقتصادية والمالية التي زعزعت دعائم الاقتصاد الرأسمالي وحطمت وسائل الإنتاج وأدت إلى انتشار البطالة. ووقفت النظرية الكلاسيكية عاجزة عن معالجة تلك الأزمة إذ لم يتحقق التوازن التلقائي الذي إدعاه الكلاسيك رغم حياد الدولة وعدم تدخلها، فأدى إلى سقوطها وهو ما أعطى مبرراً لتدخل الدولة في الحياة الاقتصادية.

ثانياً- التطور السياسي والاقتصادي

جاء بسبب التدخل المتزايد للدولة سواء في الظروف العادية أو الاستثنائية ففي الظروف العادية زاد تدخل الدولة كثيراً عن ذي قبل لتصبح بمثابة الضامن للحياة وعليها ان تهيب كل شيء لأفرادها. وكذلك الأمر في الظروف الاستثنائية كالحروب ومتطلباتها التي حتمت تدخل الدولة لمواجهتها واصلاح آثارها.

ثالثاً- التطور التكنولوجي (2)

بعض القطاعات التكنولوجية المتقدمة ينبغي أن تقوم بها الدولة لأنها تنطوي على استثمارات ضخمة ولا تدر عائداً مباشراً، لذلك يجب على الدولة ان تنهض بها مثل: إعداد التجهيزات الفنية، المستشفيات وهي جد مكلفة، وقد اعتمد تدخل الدولة داخل الاقتصاد في هذا الفكر على ركائز نظرية غزتها آراء واجتهادات العديد من المفكرين أشهرهم على الإطلاق "جون مينار كينز" الذي وضع مبادئ التدخل التعديلي للدولة للحد من البطالة وبعث التشغيل الكامل.(3)

تتمثل أهم الفرضيات (خاصة تلك المتعلقة بالسياسة المالية) التي إنطلق منها كينز فيما يلي:

- أهم مشاكل إعادة الإنتاج لا بد من معالجتها ليس من جهة عرض الموارد، لكن انطلاقاً من الطلب المناسب الذي يؤمن ويضمن استعمال هذه الموارد.(4)
- إن الأزمات الاقتصادية (الإنتاجية خاصة) تعتبر من أهم سمات التطور الاقتصادي (مثل عدم كفاية الطلب) لذلك فإن مشكلة التوازن في الاقتصاد لا بد من حلها عن طريق الطلب...لهذا أدخل كينز مصطلح "الطلب الفعال" في تحليله.

(1)- عادل فليح العلي، المالية العامة والتشريع المالي والضريبي، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص 43.

(2)- السيد عطية عبد الواحد، مرجع السابق، ص 15 .

(3)- محمد عباس محرز، إقتصاديات المالية العامة النفقات العامة الإيرادات العامة الميزانية العامة للدولة، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص 20.

(4)- مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، الجزء الأول الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص ص 169-170.

- طالب كينز بضرورة تدخل الدولة لعلاج أسباب الأزمات التي قد تعترض الإقتصاد الوطني، فعمل على تحديد معالم السياسة الاقتصادية الجديدة التي ينبغي أن تتبع حتى يصل الإقتصاد إلى التوظيف الكامل ويتحقق التوازن للدخل الوطني.(1)

- بالنسبة لكينز الطلب الكلي الفعال يتكون من:(2)

✓ طلب خاص على السلع الإستهلاكية ، وطلب عام على السلع الإستهلاكية.

✓ طلب خاص على السلع الإنتاجية، وطلب عام على السلع الإنتاجية.

وبدوره يتوقف الطلب على السلع الإستهلاكية على عوامل موضوعية، وعوامل ذاتية، ونفسية، أما الطلب على السلع الإنتاجية فهو يتوقف على الكفاية الحدية لرأس المال، وسعر الفائدة.

- أوضح كينز إمكانية حدوث توازن الإقتصاد القومي عند مستوى أكبر أو أقل من مستوى التوظيف الكامل حيث تظهر الفجوات التضخمية(4) أو الانكماشية.

ويرى كينز أنه عند ظهور بوادر التضخم يجب على الدولة أن تسارع بإستخدام أدوات السياسة المالية لتؤثر على مكونات الطلب الفعال مما يؤدي إلى انخفاض منحنى الطلب الكلي هو الذي يحدد نقطة التوازن وهو يتكون من مجموعة من المتغيرات من معادلة الدخل القومي:

الدخل القومي = الإستهلاك + الإستثمار + الإنفاق الحكومي + (الصادرات-الواردات) + التغير في المخزون.(4)

أما في حالات ظهور الركود أو الكساد فعلى الدولة أن تسارع باستخدام السياسات التي تؤثر على مكونات الطلب الفعال لتؤدي إلى رفع منحنى الطلب الكلي إلى أعلى أي يزداد الطلب الفعال.

وبالتالي في نطاق الفكر الكينزي أصبح للطلب الفعال دور هام في معالجة الفجوات التضخمية والانكماشية بعد أن كان هذا الدور متجاهلا في ظل الفكر الكلاسيكي فمن خلال التأثير على مكونات الطلب الكلي يمكن التحكم في مستوى التوظيف السائد.

(1)- بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2008، ص34.

(2)- محمد دويدار، دراسات في الإقتصاد المالي النظرية العامة في مالية الدولة- السياسة في الإقتصاد الرأسمالي، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية مصر، 1996، ص 32-33.

(3)- سعيد عبد العزيز عثمان، المالية العامة مدخل تحليلي معاصر، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008، ص 25-26.

(4)- عوف محمد الكفراوي، مرجع سبق ذكره، ص156.

كذلك بالنسبة لكيينز يُعد الإنفاق الحكومي وسيلة مهمة من وسائل تحقيق الاستقرار الاقتصادي وتوزيع الثروة⁽¹⁾، وتحويل القوة الشرائية من فئة إلى أخرى داخل المجتمع. والأهم من هذا وذلك أن زيادة الطاقة الإنتاجية بشكل مباشر تؤدي إلى زيادة التوظيف، ومن ثم زيادة الدخل، لهذا لم يُعد الإنفاق الحكومي محايدا بل أصبح له الدور الايجابي الذي يساعد الدول على تحقيق أهداف اقتصادية معينة او إحداث آثار محددة.⁽²⁾

كمانظر كينز إلى النفقات العامة باعتبارها الأداة الأساسية لتدخل الدولة في الإقتصاد...خاصة عندما يتعلق الأمر بمعالجة الأزمات الإقتصادية أو السعي لتجنبها، لذلك فإن تكوين هذه النفقات، هيكلها، وارتفاعها يعتبر من أهم العوامل المساعدة على الوصول إلى (الطلب الفعال).

حسب كينز فإن ميزانية الدولة تمثل قطاعا حيويا أهميته الكبرى وآثاره البالغة على القطاعات الأخرى التي تنطوي عليها ميزانية الإقتصاد القومي، كما أوضح أن العبرة ليست بتوازن ميزانية الحكومة، بل الأهم من ذلك هو توازن ميزانية الإقتصاد القومي، و لو أدى هذا إلى عدم توازن ميزانية الدولة في المدة القصيرة على الأقل.⁽³⁾

وهكذا فقد أخرج كينز السياسة المالية من عزلتها التقليدية عن سائر قطاعات الإقتصاد القومي، و يكون بذلك قد قضى إلى حد كبير على مبدأ "حيادية السياسة المالية" والفكرة القائلة بضرورة الإبقاء على توازن الميزانية، إذن هنا يمكن القول انه بعد السنوات التي تبعت أزمة الكساد لعام 1929، تغيرت الافكار المرتبطة بالسياسة المالية تغيرا جذريا.⁽⁴⁾

وعلى هذا الاساس، وضمن هذا الإطار فقد خرجت السياسة المالية من حالة العزلة المفروضة عليها من قبل المنظرين الكلاسيك الذين قاموا بتحييدها عن المجال الاقتصادي وأخذت في لعب دور هام وحاسم في التنمية والتعديل الإقتصادي إلى جانب إعادة توزيع الدخل الوطني وبالتالي أصبحت السياسة المالية أداة رئيسية من أدوات السياسة الإقتصادية والإجتماعية.

(1) - Ahmed ZAKANE, **dépenses publique productive croissance a long terme et politique économique essai d analyse économétrique appliquée au cas de lalgerie**, Thèse pour l'obtention du diplôme de Doctorat d'Etat en Sciences Economiques, Université d'Alger, 2002/2003,p18.

(2) - محمود محمد داغر، علي محمد علي، الإنفاق العام على مشروعات البنية التحتية و أثره في النمو الإقتصادي في ليبيا (منهج البيئة)، مجلة بحوث إقتصادية عربية، العدد 51، مصر، صيف 2010، ص 111 .

(3) - عادل أحمد حشيش، أساسيات المالية العامة مدخل لدراسة أصول الفن المالي للإقتصاد العام، دار النهضة العربية للطباعة و النشر، بيروت، لبنان، 1992، ص 46.

(4) - Pierre lumière, **les finances publiques**, 7^{ème} édition, armand collin collection, paris, France, 1983,page 18.

الفرع الرابع: السياسة المالية في الفكر النقدي

إن تركيز كينز على تشريح ظاهرة الانكماش جعلت أفكاره في محك صعب فقد ثبت فيما بعد أن التحليل الكينزي كان عاجزاً عن إيجاد حلول ومقترحات أو حتى تفسير ظاهرة التضخم التي سادت جنباً إلى جنب مع ظاهرة الركود الاقتصادي، ومن ثم عبر العديد من الاقتصاديين وخاصة الأمريكيين عن محدودية النظرية الكينزية باعتبارها غير قادرة على معالجة الأحداث والأزمات الاقتصادية في المدى الطويل، الأمر الذي أدى إلى ظهور فكر اقتصادي معاصر، وهو فكر قائم في أساسه ومنهجه على طروحات ونظريات المدرسة التقليدية على الخصوص، وبدرجة أقل من المدرسة الكينزية، والمتمثل في الفكر الإقتصادي المعاصر (المذهب النقدي).

تعتبر مدرسة شيكاغو " نظرية فريدمان " إمتداد للفكر الإقتصادي التقليدي لكن في ثوب جديد وبأدوات أكثر نجاعة وفعالية.⁽¹⁾

لقد إعتقد النقديون أن السياسة المالية ليس لها أي أثر في المستوى العام للأسعار وفي النشاط الاقتصادي على الأقل في الفترة القصيرة، وأن عدم استخدام السياسة المالية ينطلق من موقفهم المعارض للتدخل الحكومي الواسع واعتقادهم بأن الاقتصاد الحر الخاص هو اقتصاد مستقر لا يحتاج إلى تدخل حكومي واسع (إعادة الروح للنظرية الكلاسيكية)، ويعتقد أنصار المدرسة النقدية (ميلتون فريدمان، كارل برونودولتوز وليرلدوفيليب كادجان وغيرهم) بأن اليد الخفية (INVISIBLE HAND) التي تحدث عنها آدم سميث يمكن أن تعود إلى العمل من جديد في ظل سياسة الحرية الاقتصادية التامة، وهم بذلك يقفون موقفاً معارضاً ضد أنصار مدرسة استخدام السياسة المالية كعجلة لتحقيق التوازن في النشاط الاقتصادي.⁽²⁾

كذلك يرى النقديون أن تطبيق سياسة مالية توسعية بحتة من طرف الحكومة من شأنه أن يؤدي إلى " أثر المزاحمة" (Crowdingout)، بصفة عامة "المزاحمة" هي إحدى النظريات الاقتصادية التي يتم استخدامها لشرح حدوث زيادة في أسعار الفائدة نتيجة للنشاط الحكومي في السوق المالي.⁽³⁾

(1) - بلعزوز بن علي، مرجع سبق ذكره، ص 63.

(2) - عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 56.

(3) - what is crowding out effect? definition and meaning, see: <http://www.wisegeek.com/what-is-crowding-out-effect>.

بالنسبة للنقدويين فإن هذا الأثر يقلل من فاعلية السياسة المالية التوسعية لأن السياسة المالية هنا لا تؤدي سوى إلى آثار توزيعية بين القطاع العام و الخاص، نظرا لأن زيادة النفقات الحكومية يصحبها غالبا انخفاض في النفقات الخاصة بالقدرة نفسه، وفي هذه الحالة لا معنى بالمرّة للتوسع في النفقات الحكومية سوى تأمين الدعم للتوسع الحكومي، من جهة أخرى يرى النقدويون أن السياسة النقدية بالغة الفعالية، في حين أنه لا يجب الإعتماد على الوسائل المالية التي تؤدي إلى تعقد الوضعية الاقتصادية للدولة. (1)

نتيجة لما سبق نجد أن النقدويين و على رأسهم ملتون فريدمان يعارضون أية اجراءات تدخلية عبر السياسة المالية التي من شأنها أن تؤدي إلى تزايد العجز الحكومي ثم التضخم الذي يمثل المشكلة الاقتصادية الرئيسية لهم و هم بذلك يعبرون عن رغبتهم في العودة إلى الأسس التقليدية للسياسة المالية.

الفرع الخامس: السياسة المالية في تحليل التوقعات العقلانية (التوقعات الرشيدة)

يعتبر jan tinbergen هو أول من تحدث عن التوقعات الرشيدة في إطار نموذج للسياسة الاقتصادية لعام 1932 إلا أن muth هو الذي صاغ الفرضية بشكلها المعروف وهو الذي أعطاه التسمية الحالية من خلال بحث له بعنوان : " rational expectation and the theory of price movements " حيث رأى ان التوقعات الرشيدة يتم صياغتها على أساس النموذج الهيكلي الصحيح للاقتصاد و بالرغم من أن الفرضية قد ادخلت في عام 1961، إلا ان استخدامها لم ينتشر إلا بعد الأعمال التي قام بها robert lucas و sargent.t (1973) وكذلك barro.r (1977) و غيرهم حول التفسير النيوكلاسيكي للنتائج و التضخم. (2)

ولقد كان robert lucas أول من لفت الإنتباه إلى أهمية تناول عملية صياغة التوقعات بصورة أكثر جدية من تلك الصياغات التي تعتمد على التوقعات غير الرشيدة، بصفة خاصة التوقعات المعدلة، وقد أدى إدخال فرضية التوقعات الرشيدة إلى إحداث تطورات هامة في التحليل الاقتصادي الكلي وبحوث التطبيقات القياسية للسلاسل الزمنية، حيث إمتد إستخدام الفرضية إلى كافة فروع النظرية الاقتصادية إلى الحد الذي يمكن معه القول أن فرضية التوقعات الرشيدة تعد أكثر العناصر أهمية في تطوير النماذج الاقتصادية الديناميكية خلال الربع قرن الماضي.

تفترض نظرية التوقعات العقلانية أن توقعات الأفراد - المنشأة توقعات عقلانية، أي أنها غير متحيزة لأنها تستند إلى معلومات وافية وكافية عن الحالة الاقتصادية من خلال سياستها الاقتصادية، طالما أن الوحدة الاقتصادية على إطلاع جيد على الأمور ولديها مدخل للمعلومات ذاتها التي لدى (1) - محمد عباس محرز، مرجع سبق ذكره، ص24.

(2) - محمد ابراهيم طه السقي، التطبيقات الحديثة لفرضية التوقعات الرشيدة (1990 - 1995)، مقال منوفر على

الموقع الالكتروني: www.cba.edu.kw/elsakka/rat2.doc

الحكومة، أي أن الأفراد سوف يتصرفون وفق توقعاتهم قبل أن تقوم الحكومة باتخاذ قرارها الاقتصادي. (1)

لتوضيح ما سبق نفترض مثلاً وجود حالة من الركود الاقتصادي وأن الحكومة عازمة على معالجة هذه الحالة باستخدام سياسة مالية توسعية، فمن الطبيعي أن يتوقع الأفراد ارتفاع الطلب الكلي وتوفر فرص أكبر للعمل وارتفاع الأسعار والأجور نتيجة للسياسات التوسعية الحكومية، لذا فإن العاملين سوف يسعون للحصول على أجور أعلى ولن يرضوا بالعمل إلا إذا كانت أجورهم متناسبة مع توقعاتهم بارتفاع الأسعار، ولكن ارتفاع الأجور مع ارتفاع الأسعار سوف يحد من الطلب على الأيدي العاملة وبالتالي فإن السياسة الحكومية التوسعية تبوء بالإخفاق ولن تحقق الغرض المنشود منها بزيادة فرص العمل وتخفيض معدلات البطالة من خلال زيادة الطلب والإنتاج وبالمثل إذا ما توقع الأفراد تخفيض الضرائب كإجراء أو لتنشيط الطلب الاستهلاكي، فمن الطبيعي أن التوقعات العقلانية نتيجة تخفيض الضرائب لا بد أن تؤدي إلى عجز في الموازنة العامة ولا بد من تغطية هذا العجز أو تسديد الدين، ففي هذه الحالة تلجأ الحكومة إلى الإقتراض عن طريق زيادة الضرائب مستقبلاً، لذلك فإن السلوك العقلاني وفقاً لهذه التوقعات يقتضي المحافظة على مستوى الاستهلاك الحالي واستخدام أي زيادة في الدخل المتاح نتيجة تخفيض الضرائب لأغراض الإِدخار بدلاً من زيادة الطلب الاستهلاكي، وذلك لمواجهة زيادة الضرائب في المستقبل (بناءً على التوقعات العقلانية)، وبهذا تصبح السياسة المالية التوسعية عديمة الجدوى. (2)

المطلب الثاني: ماهية السياسة المالية

تعددت التعاريف المقدمة للسياسة المالية، وفي هذا المطلب نستعرض أهم المفاهيم المتعلقة بها وعلاقتها ببعض المتغيرات.

الفرع الأول: مفهوم السياسة المالية

مصطلح السياسة المالية من الناحية التاريخية مشتق من الكلمة الفرنسية (FISC) وتعني بيت المال أو الخزانة. (3)

(1) - بدون مؤلف، السياسة النقدية في نظرية التوقعات العقلانية <http://econ-to-relax.net/t/519-topic>

(2) - عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص 59.

(3) - محمد حلمي الطوابي، أثر السياسات المالية الشرعية في تحقيق التوازن المالي العام في الدولة الحديثة دراسة مقارنة، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية مصر، 2007، ص 8.

و على ذلك فإن المصطلح كان يجب أن يكون مرادفا لمصطلح المالية العامة كما هو مستخدم في اللغة الإنجليزية، لكي يضم الإيرادات العامة و النفقات العامة و سياسة الدين، و لكن في الإستخدام الحديث فإن السياسة المالية لها معنى أوسع و مختلف.

و قد تعددت التعاريف المقدمة للسياسة المالية، فهناك من عرفها على أنها " مجموعة من القواعد و الإجراءات و التدابير التي تتخذها الحكومة في أي دولة، لتحقيق مجموعة من الأهداف المتفق عليها خلال فترة زمنية معينة ". (1)

كما عرفت السياسة المالية على أنها " مجموعة من الإجراءات و التدابير التي تتخذها الدولة إنطلاقا من مبادئ المذهب الإقتصادي المتبع، و في إطار النظام المطبق، و في مرحلة معينة من مراحل تطور المجتمع التي تعكس أوضاعا داخلية وظروف دولية من أجل ضبط و تحصيل و تنمية مواردها المالية بكفاءة و حسن تخصيصها في مجالات الإنفاق المتعددة التي تحقق أهدافا إقتصادية و إجتماعية". (2)

وهناك تعريف آخر "هي برنامج تخطيطه و تنفذه الدولة عن عمد مستخدمة فيه مصادرها الإيرادية و برامجها الإنفاقية لإحداث آثار مرغوب فيها و تجنب آثار غير مرغوب فيها على كافة متغيرات النشاط الإقتصادي و الإجتماعي تحقيقا لأهداف المجتمع". (3)

كذلك عرفت السياسة المالية على أنها: " مجموعة من الإجراءات التي ينصب إهتمامها على دراسة النشاط المالي للدولة و ما يتبع هذا النشاط من آثار سلبية لمختلف القطاعات في الإقتصاد القومي وتتضمن تكييفها لحجم الإنفاق العام و الإيرادات العامة و نوعيا لأوجه هذا الإنفاق و مصادر هذه الإيرادات بغية تحقيق أهداف محددة، أبرزها تنمية الإقتصاد القومي و تحقيق الإستقرار الإقتصادي و العدالة في توزيع الدخل". (4)

(1)- عبد المطلب عبد الحميد، إقتصاديات المالية العامة، الدار الجامعية، الإسكندرية مصر، 2004 ، ص 41.

(2) - صالح صالح، أدوات السياسة النقدية و السياسة المالية الملائمة لترشيد دور الصيرفة الإسلامية ، مداخلة مقدمة إلى الندوة العلمية الدولية حول: الخدمات المالية و إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، أيام 18 - 19 - 20 أبريل 2012، ص ص 36 37.

(3)- رشيد ونادي، آلية تدخل الدولة في النشاط الإقتصادي عبر سياستها المالية، مجلة الأبحاث الإقتصادية، جامعة سعد دحلب، العدد (04)، البليدة، الجزائر، ديسمبر 2010، ص 192.

(4)- محمد جمال زينبات، مرجع سبق ذكره، ص 42.

و عرفت أيضا أنها " تلك السياسة التي تتعلق بإستخدام الضرائب و الإنفاق الحكومي و عمليات الدين العام بغرض التأثير على النشاط الإقتصادي في المجتمع كما تهتم بتخصيص و توزيع الموارد بين القطاع العام و الخاص و تحقيق الإستقرار و النمو الإقتصادي".⁽¹⁾

وهناك من يرى أن "السياسة المالية هي دراسة تحليلية للنشاط المالي للقطاع العام بكافة مرافقه و لذلك فهي تتضمن تكييفها كليا لحجم الإنفاق، و مصادر هذه الإيرادات بغية تحقيق أهداف معينة كالنهوض بالإقتصاد القومي و دفع عجلة التنمية، و إشاعة الإستقرار في الإقتصاد الوطني و تحقيق العدالة الإجتماعية بين أفراد المجتمع، و تقليص التفاوت بين الدخل الوطني و الدخل العالية".⁽²⁾

بناء على التعاريف السابقة فإن أي تعريف شامل و كاف للسياسة المالية لا بد أن يضم مجموعة من العناصر المهمة و هي:

- الإجراءات و التدابير المالية التي تتخذها الدولة؛
- تستعمل الإجراءات للتأثير على النشاط الإقتصادي في المجتمع؛
- تستعمل السياسة المالية لتحقيق أهداف معينة في مقدمتها النهوض بالإقتصاد القومي و دفع عجلة التنمية و تقليص التفاوت الطبقي بين أفراد المجتمع.

و بالتالي يمكن القول أن السياسة المالية هي مجموعة من الإجراءات و التدابير المالية التي تتخذها الدولة للتأثير على النشاط الإقتصادي في المجتمع، و هي تسعى إلى الوصول إلى أهداف معينة في مقدمتها تحقيق التنمية و الإستقرار الإقتصادي و تقليص التفاوت الطبقي بين أفراد المجتمع.

الفرع الثاني: الفرق بين السياسة المالية والمالية العامة

يقوم مصطلح المالية العامة Finance publique على كلمتين إحداهما المالية Finance وتعني الذمة المالية بما فيها من جانبين إيجابي و سلبي، فالجانب الإيجابي يتمثل في إيرادات الدولة recette بما لها من حقوق لدى الأفراد والجانب السلبي المدين يتمثل في النفقات العامة dépense التي يتوجب على الدولة (الإدارة العامة) صرفها، ووصف المالية بأنها عامة وليست خاصة يعني أنها تخص مالية الإدارات والسلطات والإدارات العامة أي الأشخاص المعنوية العامة القائمة والموجودة بالدولة.⁽³⁾

كذلك مقابلة النفقات العامة بالإيرادات العامة يقتضي من الدولة أن تضع برنامجا محددًا يوضع

(1)- محمد البناء، إقتصاديات المالية العامة مدخل حديث، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009، ص 118.

(2)- أعاد محمود القيسي، المالية العامة والتشريع الضريبي، دار الثقافة، عمان، الأردن، 2008، ص 87.

(3)- محمد الصغير بعلي، يسري أبو العلاء، المالية العامة: النفقات العامة - الإيرادات العامة - الميزانية العامة، دار

العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر، 2003، ص 8.

لفترة مستقبلية عادة ما تكون سنة، هذا البرنامج يسمى الميزانية العامة budget public يقابل بين النفقات العامة والإيرادات العامة، ويوجهها معا لتحقيق السياسة المالية بالدولة التي هي جزء من سياستها الإقتصادية.

أيضا عرف EDGAR Allix المالية العامة بأنها " العلم الذي يبحث في مختلف الوسائل التي تمكن الأشخاص المعنويين من تأمين الموارد اللازمة لسد الحاجات الجماعية، وفي القواعد الواجب مراعاتها في إدارة النفقات و الواردات." (1)

وبالنسبة لمحمد البنا " المالية العامة هي أحد مجالات علم الإقتصاد الذي يدرس الأنشطة الحكومية والوسائل المختلفة لتمويل النفقات الحكومية(2)، كذلك تدرس المالية العامة دور الحكومة في النشاط الإقتصادي وأثار ذلك على تخصيص الموارد و إستخداماتها وأثرها على الرفاهة العامة وعلى سلوك الأفراد و المؤسسات." (3)

إنطلاقا من التعاريف السابقة المالية العامة هي أحد فروع علم الإقتصاد التي تهتم بمعالجة ثلاثة مواضيع هي:

- دراسة النفقات العامة التي تقوم بها الدولة بغرض إشباع الحاجات العامة؛
- دراسة الإيرادات العامة وكيفية توجيهها في صورة إنفاق عام لتحقيق النفع العام؛
- دراسة الأداة التي تستخدم للتنسيق بين النفقات والإيرادات العامة بهدف الوصول إلى التوازن الإقتصادي وتحقيق أهداف المجتمع من خلال الميزانية العامة.

وقد اختلفت آراء المفكرين الإقتصاديين حول طبيعة العلاقة بين السياسة المالية و المالية العامة:

- يرى فريق من المفكرين أنه ليس هناك فرق بين السياسة المالية و المالية العامة، ووفقا للإشتقاق الإصطلاحي للسياسة المالية فإن المصطلح كان يجب أن يكون مرادفا لمصطلح المالية العامة كما هو مستخدم في اللغة الإنجليزية، لكن في الإستخدام الحديث فإن السياسة المالية لها معنى أوسع و مختلف، و يرتبط بجهود الحكومة لتحقيق إستقرار أو تشجيع مستويات النشاط الإقتصادي.(4)
- من جهة أخرى يرى فريق آخر أن السياسة المالية ترتبط إرتباطا وثيقا بالإقتصاد الكلي و تتفرع عنه

(1)- مهدي محفوظ، علم المالية العامة والتشريع المالي والضريبي: الموازنة والنفقات والواردات والقروض العامة(دراسة مقارنة)، الطبعة الرابعة، بدون دار نشر، لبنان، 2004، ص17.

(2) - David N.Hyman,public finance acontemporary application of theory to policy,10th, cengage learning, america, 2010,p13.

(3)- محمد البنا، مرجع سابق، ص120.

(4)- محمد حلمي الطوايبي، مرجع سبق ذكره، ص9.

مباشرة، كما أن السياسة المالية فرع من فروع المالية العامة، و هي تهتم بأثر الضرائب و الإنفاق العام⁽¹⁾ وسياسة الدين على الإنتاج و التوظيف و الدخل والأسعار، و بالتالي يوجد تداخل و تشابك بين السياسة المالية و المالية العامة، لكن يتضح الفرق بينهما أن المالية العامة تهتم بصفة جوهرية بجانب التوصيف و التنظير بينما ينصب إهتمام السياسة المالية على تقرير العلاج الملائم وإتخاذ القرار المناسب لكل مشكلة.⁽²⁾

إن المالية العامة تحاول إيجاد إجابات واضحة لمجموعة من الأسئلة أهمها:

- كيف تحصل الدولة على الأموال اللازمة لإشباع الحاجات العامة والإنفاق عليها؟
- ماهي الإعتبارات و الضوابط التي يجب مراعاتها عند تقدير الإنفاق العام؟
- كيف تستطيع الدولة تغطية نفقاتها العامة بواسطة ما تحصله من موارد؟
- كيف تعد الميزانية العامة؟
- كيف يمكن تحقيق التوازن بين الإيرادات العامة و النفقات العامة؟

و بالنسبة للسياسة المالية فإن مهمتها تتجلى في إتخاذ القرارات الملائمة، لكل حالة من الحالات السابقة، فالسياسة المالية تهتم بالجانب التطبيقي العملي للمسائل المالية.

يمكن القول أن المالية العامة تتضمن دراسة و تحليل للنفقات العامة و الإيرادات العامة و الموازنة العامة،⁽³⁾ بينما السياسة المالية لها معنى أوسع و أشمل فهي تشمل على مختلف الأدوات (النفقات العامة، الإيرادات العامة، الميزانية العامة) و الآليات التي يتم بواسطتها التأثير على الهيكل الإقتصادي و مؤشرات الكلية مثل: الناتج القومي، الإستهلاك، الإدخار... الخ وبالتالي تحقيق الأهداف المنشودة لأي سياسة إقتصادية بعبارة أصح السياسة المالية أوسع و أشمل من المالية العامة، حيث يمتد إختصاصها ليشمل إستخدام الأدوات المالية المتعددة لتحقيق آثار مرغوبة و تجنب الآثار غير المرغوبة على الدخل و الإنتاج و التوظيف.

(1)- CARL C. PLEHN, INTRODUCTION TO PUBLIC FINANCE, THE MACMILLAN COMPANY, LONDON, 1902, p18.

(2)- محمد الصغير بعلي، يسري او العلاء، المالية العامة: النفقات العامة-الإيرادات العامة- الميزانية العامة، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر، 2003، ص15.

(3)- السيد عطية عبد الواحد، مرجع سبق ذكره، ص19.

جدول رقم (01): التمييز بين السياسة المالية و المالية العامة

السياسة المالية	المالية العامة
← تهتم باتخاذ القرار المناسب للمشاكل المالية.	← تهتم بجانب التوصيف و التنظير.
← تهتم بالجانب التطبيقي للمسائل المالية.	← تهتم بالجانب النظري للمسائل المالية.
← لها معنى واسع:	← لها معنى ضيق:
تشمل على كيفية تأثير استخدام النفقات العامة والإيرادات العامة و الميزانية العامة للتأثير على الهيكل الإقتصادي و مؤشرات الكلية.	دراسة و تحليل النفقات العامة والإيرادات العامة و كيفية الموازنة بينهما.

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على: السيد عطية عبد الواحد، مبادئ وإقتصاديات المالية العامة: النفقات العامة- الإيرادات العامة- الموازنة العامة دراسة مقارنة بالفكر الإسلامي، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر 2000، ص 18-19.

الفرع الثالث: السياسة المالية وعلاقتها بالسياسة الإقتصادية

تعرف السياسة الإقتصادية على أنها " مجموعة من القواعد والوسائل والأساليب والإجراءات والتدابير التي تقوم بها الدولة، وتحكم قراراتها نحو تحقيق أهداف إقتصادية خلال فترة زمنية محددة، كما أنها مجموعة من الأهداف والأدوات الإقتصادية والعلاقات المتبادلة. (1)

كذلك تعني السياسة الإقتصادية: " مجموعة الإجراءات والتدابير التي تتخذها السلطات العمومية رغبة منها في تحقيق مجموعة من الأهداف المسطرة، وعلى رأسها الإستقرار الإقتصادي للدولة". (2)

إذن فالسياسة الإقتصادية هي مجموعة من الإجراءات التي تقوم بها الدولة، والتي تسعى من خلالها إلى تحقيق أهداف إقتصادية و إجتماعية.

(1) - عمر الشريف، السياسات الإقتصادية وأدوات تحقيق نجاح التنمية والإستقرار في إطار النظام الإسلامي، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول حول الإقتصاد الإسلامي: الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي بغرداية، غرداية، الجزائر، يومي 23/24 فيفري، 2011، ص 3.

(2) - البشير عبد الكريم، الفعالية النسبية للسياسة المالية والنقدية في الجزائر، مداخلة مقدمة إلى المؤتمر الدولي العالمي حول: السياسات الإقتصادية: واقع وآفاق، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 29/30 نوفمبر 2004، ص 1.

هذا وقد تم تلخيص أهداف السياسة الإقتصادية ضمن أربع أهداف تعرف المربع السحري لكالدور

وهي: (1)

- النمو الإقتصادي المستقر La croissance économique stable .
- العمالة الكاملة.
- إستقرار الأسعار Stabilité des prix.
- التوازن في ميزان المدفوعات.

في ظل المجتمعات الإشتراكية كان الإهتمام منصبا على الصناعات الأساسية تاركا للقطاع الخاص مجالا محدودا، فخطة التنمية كانت تعتمد على القطاعين العام والخاص إلا أن دور القطاع العام كان أكثر وضوحا. أما في ظل النظام الرأسمالي الذي يسود جل المجتمعات الحديثة فقد سادت كلمة الخصصة مفاهيم السياسة الإقتصادية فهي لب النظام الرأسمالي، وقد حظيت سياسات التحول لاقتصاد السوق باهتمام السياسيين والإقتصاديين منذ الثمانينات وأصبح التخصيص محور النقاش في كثير من الدوائر السياسية والأكاديمية بإعادة النظر في نطاق دور الدولة في الإقتصاد، وزاد الإهتمام كثيرا بهذه السياسات مع إنيارالاتحاد السوفياتي الذي حمل معه تغيرا جذريا في النظرة إلى التخطيط المركزي وهيمنة الدولة على الإقتصاد.

وقد نالت فكرة الخصصة الإهتمام الكبير باعتبارها وسيلة أساسية لإصلاح المشروعات العامة وتقليص تدخل الدولة في النشاط الإقتصادي (فهي أحدث سياسة إقتصادية)، الأمر الذي سينعكس إيجابيا على أدائها وبالتالي تحسن معدلات النمو الإقتصادي.

وتعد الخصصة من أهم التغيرات التي طرأت على مسار السياسة الإقتصادية، وأصبح الحماس كبيرا للمبادرة الخاصة وللحد من التدخل الحكومي في الإنتاج لخفض الإنفاق ومعالجة عجز الميزانيات الحكومية، فالتقى الهدفان في صيغة العمل على إطلاق عملية الخصصة في أي برنامج إصلاح إقتصادي يقصد من ورائه تعزيز النمو واللاحق بركب التنمية إذا كان الحديث يتم في إطار دولة نامية. وعلى الرغم من شيوع إستخدام كلمة الخصصة إلا أنها ذات معان متعددة، حيث يمكن تعريفها ببساطة بأنها مجموعة سياسات متكاملة تستهدف الإعتماد الأكبر على آليات السوق ومبادرات القطاع الخاص من أجل تحقيق أهداف التنمية والعدالة الإجتماعية، وبالتالي فإن مفهوم الخصصة لا يقتصر على فكرة بيع وحدات القطاع العام الخاسرة أو الرابحة إلى القطاع الخاص وإنما هو أوسع نطاقا من ذلك وأعمق

(1) - عبد الله خبابة، أساسيات في إقتصاد المالية العامة، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2009، ص 34.

مضمونا مما يشتمله من تحويل للملكية. (1) كذلك تعمل الخصخصة على تنشيط وتوسيع نطاق المنافسة في الإنتاج والتسويق مما يؤدي بالضرورة إلى تحرير الأسواق من الإحتكارات، فضلا عن إلغاء قيام القطاع العام بأنشطة غير ملائمة له، وإيقاف نزيف موازنة الدولة المتمثل في دعم المؤسسات التي لا يمكن لها أن تستمر على أساس تجاري، بهذا المفهوم المتكامل يتضح أن الخصخصة ليست سلسلة من القرارات المباشرة وليست حلا موحدا وناجحا وصالحا لكل الدول، وإنما هي حزمة متكاملة من السياسات التي تستهدف تحقيق الأهداف التنموية بفعالية أكبر من خلال إطلاق آليات السوق وفتح المجال أمام مبادرات القطاع الخاص وتوسيع نطاق المنافسة.

تعتبر بريطانيا من أول الدول التي تنبت سياسة الخصخصة على نطاق واسع منذ أواخر السبعينات وبداية الثمانينات، (2) وقد شمل برنامج الخصخصة بيع أصول عامة إلى القطاع الخاص، وبشكل عام تنطوي الخصخصة على بيع مشروعات عامة مملوكة للدولة وإلى تقديم بعض الخدمات العامة إلى القطاع الخاص، وفي بعض الدول حيث تمتلك الحكومة مشاريع إقتصادية منتجة تصبح هذه المشاريع إلى القطاع الخاص السمة البارزة للخصخصة.

مع كل هذه المفاهيم للسياسة الإقتصادية في ظل النظام الإشتراكي سابقا والرأسمالي حاليا فإن السياسة المالية تعمل على تمويل البرامج التنموية وهذا بالإعتماد أساسا على مدخرات المجتمع الحقيقية، لذا فإن الحكومة تسعى لتوعية القطاع الخاص على الإستثمار في المجالات النافعة والمناسبة مع برنامج التنمية وعموما فإن الدولة تقوم بضبط سياستها المالية لتمويل السياسة الإقتصادية معتمدة على عدة مصادر من أبرزها : (3)

أولاً- زيادة الموارد: أي العمل على زيادة الإيرادات لتغطية أوجه الإنفاق بغض النظر على كمها ونوعها وهي غالبا ما تكون إيرادات ضريبية وتكون بشتى الطرق:

- **تحسين أساليب التحصيل:** إن تحسين أساليب التحصيل والحد من التهرب الضريبي وتحصيل متأخرات الضرائب تؤدي كلها إلى زيادة الحصيلة الضريبية زيادة ملموسة.

(1) - سعيدة بوسعدة، زينب بوقاعة، كاتية بوروية، أساليب وضوابط الخصخصة في الجزائر، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول: إقتصاديات الخصخصة والدور الجديد للدولة، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، أيام 3-7 أكتوبر 2004، ص 1.

(2) - سامية حدو، طرق وأساليب خصخصة المؤسسات العمومية الإقتصادية، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول: إقتصاديات الخصخصة والدور الجديد للدولة، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، أيام 03-07 أكتوبر 2004، ص 01.

(3) - عبد الله خبابة، مرجع سابق، ص 37.

- **رفع معدلات الضرائب:** تستطيع الحكومة تحقيق إيراد برفع معدل الضريبة بشرط أن تكون زيادة مقبولة أي لا تؤدي إلى الضرر المباشر و الإنعكاس الخطير والهدف المراد الوصول إليه أولاً وهو التنمية الإقتصادية.

- **ضغط النفقات العامة:** يتسنى للدولة تحقيق إيرادات بالعمل على تجنب الإسراف في إنفاق الأموال العامة.

- **موارد ضريبية جديدة:** قد تسعى الحكومة إلى فرض ضرائب جديدة تراعى فيها قلة تكاليف الجباية وعدم الإضرار بالنشاط الإقتصادي، وهنا تجدر الإشارة إلى أن الضرائب قد تستخدم لإحكام الرقابة على السلع الكمالية التي تحوي منافسة كبيرة وأيضاً وسيلة للرقابة على الإستثمارات غير الضرورية والتي تتعارض مع منهج التنمية الإقتصادية وكذلك تستعمل الضرائب لحماية المنتجات الناشئة والحد من إستيراد السلع المنافسة.

ثانياً- القروض الداخلية (القروض العامة): القرض العام هو مبلغ من المال تحصل عليه الدولة عن طريق الإلتجاء إلى الغير (الأفراد، أو المصارف أو غيرها من المؤسسات المالية) مع التعهد برد مبلغه و دفع الفوائد عن مدته وشروطه.⁽¹⁾

كما تقوم الدولة بإصدار قروض للأفراد بهدف تمكينهم من المساهمة الفعالة في النهوض باقتصادهم وتيسر لهم إستثمارهم أموالهم إستثماراً مأموناً، كذلك تستطيع الدولة اللجوء إلى الإئتمان المصرفي للمساهمة في تمويل السياسة الإقتصادية، وذلك بحث البنك على تقديم تسهيلات لمختلف قطاعات الإقتصاد.

ثالثاً- التمويل الخارجي: أي أن تعمل الدولة على زيادة التنوع في صادراتها بقدر الإمكان، أو كقيامها بتشجيع الإستثمارات الأجنبية هذا في حالة إستحالة خلق إستثمار محلي قوي، وكذلك ما تعقده الدولة من قروض من الدول الأخرى أو صندوق النقد الدولي والهدف من السياسة الإقتصادية و إرتباطها الوثيق بالسياسة المالية هو الوصول إلى عملية التكامل الإقتصادي وهي عملية مهمة جداً وضرورية للغاية، و إنعدامها يصيب الإقتصاد بخلل و إضطراب، فهذه العملية تحقق : (2)

- الإكتفاء الذاتي؛

(1)- عادل أحمد حشيش، أصول الفن المالي للإقتصاد العام: مدخل لدراسة أساسيات المالية العامة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2001، ص 187.

(2)- عبد الله خبابة، مرجع سابق، ص 37.

- الإقتصاد المستقل غير التابع؛
- حل مشكلة السوق؛
- الإبتعاد عن الأزمات الإقتصادية؛
- تحقيق التقدم والتطور الدؤوب والسبق في التكنولوجيا؛
- تحقيق التكامل في الخبرات والعقول ورؤوس الأموال؛
- تحقيق الأمن الغذائي؛
- تحقيق الإستقرار العام إقتصاديا وعسكريا و إجتماعيا.

المطلب الثالث: أهداف ووظائف السياسة المالية

بعد إتساع دور الحكومة في النشاط الإقتصادي، أصبح من الواجب أن تعمل الحكومات على تنسيق نشاط الأفراد بحيث تتوحد الأهداف و الجهود ولا تتعارض أو تتنافس. و لذلك أصبح لزاما على السياسة المالية أن تعمل على تحقيق التوازن في جوانب الإقتصاد القومي.

الفرع الأول: أهداف السياسة المالية.

بشكل عام تعمل السياسة المالية على تحقيق الأهداف التالية:

أولاً- التوازن العام: أي أنه يجب أن يكون هناك توازن بين مجموع الإنفاق القومي (نفقات الإستهلاك و الإستثمار و النفقات الحكومية) وبين مجموعة الناتج القومي بالأسعار الثابتة في مستوى يسمح بتشغيل جميع عناصر الإنتاج المتاحة، والأدوات التي تستخدمها الدولة للوصول إلى هذا الهدف كثيرة ومتنوعة أهمها: الضرائب و القروض و الإعانات و الإعفاءات و المشاركة مع الأفراد في تكوين الشركات و غيرها⁽¹⁾.

ثانياً- التوازن الإقتصادي: و هو يتحقق عن طريق التوازن بين نشاط القطاع الخاص والقطاع العام، فكلما كانت المشروعات الخاصة أقدر على الإنتاج من المشروعات العامة كلما وجب على الدولة أن تمتنع عن التدخل المباشر و يقتصر نشاطها على توجيهه بواسطة الإعانات و الضرائب إذا دعت الحاجة إلى ذلك فينبغي أن لا تقل المنافع التي كان يمكن الحصول عليها لو ظلت الموارد في أيدي الأفراد، و بعبارة أخرى يتحقق هذا التوازن عندما تكون المنافع الحدية للنشاط الإقتصادي للدولة متعادلة مع المنافع الحدية التي تقتطعها الحكومة بتحصيل إيراداتها من الأفراد.⁽²⁾

(1) - محمد العربي ساكر، الإقتصاد الكلي، دار الفجر للنشر و التوزيع، القاهرة، مصر، 2006، ص 118.

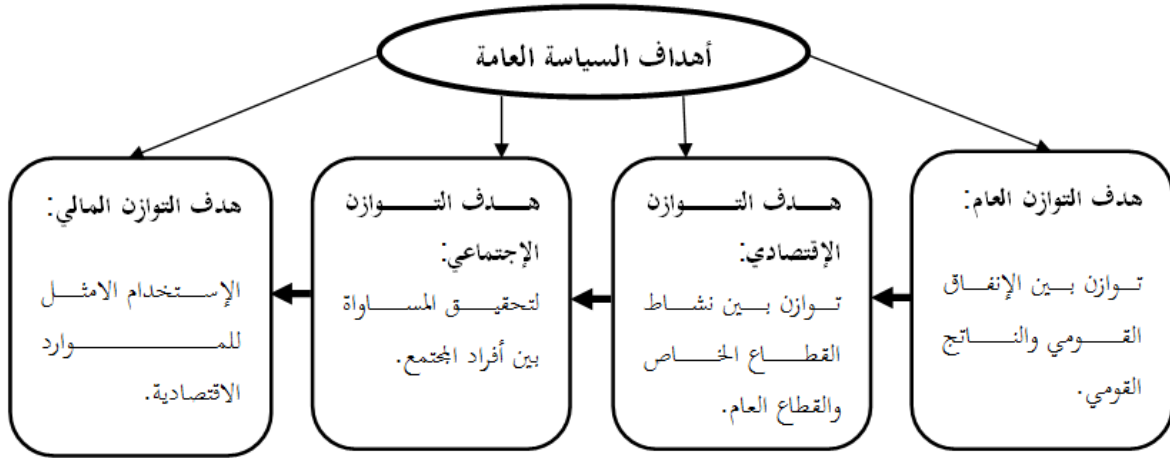
(2) - عبد المطلب عبد الحميد، النظرية الإقتصادية تحليل جزئي و كلي للمبادئ، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 427.

ثالثاً - التوازن الإجتماعي:و يقصد به أن السياسة المالية تهدف إلى تحقيق المساواة الإقتصادية، حيث أنه في كافة البلدان الرأسمالية يوجد تفاوت في توزيع الثروة و الدخل، كما يوجد تمركز للقوة الإقتصادية في أيدي قليلة والنتيجة الطبيعية هي تعاسة الجماهير والإحباط العام بين الأفراد، وكل الدول المتقدمة تسعى لتقليل هذا التفاوت حتى تعم الرفاهية الإقتصادية ويحظى الجميع بفرص متساوية. (1)

رابعاً - التوازن المالي: يقصد به الإستخدام الأمثل للموارد الإقتصادية فمثلاً: يجب أن يكون النظام الضريبي بسيطاً، كافياً مالياً حتى يستجيب لإحتياجات الدولة.

وما تجدر الإشارة إليه، هو أن الأهداف التي سبق ذكرها قد يكون هناك تعارض واضح فيما بينها، لكنها مرتبة ترتيباً منطقياً، بحيث أن السياسة المالية تهدف أولاً إلى تحقيق التوازن العام، ثم توفير التوازن الإقتصادي، ثم التوازن الإجتماعي بشرط أن لا يخل هذا الهدف بالحجم الأمثل للإنتاج، وأخيراً الهدف المالي مع مراعاة مقتضيات هدف الإستقرار والظروف الملائمة للإنتاج الأمثل و العدالة الإجتماعية.

شكل رقم (01): أهداف السياسة المالية



المصدر: من تلخيص الطالبة بناء على المعلومات السابقة.

الفرع الثاني: الوظائف الأساسية للسياسة المالية

تؤثر السياسة المالية على الإقتصاد بعدة طرق، ويمكن رصد الوظائف والأمور التالية

للسياسة المالية:

(1) - كامل بكري، رمضان محمد مقلد، محمد سيد عابد، إيمان عطية ناصف، مبادئ الإقتصاد الكلي، الدار الجامعية،

الإسكندرية، مصر، 2002، ص 304.

أولاً- السياسة المالية ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية

بوجه عام يمكن تعريف التنمية الاقتصادية على أنها " العملية التي يحدث من خلالها تغيير شامل ومتواصل مصحوب بزيادة في متوسط الدخل الحقيقي وتحسن في توزيع الدخل لصالح الطبقة الفقيرة وتحسن في نوعية الحياة وهيكل في الإنتاج ". (1)

إذن من خلال هذا التعريف يمكن القول أن التنمية الاقتصادية تنطوي على تحسن وتغيير شامل ملحوظ في المجالات الاقتصادية والاجتماعية، مع زيادة في متوسط الحقيقي.

إن عملية التنمية لا تتم إلا بالاعتماد على الدولة بهدف تركيز وتجميع الفائض الاقتصادي المتحقق بيد الدولة لإستخدامه مركزيا لصالح التغيير المنشود إقتصاديا واجتماعيا من أجل إعادة توزيع الدخل والثروة لصالح الكادحين والمنتجين الحقيقيين للثروة. (2)

وفي هذا الصدد تساهم السياسة المالية بشكل كبير في التنمية الاقتصادية وزيادة مستوى النشاط الإقتصادي للمجتمع، وتستخدم الدولة كل الوسائل والإمكانيات لتوفير المال اللازم للوصول إلى الهدف. وفي كل الأحوال عليها تجنب الوسائل التمويلية التضخمية والاعتماد على المدخرات الوطنية. فبالنسبة لاستثمار القطاع الخاص، الذي يعتمد في تمويله على مدخرات القطاع العائلي وقطاع الأعمال، علما بالدولة أن تحفز الأفراد على الإدخار وتوجيههم إلى الإستثمار المجدي ضمن خطط التنمية الشاملة، وعدم التوجه نحو الإنفاق الإستهلاكي على السلع الكمالية.

وفيما يتعلق باستثمارات الدولة فمصادر التمويل هي:

- مدخرات الدولة: التي تتمثل في صافي نشاط المؤسسات التي تملكها الدولة.
- فائض الموازنة الجارية للخدمات: وذلك بإيجاد علاقة تبادلية بين زيادة الإيرادات الجارية للخدمات وتخفيض الإستخدامات الجارية من خلال:

- ✓ زيادة الإيرادات الضريبية؛
- ✓ النقشف الحكومي، أي تقنين النفقات العامة بحيث لا ينتج إنخفاض في الأداء الحكومي؛
- ✓ تجنب التهرب الضريبي وتحصيل المستحقات الضريبية؛
- ✓ زيادة سعر الضرائب الحالية؛
- ✓ فرض ضرائب جديدة.

(1)- عبد القادر محمد عطية، إتجاهات حديثة في التنمية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2000، ص10.

(2)- طارق الحاج، المالية العامة، الطبعة الاولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1999، ص206.

- **اللجوء إلى القروض الداخلية** : نعني بها القروض الداخلية السليمة أي الإقتراض الحقيقي الناجم عن الإدخار الإختياري، ويجب الإبتعاد قدر الإمكان عن الإقتراض التضخمي الناجم عن التوسع في إصدار النقود مما ينتج عنه إرتفاع في مستوى الأسعار وإنخفاض الدخل الحقيقي وبالتالي إرتفاع في مستوى الأسعار وإنخفاض الدخل الحقيقي وبالتالي إرتفاع تكاليف التنمية.
- **التمويل من الخارج**: وذلك بتشجيع الصادرات وزيادتها، أو عن طريق القروض الخارجية، أو جذب رؤوس الأموال الخارجية للإستثمار داخل الدولة. (1)

ثانيا- السياسة المالية وتحقيق الكفاءة الإقتصادية في تخصيص الموارد

يقصد بتخصيص الموارد الإقتصادية عملية توزيع الموارد المادية والبشرية بين الأغراض أو الحاجات المختلفة بغرض تحقيق أعلى مستوى من الرفاهية لأفراد المجتمع.

يشمل التخصيص العديد من التقسيمات:

- تخصيص الموارد بين القطاع العام والخاص.
- تخصيص الموارد بين سلع الإنتاج و سلع الإستهلاك.
- تخصيص الموارد بين الإستهلاك العام والخاص.

أي أن أي مشكلة التخصيص تتلخص في الإختيار بين العديد من أوجه التفصيل، مثل التفضيل بين حاجة و أخرى، أو بين غرض وآخر، أو بين قطاع إقتصادي و آخر، وفي جميع الأحوال يتضمن الإختيار التضحية ببعض الحاجة أو الأغراض في سبيل إشباع الحاجات التي تنال تفضيل الأفراد. (2)

هنالك بعض الإجراءات التي تساعد على تخصيص الموارد وتوجيهها إلى المجالات ذات الأولوية التي تدخل في إطار السياسة المالية منها. (3)

- الإعفاءات الضريبية على أرباح الأعمال في الإستثمارات الجديدة لفترة محدودة .
- الإعفاء جزئيا من الضرائب غير المباشرة مثل: الرسوم الجمركية.
- إعفاء الأرباح المحتجزة من الضرائب إذا ما إستمرت في إنشاء مشاريع جديدة أو تجديدها.

(1)- طارق الحاج، مرجع سابق، ص 208.

(2)- بن علي بلعوز، ضوابط السياسات المالية في الإقتصاد الإسلامي ودورها في الحد من الفقر، مقال متوفر على الموقع الإلكتروني: <http://www.kantarji.com/figh/economicos.html>.

(3)- عبد الباسط بوزيان، دور السياسة المالية في إستقطاب الإستثمار الأجنبي المباشر: دراسة حالة الجزائر خلال الفترة 1994-2004، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2007/2006، ص71.

- تقديم إعانات استثمارية (رأسمالية) للمنشآت الصغيرة.
- الإنفاق الحكومي مثل: برامج التدريب والتأهيل والطرق والمواصلات وغيرها من أصناف الإنفاق المتعلقة بالبنية الأساسية للإقتصاد.

ثالثاً- السياسة المالية وتحقيق الإستقرار الإقتصادي

تعتبر البيئة الإقتصادية المستقرة شيئاً أساسياً في تحقيق التنمية في إقتصاد ما، وموضوع الإستقرار الإقتصادي يمكن تجزئته إلى ثلاث أهداف رئيسية محددة وهي: نمو الناتج الحقيقي، التشغيل الكامل وإستقرار الأسعار، ويمكننا إضافة الإستقرار في سعر الصرف والتوازن الخارجي إذا أخذنا بعين الإعتبار درجة الإنفتاح الإقتصادي، ولعله من الواضح أن هذه الأهداف متداخلة ومتشابكة، فبدون العمالة الكاملة فإن الناتج المحتمل في إقتصاد ما لن يتحقق بصفة كلية، كما تؤدي تقلبات الأسعار إلى سيطرة عدم التأكد وعرقلة النمو الإقتصادي.

ويرتبط مفهوم الإستقرار الإقتصادي بمفهوم الدورة الإقتصادية، حيث التجربة التاريخية إلى أن فترات التوسع الإقتصادي وإنخفاض معدلات البطالة يتبعها فترات بطء النمو الإقتصادي وإنكماش النشاط الإقتصادي، ففي فترات بطء النمو الإقتصادي ترتفع معدلات البطالة وينخفض المستوى العام للأسعار، والدورة الإقتصادية المفترضة تعكس حركة منتظمة من الإزدهار والركود، إلا أنه في الواقع فإن الدورات الإقتصادية لا تأخذ شكلاً منتظماً، وبالتالي فإن تقادم إختلال الإستقرار الإقتصادي الداخلي والخارجي يفرز بكل تأكيد عدداً من الأزمات الإقتصادية الخطيرة كتفاقم معدلات التضخم وتدهور معدلات التضخم وتدهور معدلات النمو الحقيقية. (1)

إن السياسة المالية تهدف إلى تحقيق الإستقرار الإقتصادي، ومقاومة التقلبات الإقتصادية، فإذا كانت الحكومة ترغب في الوصول إلى مستوى معين ومرغوب من الدخل القومي الحقيقي فإنها تستخدم في تلك الحالة أدوات السياسة المالية لتحقيق ذلك الهدف، وفي حال الوصول إلى ذلك المستوى المرغوب من الدخل القومي الحقيقي فإن دور السياسة المالية هنا يتلخص في المحافظة على إستقرار هذا المستوى ومنع التقلبات التي قد يتعرض لها الإقتصاد.

رابعاً- السياسة المالية وإعادة توزيع الدخل

من الوظائف الرئيسية التي تقوم بها السياسة المالية هي محاولة توزيع الدخل الوطني بشكل عادل أو على الأقل قريب منه، وهذا لا يعني توزيع الدخل بشكل متساوي بين أفراد المجتمع بل مكافأة الأفراد

(1) - وليد عبد الحميد عايب، الآثار الإقتصادية الكلية لسياسة الإنفاق الحكومي: دراسة تطبيقية قياسية لنماذج التنمية الإقتصادية، الطبعة الأولى، مكتبة حسن العصرية، بيروت، لبنان، 2010، ص ص 62-63.

حسب مجهوداتهم وإنتاجهم المادي والفكري تطبيقا للمبدأ القائل " لكل حسب عمله وجهده " وفي هذا الإطار فإنه من العدالة في التوزيع ضمان الحد الأدنى من الدخل لكل فرد من أفراد المجتمع. (1)

في هذا الصدد فإن السياسة المالية تعمل على الإقلال من التفاوت بين الأفراد في توزيع الدخل والثروات والتقريب بين طبقات المجتمع هناك يتسببان في تفاوت الدخل هما:

- العامل الأول: ناجم عن التفاوت في القدرات الذهنية والمهارات الجسدية للأفراد.
- العامل الثاني: ناجم عن التفاوت في تملك الثروات المدرة للدخل، وبشكل عام فإن الدخل الناجمة عن العمل (أجور، رواتب...) تكون أقل من دخول الملكية، من هنا فإن أي سياسة مالية تتبعها الحكومة يجب أن تقلل من هذه الفجوة في الدخل، من أهم السياسات المالية المتبعة: (2)
- التدخل في أسعار السلع والموارد: من خلال التسعير الجبري، أو تحديد حد أدنى للأجور أو زيادة أسعار السلع الكمالية و تخفيض أسعار السلع الأساسية أو تقديم الدعم للأنشطة الانتاجية المخصصة لإنتاج السلع الأساسية. وهو ما يؤدي إلى تقليل الفجوة في الدخل بين الأغنياء والفقراء.
- تعديل الدخل الشخصية : ذلك من خلال الضرائب التصاعدية على الدخل، التي تحد من دخول الأفراد المرتفعة أو من خلال النفقات التحويلية لأصحاب الدخل المتدنية مما يزيد من دخلهم الحقيقي.
- تغير نمط الملكية: بعض الدول تتبع ذلك من خلال فرض الضرائب على ملكية رأس المال والضرائب على التركات والهبات والوصايا.

خامسا- السياسة المالية ومستوى العمالة

- يوجد فرق بين المفهوم النظري والعملي للعمالة الكاملة. فالمفهوم النظري تعني العمالة الكاملة إستخدام جميع الموارد إستخداما كاملا وأمثلا ومن ثم فإن هدف العمالة الكاملة يتطلب الوصول بمعدل البطالة إلى الصفر. (3)

في الأوضاع العادية عمليا من الصعب جدا الوصول إلى التشغيل الكامل خاصة في المجتمعات الديمقراطية وذلك نظرا لإحلال الآلة محل السيد العاملة. إلا أنه نظريا إذا إفترضنا أن جميع أفراد المجتمع يعملون ماعدا في أوقات الفراغ المرغوبة والمشروعة وذلك مثل:

- تحديد ساعات العمل.

- العطل الرسمية.

(1)- السعيد برييش، الإقتصاد الكلي: نظريات - نماذج وتمارين محلولة، دار العلوم، عنابة، الجزائر، 2007، ص25.

(2)- طارق الحاج، مرجع سبق ذكره، ص 208.

(3)- السعيد برييش، مرجع سابق، ص 23.

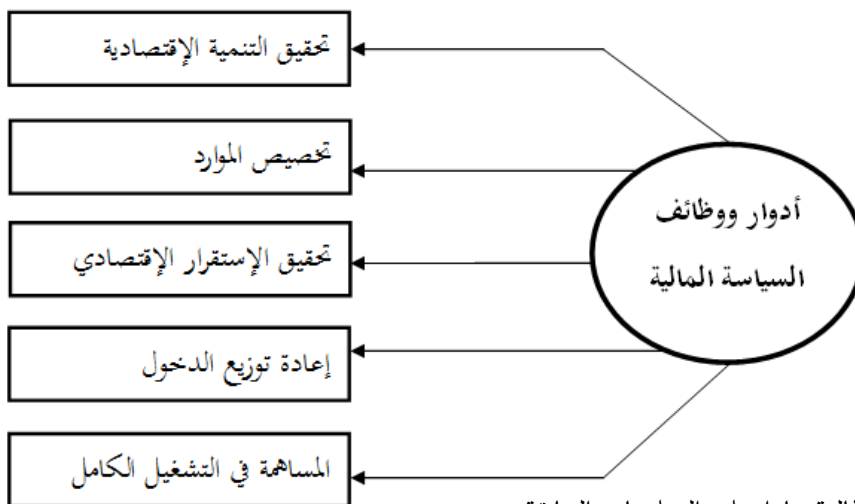
- قوانين التقاعد.

- إنصراف الشباب عن العمل أثناء الدراسة... الخ

فإننا نصل إلى مستوى الإستخدام الكامل في الفترة القصيرة ويبقى التأكيد بأن العمالة الكاملة كهدف لا يمكن تحقيقه، بل يجب القبول بوجود معدل بطالة عادي أو طبيعي وهذا يربطه بمعدل النمو، التضخم... الخ أي المعدل الطبيعي للبطالة هو ذلك الذي يسمح بتحقيق أهداف الإستقرار الإقتصادي في مستوى معقول، والمصطلح الشائع للإستعمال خاصة في التحاليل المعاصرة هو الإستخدام المتاح أي عدد المناصب المتوفرة فعلا لأسباب إقتصادية داخلية أو خارجية.

يمكن للدولة تقادي حدوث ظاهرة البطالة من خلال السياسة المالية، إذ أن وجود بطالة متزايدة معناه إنخفاض الطلب الكلي الفعال مما يؤثر سلبا على رغبة المنتج في التوسع في الإنتاج بسبب إنخفاض الأسعار، كما يمكن أن يؤدي إلى إيقاف بعض خطط الإنتاج مما يدخل الإقتصاد في حلقة مفرغة من البطالة وإنخفاض الطلب الكلي، وهنا تكون السياسة المالية التوسعية كفيلا بتحقيق الإنعاش الإقتصادي، إما من خلال الإعانات الإقتصادية للمنتجين التي تساهم في تشغيل الموارد المتاحة أو من خلال قيام الدولة بإنشاء مدن جديدة ومدها بجميع الخدمات الأساسية، الأمر الذي يسمح بخلق فرص جديدة للتشغيل كذلك نجد أن النفقات التحويلية الخاصة بالمعاشات والتأمين الذي من شأنه زيادة إطمئنان الأفراد على مستقبلهم يكون له كبير الأثر على زيادة الإنتاجية. (1)

شكل رقم (02): الأدوار والوظائف الأساسية للسياسة المالية



المصدر: من تلخيص الطالبة بناء على المعلومات السابقة.

(1) - العمرية لعجال، الإنفاق العام وأثره على مستوى التشغيل، مقال متوفر على الموقع الإلكتروني:

<http://WWW.docstoc.com/docs/145254770//D>

المبحث الثاني: أدوات السياسة المالية

يكشف نشاط الدولة عن نفسه في واقع الحياة الإجتماعية عن طريق ما تقوم به في صورة نفقات عامة، وترجع أهمية هذه الأخيرة إلى كونها الأداة التي تستخدمها الدولة في تحقيق الدور الذي تقوم به في مختلف المجالات، فهي تعكس كافة جوانب الأنشطة العامة، وتبين البرامج الحكومية في شتى الميادين في صورة أرقام و إتمادات تخصص لكل جانب منها، تلبية للحاجات العامة للأفراد، وسعياً وراء تحقيق أقصى نفع جماعي ممكن لهم، من جهة أخرى يتطلب قيام الدولة بوظيفتها المالية المتعلقة بتحقيق الإشباع العام أن تعمل على تدبير الموارد اللازمة لتغطية نفقاتها العامة، وتستمد الدولة ما هي في حاجة إليه من خلال ما يسمى بـ " الإيرادات العامة " ، كذلك يقتضي حسن إدارة مالية الدولة أن يكون هناك تقابل وتنسيق بين الإنفاق العام والإيراد العام في شكل ما يسمى بـ " ميزانية الدولة " . ومن خلال هذا المبحث سيتم الوقوف على مختلف الجزئيات المتعلقة بأدوات السياسة المالية المتمثلة في: النفقات العامة، الإيرادات العامة وكذلك الميزانية العامة.

المطلب الأول: النفقات العامة

مع تزايد دور الدولة في التدخل لإشباع الحاجات العامة، تتطور دائماً وبصفة مستمرة، نظرية النفقات العامة من حيث مفهومها، وتتجدد أنواعها وتقسيماتها المختلفة، والقواعد التي تحكمها، كما تظهر بوضوح الآثار الإقتصادية المترتبة عليها.

الفرع الأول: تعريف النفقات العامة

إتفق الإقتصاديون على تعريف النفقة العامة بصورة رئيسية بأنها " مبلغ نقدي يقوم بإنفاقه شخص عام بقصد تحقيق منفعة عامة". (1)

ووفقاً لهذا التعريف يمكن إعتبار النفقة العامة ذات ثلاث عناصر:

- مبلغ نقدي.
 - يقوم بإنفاقه شخص عام.
 - الغرض منها هو تحقيق نفع.
- وسيتم تناول كل عنصر فيما يلي:

أولاً- النفقة العامة مبلغ نقدي

إن العنصر الأساسي للنفقة العامة هو استخدام مبلغ من النقود الذي يمثل الثمن لاحتياجات الدولة

(1) - سوزي عدلي ناشد، أساسيات المالية العامة: للنفقات العامة- الإيرادات العامة- الميزانية العامة، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2008، ص 25.

من سلع وخدمات أساسية لتأمين سير المرافق العامة وثماناً لرؤوس الأموال الإنتاجية التي هي بحاجة إليها لتنفيذ المشروعات الإستثمارية التي تتولى أمر تنفيذها، ومنح الإعانات على إختلاف أنواعها. وطالما أن المعاملات والمبادلات الإقتصادية تتم عن طريق النقود في ظل نظام إقتصادي نقدي، والنقود هي وسيلة الدولة في الإنفاق، شأنها في ذلك شأن الأفراد، وسواء في ظل نظريات العقد الإجتماعي أو التضامن الإجتماعي فإن الإيرادات هي مصدر الإنفاق وهي نقدية بالضرورة، لكل ذلك أخذت النفقة العامة شكل نقود. (1)

يشير الإنفاق العيني مشاكل إدارية متعددة منها عدم الدقة في تقديره أو محاباة الدولة لبعض الأفراد بإعطائهم مزايا عينية تزيد في قيمتها عن ثمن السلع والخدمات التي قدموها مقابل ذلك كما أن المزايا العينية تعد إخلالاً بمبدأ المساواة بين الأفراد في تحمل الأعباء العامة ويبدو ذلك واضحاً عند ما تحقق الدولة المساواة بين الأفراد في دفع الضرائب ثم تحابي البعض بمزايا عينية وهذا يعني تخفيض العبء الضريبي بصورة غير مباشرة، وبالرغم من أن الإنفاق العام قد ظل لفترة طويلة من الزمن يتم في صورة عينية - كقيام الدولة بمصادرة جزء من ممتلكات الأفراد، أو الإستيلاء جبراً على ما تحتاجه من أموال ومنتجات دون تعويض أصحابه تعويضاً عادلاً، أو إرغام الأفراد على العمل بدون أجر (السخرة) إلا أن هذا الوضع قد إختلف بعد إنتهاء مرحلة إقتصاد المقايضة، وصارت النقود هي الأداة الوحيدة في المبادلات، وإستناداً إلى ما سبق لا تعتبر الوسائل غير نقدية التي تتبعها الدولة للحصول على منتجات أو منح المساعدات، من قبيل النفقات العامة كذلك لا تعتبر نفقات عامة المزايا العينية مثل: السكن المجاني، أو النقدية كالإعفاء من الضرائب، أو الشرفية كمنح الألقاب والأوسمة التي تقدمها الدولة لبعض القائمين بخدمات عامة أو لغيرهم من الأفراد. ولا يقلل من ذلك أنه في بعض الحالات الإستثنائية التي قد يتعذر على الدولة تماماً الحصول على إحتياجاتها عن طريق الإنفاق النقدي مثل: أوقات الحروب والأزمات الحادة، قد تعد بعض الوسائل غير النقدية من قبيل النفقات العامة. إلا أن ذلك إستثناء لا يجب التوسع فيه بأي حال من الأحوال.

وهناك جملة أسباب تقف وراء إتجاه الدولة إلى الصيغة النقدية في نفقاتها وهي: (2)

- تحول المجتمعات من الإقتصاد العيني إلى الإقتصاد النقدي وعليه فلا يعقل أن يتعامل الأفراد فيما بينهم بالصيغة النقدية وتتعامل الدولة معهم بالصيغة العينية.

(1)- الطاهر جنابي، علم المالية العامة والتشريع المالي، دار الكتب للطباعة والنشر، بغداد، العراق، بدون سنة نشر،

ص ص 17-18.

(2)- عادل فليح العلي، مرجع سبق ذكره، ص 51.

- صعوبة ممارسة الرقابة الإدارية والبرلمانية على الإنفاق العيني.

ثانيا- النفقة العامة يقوم بها شخص عام

يتمثل هذا العنصر في أن الشخص الذي يقوم بالنفقة هو من أشخاص القانون العام في الدولة بمختلف مستوياتها الحكومية سواء على المستوى المركزي أو على مستوى المحليات، وتجدر الإشارة إلى أن هذا الشرط هو شرط ضروري وليس كافيا حيث أن صدور النفقة عن أحد أشخاص القانون العام لا تعد بالضرورة نفقة عامة إلا إذا كان إنفاق هذا الشخص العام هو من أجل إشباع حاجة عامة، وبالضرورة لا تعتبر النفقة التي يقوم بها أحد أشخاص القانون العام نفقة عامة إلا إذا كان إنفاق هذا الشخص العام من أجل إشباع حاجة عامة، وبالضرورة لا تعتبر النفقة التي يقوم بها أحد أشخاص القانون العام نفقة عامة إذا كان الهدف منها منفعة خاصة بل لا بد أن تكون النفقة هي لإشباع منفعة عامة في سلعة أو خدمة عامة. (1)

ثالثا- تحقيق المنفعة العامة.

لا يكفي أن يتحقق الركبان السابقان حتى نكون أمام نفقة عامة بل يجب أن يؤدي الإنفاق العام إلى تحقيق منفعة عامة⁽²⁾. أي أنه من الضروري أن تستخدم النفقة العامة من أجل إشباع حاجة عامة، ويجد هذا الركن مبرره في أمرين إثنين، أولهما أن المبرر الوحيد للنفقات العامة هو وجود حاجات عامة، فتتولى الدولة أو الهيئات والمؤسسات العامة إشباعها نيابة عن الأفراد، لذلك يجب أن يكون الهدف من النفقة العامة هو تحقيق نفع عام يتمثل في إشباع حاجة عامة، ثانيهما إذا كان الإنفاق يهدف إلى تحقيق منفعة خاصة لبعض الفئات، أو بعض الأفراد، فإنه يخرج عن إطار النفقات العامة، لأنه يتعارض مع مبدأ المساواة بين المواطنين، وقد أثارت فكرة المنفعة العامة كثيرا من الجدل بين كتاب المالية العامة و الإقتصاد حول التوصل إلى معيار دقيق لقياس المنفعة العامة، وقد بذلت محاولات عديدة في سبيل التوصل إلى مثل هذا المعيار، يمكن أن نذكر منها⁽¹⁾:

- تتحقق المنفعة العامة القصوى، عندما تتساوى التضحية الحدية التي يتحملها الأفراد في سبيل تمويل النفقات العامة، مع المنفعة الحدية لدخولهم المتبقية بعد إقتطاع جزء من هذه الدخل لتمويل النفقات العامة.

(1)-عبد المطلب عبد الحميد، إقتصاديات المالية العامة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، السنة ص ص 175-176.

(2)-Matthieu CONAN, L'élaboration d'une théorie générale des dépenses publiques, revue du trésor, No 2, france, Février 2008, p3.

• تتحقق المنفعة العامة القصوى، عندما تتساوى المنافع الحدية لجميع النفقات العامة في أوجه استخداماتها المختلفة.

- تتحقق المنفعة العامة القصوى، عندما يتم توزيع النفقات العامة على أوجه الاستخدامات المختلفة بحيث يتحقق أكبر قدر من الدخل القومي الحقيقي.

الفرع الثاني: تقسيمات الإنفاق العام

بالرغم من تعدد وتنوع تقسيمات النفقة العامة سواء على مستوى الكتابات الإقتصادية والمالية أو على المستوى التطبيقي الذي تظهره موازنات الدولة، إلا أن هذه التقسيمات في مجملها النظري والتطبيقي تستند إلى معيارين رئيسيين: (1)

- **المعيار الإقتصادي:** يتم الإسناد إليه عند تحليل الآثار الإقتصادية للنفقات العامة ومعرفة نتائجها المالية، ونظرا للأهمية التي يتميز بها هذا المعيار يتم الإعتماد عليه في إعداد الموازنات العامة الحديثة، كموازنة التخطيط والبرمجة والموازنة الصفرية.... الخ

- **المعيار الوضعي:** ويتم الإسناد إليه في تصنيف النفقات العامة بموازنة الدولة وإستنادا إلى هذا المعيار يتم تقسيم أو تبويب النفقات العامة إلى ثلاث تقسيمات:

- التقسيم الإداري.

- التقسيم النوعي.

- التقسيم الوظيفي.

أولاً- التقسيمات الإقتصادية للنفقات العامة.

في نطاق التقسيمات الإقتصادية للنفقات العامة يتم الإسناد إلى عدد من المعايير في تصنيف النفقة العامة من أهم تلك المعايير:

- معيار طبيعة النفقة.

- معيار دورية النفقة.

- معيار الغرض من النفقة.

1- **معيار طبيعة النفقة:** إستنادا إلى هذا المعيار يتم التمييز بين نوعين من النفقات: النفقات الحقيقية (الفعلية) والنفقات التحويلية (نفقات إعادة التوزيع).

• **النفقات الحقيقية (الفعلية):** هي تلك التي تنفقها الدولة من أجل الحصول على السلع والخدمات

اللازمة لتسيير المصالح العامة مثل: رواتب الموظفين ومستخدمي الدولة وشراء الأجهزة والفوائد التي

(1)- خالد شحادة الخطيب وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص 58-59.

تدفعها على القروض العامة. هذه النفقات تؤدي إلى زيادة الدخل القومي لأنها تؤدي إلى خلق دخول جديدة تضاف إلى الدخل المكونة للدخل الوطني⁽¹⁾.

● **النفقات (التحويلية) (الناقلة):** هي تلك التي تنفقها الدولة دون مقابل أي دون الحصول على أية سلعة أو خدمة... وكل ما تيغيه الدولة من هذه النفقات هو إعادة توزيع الدخل والثروة بحيث يتم نقل القدرة الشرائية من فئة إلى أخرى مما يؤدي إلى زيادة الدخل القومي بشكل مباشر. ⁽²⁾

تشمل هذه النفقات: الإعانات بمختلف أنواعها، المساعدات الإجتماعية المختلفة، الضمان الإجتماعي، التأمين ضد الشيخوخة والبطالة، المساعدات الإقتصادية على إختلاف أنواعها، الإعانات الخيرية والثقافية... إلخ

ويرى بعض الإقتصاديين أن النفقات العامة يجب أن لا تتفق بدون مقابل، وأن النفقات التحويلية لا مبرر لها... وأن الدولة لا يسمح لها بأن تقتطع جزء من أموال الأفراد إلا في سبيل تسيير الإدارات الحكومية الضرورية وهذا هو المفهوم الليبرالي. إلا أن المفهوم الحديث يعتبر النفقة العامة قبل كل شيء وسيلة مالية للتدخل في الحياة الإقتصادية والإجتماعية وليس المهم نوع النفقة بمقابل أو بدون مقابل في كثير من الأحيان النفقة بدون مقابل، وتحقق أغراض الدولة الحديثة أكثر من النفقات الأخرى.

2- معيار دورية النفقة العامة: يتم فيه تقسيم النفقات إلى نوعين⁽³⁾:

● **النفقات العادية (الثابتة، الجارية):** هي تلك النفقات التي تتجدد دوريا على أساس معيار تكرارها الدوري فتزد في كل ميزانية من ميزانيات الدولة العادية كل عام وبطريقة منتظمة كمرتبات الموظفين ونفقات صيانة المباني العامة، والطرق والمواصلات العامة، وليس المقصود دورية النفقة تكرارها كل عام في الميزانية بنفس المبلغ.

● **النفقات غير العادية (المتغيرة، الرأسمالية):** هي النفقات التي لا تتكرر بصفة دورية كل سنة، كنفقات الحروب ومكافحة الأوبئة الطارئة كوباء الكوليرا ونفقات إغاثة منكوبي الزلزال والأعاصير والفيضانات غير العادية.

3- معيار الغرض من النفقة: يمكن فيه التمييز بين:

● **النفقات الإدارية:** هي تلك النفقات المتعلقة بسير المرافق العامة، واللازمة لقيام الدولة، حيث تشتمل:

(1) - محمد طاقة، هدى العزاوي، إقتصاديات المالية العامة، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2007، ص 54.

(2) - Eric oliva, **finances publiques**, dalloz, paris, France, 2001, page 18.

(3) - علي زغدود، المالية العامة، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2008، ص 22.

نفقات الدفاع، والأمن، والعدالة، والتمثيل السياسي، وتعتبر النفقات العسكرية أهم بنود هذا النوع من الإنفاق (1).

● **النفقات الإجتماعية:** هي تلك النفقات المتعلقة بالأغراض الإجتماعية للدولة والتي تتمثل في الحاجات العامة التي تؤدي إلى التنمية الإجتماعية للأفراد، وذلك عن طريق تحقيق قدر من الثقافة والتعليم والصحة للأفراد وكذلك تحقيق قدر من التضامن الإجتماعي عن طريق مساعدة بعض الفئات (إعانة العاطلين، إعانة الأسر الكبيرة الحجم ذات الموارد المحدودة).

● **النفقات الإقتصادية:** تبرز في النفقات التي تضاف إلى نشاط القطاع الخاص قصد المراقبة والأداء الفعال في دعم الإقتصاد المحلي، وتضم نفقات الإستثمارات العامة التي تهدف إلى توفير الخدمات الأساسية كالنقل والمواصلات، الكهرباء، الماء... الخ إضافة إلى نفقات دعم التجارة الخارجية والزراعة ونفقات حماية الغابات ونفقات دعم السياحة وعمليات الصرف والري، وتهدف الدولة من وراء هذا النوع من النفقات إلى خلق رؤوس أموال جديدة وزيادة الناتج الوطني، وهذا النوع من النفقات تولى له أهمية كبيرة في الدول النامية خاصة، وذلك لضعف نشاط القطاع الخاص بها (2).

4- معيار الهيئة القائمة بالإنفاق: تصنف النفقات العامة إلى: (3)

● **نفقات محلية:** هي تلك التي تقوم بها الهيئات المحلية والمخصصة لإقليم أو منطقة ما، كالإنفاق على إنشاء الجسور والسدود والإنفاق على خدمات التعليم والصحة في المنطقة أو الإقليم.

● **نفقات مركزية:** هي التي تقوم بها الهيئات المركزية والتي تخصص لتحقيق النفع العام لصالح أفراد المجتمع في كافة الأقاليم والمناطق دون إستثناء ومثال ذلك: النفقات العسكرية المخصصة للدفاع الوطني.

ثانيا- التقسيمات الوضعية للنفقات العامة

في إطار التقسيمات الوضعية للنفقات العامة يتم الاستناد كذلك إلى مجموعة من المعايير نذكر منها مايلي:

(1) - محمد الصغير بعلي، مرجع سبق ذكره، ص 31.

(2) - كريم بودخوخ، أثر سياسة الإنفاق العام على النمو الإقتصادي (دراسة حالة الجزائر 2001-2009)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة دالي إبراهيم، الجزائر، 2010/2009، ص 41.

(3) - محمد الصغير بعلي، يسري أبو العلاء، المالية العامة النفقات العامة الإيرادات العامة الميزانية العامة، دار العلوم، عنابة، الجزائر، 2003، ص 38.

1-المعيار الإداري: يقوم التقسيم الإداري للنفقات العامة على أساس الجهة أو الهيئة الإدارية التي تقوم بالانفاق، حيث يتم توزيعها حسب الوزارات، كما توزع داخل كل وزارة حسب أقسامها وأجهزتها⁽¹⁾.

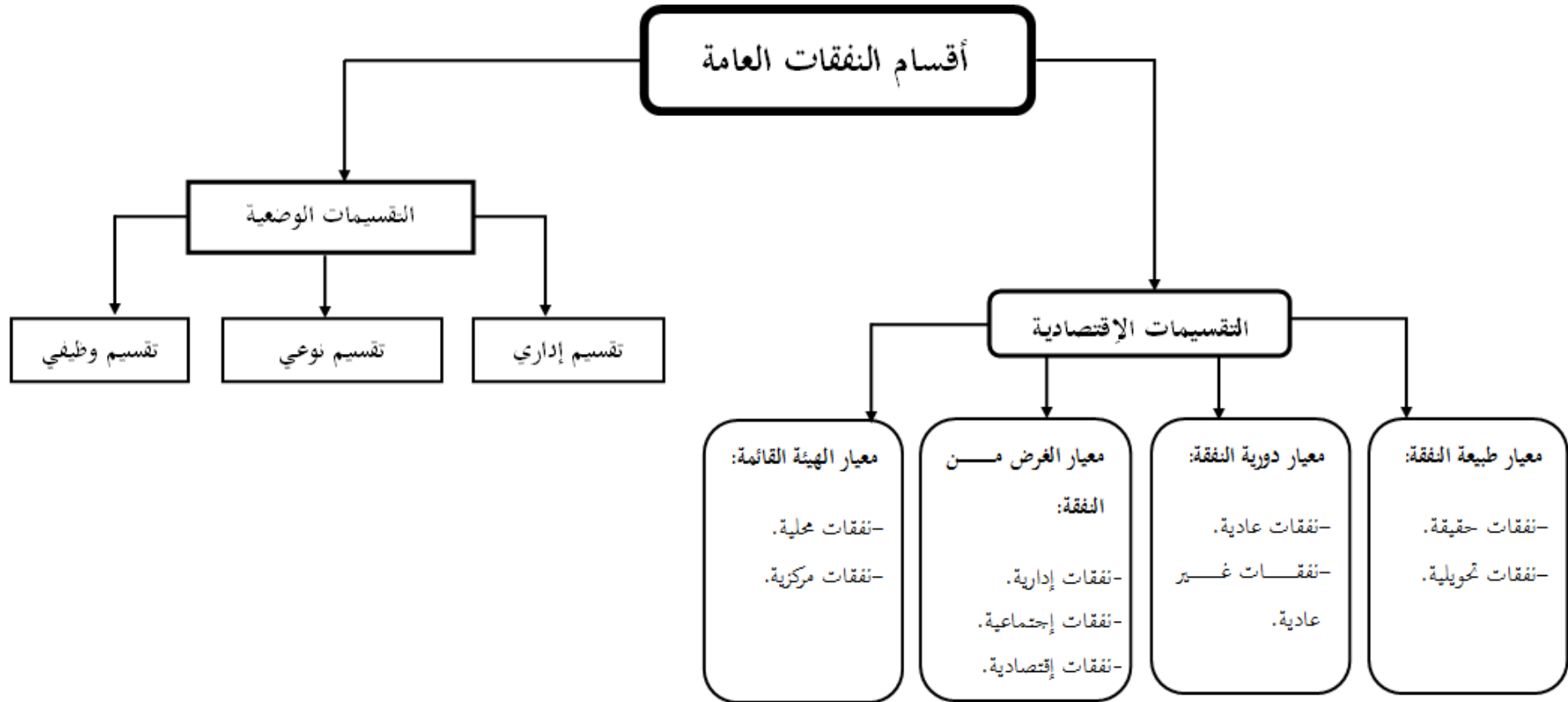
2-المعيار الوظيفي: حيث تظهر نفقات الدولة في شكل قطاعات تبرز بداخلها نفقات كل قطاع، وعلى سبيل المثال نجد: نفقات ادارة عامة، نفقات قضاء، نفقات علاقات دولية، نفقات اقتصادية، نفقات اجتماعية، نفقات ثقافية...إلخ

3-المعيار الاقتصادي: يقوم هذا المعيار على الاعتبار الوظيفي، لكن تظهر فيه وظائف الدولة في قطاعات متعددة للوظيفة الواحدة، فلا يكتفي بالقول بنفقات اقتصادية واجتماعية بل يظهر توزيعا بحسب أنواع هذا النشاط، ومثال ذلك ميزانية التجهيز حيث يقسم القطاع الاقتصادي إلى المجالات المختلفة التي تدخل في هذا القطاع كمجال الزراعة والصناعة والتجارة والنقل والصيد...إلخ، والاتجاه الحديث في الدول المتخلفة هو الجمع بين التقسيمين الإداري والاقتصادي⁽²⁾.

(1)- فليح حسن، المالية العامة، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2008، ص132.

(2)- مصطفى الفار، الإدارة المالية العامة، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص55.

شكل رقم (03): تقسيمات النفقات العامة



المصدر: من تلخيص الطالبة بناء على المعلومات السابقة.

الفرع الثالث: الآثار الاقتصادية للنفقات العامة

تحدث النفقات العامة آثارا مباشرة وغير مباشرة على النشاط الإقتصادي القومي، وتتوقف الآثار

الإقتصادية للنفقات العامة على عوامل عديدة منها:

● طبيعة هذه النفقات.

● هدف النفقات.

● طبيعة الإيرادات اللازمة لتمويلها.

● الوضع الإقتصادي السائد.

أولا- الآثار المباشرة للنفقات العامة: تشمل على ما يلي:

1- تأثير النفقات العامة على الناتج القومي: يقصد بالناتج القومي " مجموع السلع والخدمات النهائية

المقومة بأسعار السوق خلال فترة زمنية معينة عادة ما تكون السنة بغرض إشباع الحاجات المتزايدة

للمجتمع ". (1)

ويمكن للنفقات العامة أن تؤثر على الناتج القومي من خلال عدة نواحي: (2)

● تؤدي النفقات العامة إلى زيادة الناتج القومي بطريقة مباشرة وذلك مثل: النفقات الإنتاجية، أو

الإستثمارية التي تعمل على إنتاج السلع المادية والخدمات العامة لإشباع الحاجات الإستهلاكية

للأفراد، وقد تؤدي النفقات العامة إلى زيادة الناتج القومي بطريقة غير مباشرة، حيث تؤدي هذه النفقات

إلى زيادة قدرة الأفراد على العمل، وعلى الإدخار، وذلك مثل: نفقات التعليم والصحة، حيث يؤدي

الإنفاق على هذه المرافق إلى كفاءتها وقدرتها على تقديم أفضل الخدمات للأفراد.

● قد تؤدي زيادة الإنفاق العام إلى نقل بعض عناصر الإنتاج من فرع لآخر من الفروع الإنتاجية،

فالدولة تستطيع جذب عناصر الإنتاج إلى فرع معين من خلال توجيه الإنفاق العام إليه، كما في حالة

إعانة سلعة من السلع.

● قد تؤدي زيادة الإنفاق العام في منطقة معينة إلى توجيه عناصر الإنتاج إلى تلك المنطقة، فعندما تزيد

الدولة من إنفاقها على التعليم أو الصحة في منطقة معينة، تزداد الكفاءة الإنتاجية لأفرادها وتزداد

قدرتهم على العمل والإدخار، وهو ما يجذب عناصر الإنتاج إلى تلك المنطقة(3).

(1)- السعيد بريش، مرجع سبق ذكره، ص 43.

(2)- حسين مصطفى حسين، المالية العامة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001، ص 31.

(3)- محمود حسين الوادي، زكريا أحمد عزام، مبادئ المالية العامة، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، الأردن،

2007، ص 149.

• قد يؤثر الإنفاق العام على رغبة الأفراد وميلهم إلى الإدخار بالنقص، ففي حالة توجيه الإنفاق العام إلى تأمين مستقبل الأفراد وتقرير معاشات أو ضمانات إجتماعية كبيرة، قد يترتب عن ذلك إنصراف الأفراد عن العمل وبالتالي عن الإدخار لأنهم يضمنون إعانات حكومية تكفيهم.

2- تأثير النفقات العامة على الإستهلاك والإدخار: إن تناول آثار النفقات العامة على الإستهلاك يعني ضمناً تناول تأثيرها على الإدخار، لأن هذا الأخير ماهو إلا ذلك الجزء من الدخل الذي لا يتم إستخدامه في الإنفاق على الإستهلاك، ويؤثر الإنفاق العام على مستوى الإستهلاك من خلال عدة طرق: (1)

- تشتري الحكومة سلعاً وخدمات إستهلاكية من أجل تسيير الأجهزة الحكومية، وكلما زاد حجم الإنفاق العام زاد مستوى الإستهلاك الكلي في الإقتصاد.
- إن جزءاً من الإنفاق العام الإستهلاكي يكون على شكل أجور ومرتببات تدفعها الدولة مقابل خدمات تلزم لإشباع الحاجات العامة، وإن جزءاً مهماً من هذه الدخول سوف ينفق على الإستهلاك من قبل المستفيدين لشراء السلع والخدمات، وهذا معناه زيادة الطلب الكلي.
- زيادة دخول منتجي السلع الإستثمارية وأجور العاملين في المشاريع الإستثمارية يؤدي إلى زيادة مستوى الإستهلاك في القطاع الخاص نتيجة إرتفاع مستوى الدخل.

3- تأثير النفقات العامة على مستوى الأسعار: تحرص السلطات العامة على السيطرة على التقلبات الحادثة في أسعار السلع والخدمات، وبالتالي فإن أثر الإنفاق العام على مستوى الأسعار يظهر من خلال تأثيره على قوى العرض والطلب للسلع والخدمات في الإقتصاد مثلاً: يمكن أن يكون للإنفاق العام دور في المحافظة على مستوى الأسعار في حالات الكساد، حيث تتدخل الدولة عن طريق زيادة إنفاقها العام على هيئة إعانات المشروعات الإنتاجية، لتحافظ على عدم إنهيار وإنخفاض الأسعار لضمان سير العمل في المشروعات(2).

ثانياً- الآثار غير مباشرة للنفقات العامة: تتمثل فيما يلي:

1- أثر المضاعف: يعني أن الزيادة الأولية في الإنفاق الحكومي تولد زيادات متتالية في الدخل، فالمضاعف يظهر عدد المرات التي يزداد بها الدخل القومي على إثر القيام بالإنفاق الحكومي(3).

(1)- محمود حسين الوادي، زكريا أحمد عزام، مبادئ المالية العامة، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2007، ص 149.

(2)- محمد عمر الحاجي، أثر الإنفاق العام على التنمية الإقتصادية، متوفر على الموقع الإلكتروني:

<http://alshamtoday.net>

(3)- المرسي السيد حجازي، مبادئ الإقتصاد العام النفقات والقروض العامة (الكتاب الأول)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 181.

2-المعجل: ويعني أن زيادة الطلب على السلع الإستهلاكية بفعل زيادة الإنفاق العام سيجتريب عليه تغيير أكبر في الإنفاق الإستثماري من خلال زيادة الطلب على وسائل الإنتاج الثابتة من قبل المشروعات التي زاد الطلب على منتوجاتها.

المطلب الثاني: الإيرادات العامة

تقوم الدولة بتغطية نفقاتها العامة من خلال مايسمى بالإيرادات العامة، هذه الأخيرة تتعدد أشكالها وتختلف طبيعتها تبعا لنوع الخدمة التي تقدمها الدولة.

الفرع الأول: تعريف الإيرادات العامة.

تعددت التعاريف التي تناولت موضوع الإيرادات العامة:

فقد عرفت الإيرادات العامة على أنها: " ذلك الدخل الذي تحصل عليه الحكومة من كافة الجهات والموارد وبصورة نقدية عادة، من أجل تغطية نفقاتها العامة " (1)

وهناك تعريف آخر: " الإيرادات العامة هي مجموع الأموال التي تحصل عليها الحكومة للإنفاق على المرافق والمشروعات العامة ووضع سياستها المالية موضع التنفيذ". (2)

كما عرفت الإيرادات العامة على أنها " مجموعة الدخول التي تحصل عليها الدولة من من المصادر المختلفة من أجل تغطية نفقاتها العامة وتحقيق التوازن الإقتصادي والإجتماعي ". (3)

ويرى عبد المطلب عبد الحميد أن الإيرادات العامة تمثل: " مجموع الأموال التي تحصل عليها الحكومة سواء بصفتها السيادية أو من أنشطتها وأملكها الذاتية أو من مصادر خارجة عن ذلك، سواء كانت قروضا داخلية أو خارجية، أو مصادر تضخمية، لتغطية الإنفاق العام خلال فترة زمنية معينة، وذلك للوصول إلى تحقيق عدد من الأهداف الإقتصادية والإجتماعية والمالية ". (4)

وهناك من يرى أن الإيرادات العامة هي: " المصادر التي تستمد منها الدولة الأموال اللازمة لسد نفقاتها وهذه الإيرادات متعددة أهمها إيرادات الدولة من أملاكها الخاصة والضرائب والرسوم والقروض والوسائل النقدية ". (5)

(1)- فليح حسن خلف، المالية العامة، مرجع سبق ذكره، ص 163.

(2)- سوزي عدلي ناشد، مرجع سبق ذكره، ص 85.

(3)- مجدي محمود شهاب، مرجع سبق ذكره، ص 90.

(4)- عبد المطلب عبد الحميد، إقتصاديات المالية العامة، مرجع سبق ذكره، ص 448.

(5)- علام محمد عبد المحسن الشلا، محددات الإيرادات العامة في فلسطين، أطروحة مقدمة إستكمالا لمتطلبات درجة الماجستير في المنازعات الضريبية، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين، 2005، ص 7.

وبالنسبة لمفكرين آخرين: " هي جميع الأموال النقدية والعينية والمنقولة والعقارية التي ترد إلى الخزينة العامة للدولة وتغطي بنود الإيرادات العامة في الموازنة العامة ". (1)

بناء على ما سبق يمكن القول أن أي تعريف شامل للإيرادات العامة يجب أن يتضمن مجموعة من العناصر المهمة وهي:

- الإيرادات العامة هي مجموع الأموال (سواء كانت نقدية، عينية، منقولة، عقارية) التي تحصل عليها الدولة.
- تستعمل الإيرادات العامة من أجل تغطية النفقات العامة وتحقيق التوازن الإقتصادي والإجتماعي.

الفرع الثاني: معايير تصنيف الإيرادات العامة

تعتمد الحكومات على مصادر متعددة للإيرادات العامة، وتختلف أهمية هذه المصادر لكل حكومة حسب النظام الإقتصادي السائد ومدى تقدم الدولة، والنظام السياسي المتبع، كذلك تتنوع المعايير التي يتم تصنيف الإيرادات العامة على أساسها فالبعض يقسمها بحسب مصدر الإيراد إلى إيرادات أصلية وإيرادات مشتقة، بينما يقسمها البعض تبعاً لمدى إستخدام الدولة لسلطتها الأمر في تحصيلها إلى إيرادات سيادية وإيرادات غير سيادية، أخيراً يلجأ البعض إلى تقسيمها حسب درجة إنتظامها إلى إيرادات عادية وغير عادية وفيما يلي شرح موجز لها:

أولاً-الإيرادات الأصلية والإيرادات المشتقة

- 1- **الإيرادات الأصلية:** تتمثل في ما تحصل عليه الدولة من أملاكها وهي تعرف بدخل الدومين أو الإيرادات الإقتصادية.
- 2- **الإيرادات المشتقة:** هي تلك الإيرادات التي تحصل عليها الدولة عن طريق إقتطاع جزء من ثروة الآخرين... ويشمل هذا النوع كافة أنواع الإيرادات عدا الدومين، (2) وعلى كل فقد هذا التقسيم الكثير من أهميته في وقتنا الحاضر نظراً لضآلة حصيلة الإيرادات الأصلية بالمقارنة بالإيرادات المشتقة، فهذه الأخيرة أصبحت تمد الموازنات العامة بكل إيراداتها منذ أن عمدت الدولة لبيع ممتلكاتها من الأراضي الزراعية والإعتماد على ما تجبیه من ضرائب لتمويل نفقات خدماتها وفي الواقع فإن هذا التقسيم قد إنحصرت فائدته في عهود الإقطاع الغربي حين كانت إيرادات أملاك الدولة تمثل المصدر الرئيسي للإيرادات العامة. (3)

(1)- علا محمد عبد المحسن الشلا، نفس المرجع أعلاه، ص 7.

(2)- محمود الحسين الوادي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 53.

(3)- مجدي محمود شهاب، مرجع سبق ذكره، ص 267.

ثانيا- الإيرادات السيادية والإيرادات غير السيادية

1- الإيرادات السيادية: هي تلك الإيرادات التي تحصل عليها الدولة بالإلزام إستنادا على السلطة السيادية للدولة مثل: الضرائب، الرسوم، الغرامات...إلخ.

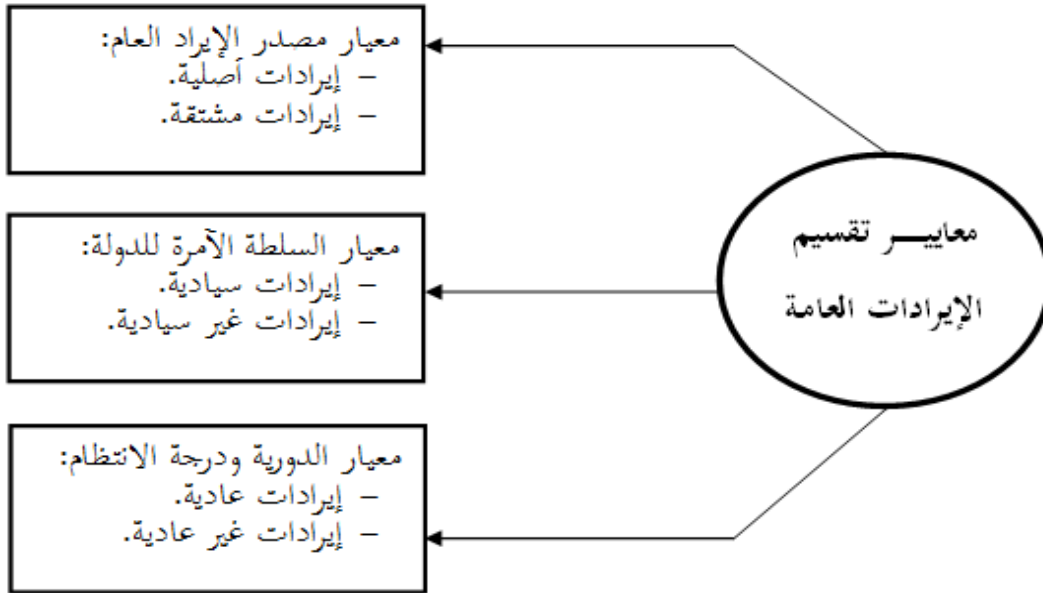
2- الإيرادات غير السيادية: تحصل عليها الدولة بصفتها شخص إعتباري قانوني مثل: القروض، الهبات...إلخ(1).

ثالثا-الإيرادات العادية وغير العادية

1-الإيرادات العادية: هي تلك الإيرادات التي تحصل عليها الدولة بصفة منتظمة وصورة دورية مثل دخل الدومين، الضرائب، الرسوم، وهذه الإيرادات يتكرر ورودها في مواعيد منتظمة، عادة ما تكون كل سنة ميلادية.

2-الإيرادات غير العادية: هي الإيرادات الإستثنائية أو الإيرادات التي تحصل عليها الدولة بصفة غير منتظمة مثل: القروض، عملية الإصدار النقدي، الهبات والهدايا.

والشكل الموالي يلخص المعايير التي يتم على أساسها تقسيم الإيرادات العامة:



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على المعلومات السابقة.

شكل رقم(04): معايير تصنيف الإيرادات العامة

الفرع الثالث: مصادر الإيرادات العامة

تتمثل أهم مصادر الإيرادات العامة فيما يلي:

(1) - طارق الحاج، مرجع سبق ذكره، ص 38.

أولاً- إيرادات أملاك الدولة: تمتلك الدولة مجموعة من الأموال المختلفة تسمى "الدومين" وهو ينقسم إلى:

1- الدومين العام: هو ما تمتلكه الدولة من أموال مخصصة ومعدة للإستعمال والنفع العام، وهي الأموال التي لا يجوز بيعها أو إيجارها أو إستئجارها أو تمليكها بالتقادم والتصرف بها... الخ، و تخضع لأحكام القانون العام مثل: الطرق العامة والجسور والحدائق والشواطئ والأنهار.. الخ، أي تلك الأموال التي ينتفع بها الأفراد دون مقابل، وهذا هو المعنى الواسع لها⁽¹⁾.

2- الدومين الخاص (ممتلكات الدولة الخاصة): هي تلك الأموال التي تمتلكها الدولة ملكية خاصة، ولذلك يجوز التصرف بها من بيع وإستئجار وتخضع لأحكام القانون الخاص عند التصرف بها، وتسري عليها القواعد المتعلقة بالمعاملات والتقادم في القانون الخاص، وقد توسع العمل بهذا النوع من الأموال الخاصة على ضوء تدخل الدولة المتزايد في الميدان الإقتصادي والإجتماعي والمالي والتجاري، كالأراضي الزراعية و حقول النفط وغيرها من المشاريع والمرافق التجارية والصناعية والمالية ويأخذ الدومين الخاص عدة أشكال تتمثل فيما يلي:

• **الدومين المالي:** يتمثل في جميع الأسهم والسندات المالية التي تمتلكها الدولة والفوائد المستحقة لها عن القروض التي تمنحها لبعض مؤسسات القطاع الخاص أو عن إيداع بعض أموالها في البنك المركزي، ومن الملاحظ أن حجم هذه الممتلكات المالية للدولة قد إزداد في عصرنا الحاضر خصوصا

بعد أن إنتهجت الدولة المشاركة في رساميل بعض شركات الأموال أو المشاريع التجارية والصناعية التي تستهدف من نشاطها تحقيق الصالح العام. أما سبب إزدياد حجم هذه الممتلكات فيعود للمزايا التي يتمتع بها هذا النوع من المشاريع الإقتصادية المختلطة، حيث يجمع بين نوعين من النشاطات. النشاط الفردي من جهة والنشاط الحكومي من جهة ثانية، ومما لا ريب فيه أن الدولة عندما تساهم في هذا النوع من المشاريع، تكون قد هدفت إلى توجيه الإستثمارات الخاصة باتجاه بعض النشاطات الإقتصادية التي يفتقر إليها المجتمع، أو بعض النشاطات التي يخشى القطاع الخاص الولوج لوحده في مضمارها، وبفضل مزايا هذا النوع من مشاريع أصبح من الطبيعي أن تتجه معظم دول العالم إلى التوسع في إنشاء هذا النوع من المشاريع. فكل من فرنسا وبلجيكا وألمانيا وسويسرا وغيرها كبريطانيا والولايات المتحدة الأمريكية واليابان تسلك هذا السبيل لتنفيذ مشروعات إقتصادية مختلطة في مجالات معينة كالغاز والكهرباء والملاحة والطيران. بالرغم من تزايد حجم هذه الممتلكات المالية، فإن توجيهها الهادف إلى تحقيق الصالح العام للمجتمع من شأنه أن يحول دون تحقيق أرباح كبيرة ويحد بدوره من

(1) - أعاد محمود القيسي، مرجع سبق ذكره، ص 60.

حجم الواردات العامة التي تتأتى منها. ولذلك نرى أن الإيرادات المالية البتي تحصل عليها الدولة من هذه الممتلكات لا تزال نسبة بسيطة من مجموع الإيرادات العامة⁽¹⁾.

● **الدومين العقاري:** هو كل ما تمتلكه الدولة من الأراضي الزراعية وأراضي البناء والعقارات المبنية والجزر وطرح الأنهار والصحارى والمناجم والمحاجر والأراضي البور والبرك والمستنقعات والغابات، وتعتبر الإيرادات التي تحصل عليها الدولة من الدومين الخاص العقاري هي نتيجة للإستغلال أو الإيجار أو البيع، ويرى بعض الإقتصاديين أن الإيرادات العامة الناتجة عن بيع الدومين العقاري لا تعتبر إيرادات عادية لأنها تؤدي إلى نقص رأس المال الإجتماعي كما أنها لا تتصف بالدورية ولذلك فمن الأفضل إستخدامها في أعمال إنشائية إستثمارية أو إستهلاك الدين العام.⁽²⁾

● **الدومين الصناعي والتجاري:** يشمل هذا النوع جميع النشاطات الصناعية والتجارية التي تقوم بها الدولة في هذه المجالات، حيث تمارس الدولة فيه نشاطا شبيها بنشاط الأفراد العاديين والمشروعات الخاصة، بهدف تحقيق الربح أو تقديم الربح للأفراد مقابل مبالغ غير إحتكارية، وقد تقوم الدولة بإدارة الدومين التجاري والصناعي إما بشكل مباشر من قبلها أو تمنح إمتيازاً أو ترخيصاً لإحدى الشركات الخاصة بأن تقوم ببيع البضائع أو الخدمات لأجل معين وغالبا ما تشترك الدول في مثل هذا النوع كمساهم بنسبة معينة بقصد الإشراف والرقابة عن طريق ممثلها في مجلس الإدارة ويسمى هذا النوع

بالقطاع المختلط (المشاريع المختلطة) حيث تحقق هذه المشاريع الربح بالإضافة إلى تحقيق المصلحة والمنفعة العامة.(3)

ثانياً- الضرائب

من أجل تليط الضوء على مختلف الجزئيات المتعلقة بالضريبة نتناول العناصر التالية:

1- تعريف الضريبة: تعرف الضريبة على أنها إقتطاع نقدي جبيري تفرضه الدولة على المكلفين بدون مقابل وبشكل نهائي وذلك لتغطية الأعباء العامة وتحقيق أهداف الدولة المختلفة. (4)

من خلال التعريف السابق يمكن القول أن الضريبة تتميز بمجموعة من الخصائص وهي:

• **الضريبة إقتطاع نقدي:** ويعني ذلك أن قيمتها تنتقل من المكلف بها إلى الدولة، وقد كانت قديماً تجبى عينا، إما في شكل تسليم أشياء أو جزء من المحصول ثم حلت محلها الضرائب النقدية حين عرفت النقود.

(1) - مهدي محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص 284.

(2) - عبد المطلب عبد الحميد، إقتصاديات المالية العامة، مرجع سبق ذكره، ص 230.

(3) - أعاد محمود القيسي، مرجع سابق، ص ص 62-63.

(4) - منور أوسرير، محاضرات في جباية المؤسسات مع تمارين محلولة، الطبعة الأولى، الشركة الجزائرية بوداود، الجزائر، 2009، ص 7.

• **الضريبة تفرض جبراً:** فليس للفرد خيار في دفع الضريبة بل هو مجبر على دفعها إلى الدولة بغض النظر عن إستعداده أو رغبته في الدفع، فإذا ما سولت له نفسه التهرب والإمتناع عن دفع الضريبة وقع تحت طائلة العقاب، وحصلت الدولة على حقها بالحجز على أموال المكلف وإستخدام طرق التنفيذ الجبرية. (1)

• **تدفع الضريبة دون مقابل:** أي دون الحصول على منفعة خاصة، فالمكلف يقوم بأدائها على أساس مساهمته في المجتمع، باعتباره عضواً في جماعة(2).

• **تحقيق النفع العام:** فالدولة تلتزم باستخدام حصيلة الضرائب لتحقيق المنفعة العامة، وقد درجت الدساتير على تأكيد هذا المعنى منذ القرن الثامن عشر منعا لفرض الضرائب أو إستخدام حصيلتها في إشباع حاجات خاصة بالملوك والأمراء.

• **نهائية:** المكلف دافع أي أن الضريبة لا يستطيع إسترجاع المبلغ الضريبي المدفوع مهما كانت الظروف والأحوال.

2- تقسيمات الضرائب: تنقسم الضرائب إلى عدة أنواع تختلف باختلاف الزاوية التي ينظر إليها منها، ويمكن أن نجد الأنواع التالية:

• **من حيث تحمل العبء الضريبي:** تنقسم الضرائب إلى: (3)

✓ **الضرائب المباشرة:** هي تلك الضرائب التي يتحملها المكلّف مباشرة ولا يستطيع نقل عبئها إلى شخص آخر، وهي عادة ما تفرض على عناصر تتمتع نسبيا بالدوام والإستقرار من أمثلتها: الضرائب على المرتبات، الضرائب على الأرباح، الضريبة على إيرادات الثروة العقارية.

✓ تمتاز الضرائب المباشرة بتحقيقها للعدالة في التكاليف، لأنها تتناول مقدرة الأفراد المالية لا أعمالهم، وهي ثابتة الدخل لأنها تطرح على مستوى رؤوس أموال وهو مدخول لا يتأثر بإرادة الأفراد ودرجة ومستوى إنفاقهم صعودا أو هبوطا وهي تتطلب عددا قليلا من الموظفين بالإضافة إلى إنماء الوعي الضريبي إلا أن المكلفين يشعرون بثقلها ويدفعونها مكرهين ويحاولون التهرب منها بحيث تثقل حصيلتها وتعجز عن تأمين الموارد اللازمة لسد النفقات العامة والبعد عن المساواة لأن إعتبار المقدرة المالية للمكلف أساسا لطرح الضريبة يسهل على السلطة الضريبية

(1)-حامد عبد المجيد دراز، المرسي السيد حجازي، سميرة إبراهيم أيوب، مبادئ الإقتصاد العام (القسم الثاني)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009، ص15.

(2) -Abdulkareem sri, **public finance**, publication of calicut university, india, 2011, p30.

(3) - أمين السيد أحمد لطفي، فلسفة المحاسبة عن الضريبة على الدخل، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007، ص ص 14-15.

محاباة بعض الفئات والطبقات وإساءة إستعمال ربط الضريبة والبعد عن المرونة لأنه من الصعب زيادة الضرائب المباشرة بالسرعة التي تزداد بها الثروة الوطنية.

✓ **الضرائب غير المباشرة:** هي تلك الضرائب التي يمكن للمكلف نقل عبئها إلى شخص آخر، وكأمثلة عنها: ضريبة الجمارك، ضريبة الدمغة، ضريبة المبيعات، حيث تكون متضمنة في التكاليف عند تحديد أسعار المنتجات أو الخدمات.

• من حيث المادة الخاضعة للضريبة: تنقسم إلى:

✓ **الضرائب على الأشخاص:** يكون فيها الإنسان ذاته هو محل الضريبة، فتفرض على الأشخاص بحكم وجودهم في إقليم الدولة. وتكاد تخلو معظم التشريعات الضريبية الحالية من هذه الضريبة لما فيها من إهدار لكرامة الإنسان وحقوقه بجعله محلا للضريبة، وقد عرف التاريخ المالي الضريبة على الأشخاص منذ قديم الزمان. فعرفها الرومان والعرب، حيث كانت تفرض على غير المسلمين في البلاد الخاضعة للحكم الإسلامي، وكانت تقتصر على الذكور من البالغين. كما عرفت مصر حتى أواخر القرن التاسع عشر وكانت تسمى بضريبة الفردة أو ضريبة الرؤوس، لكونها تفرض على الشخص باعتباره رأسا، وضريبة الرؤوس تأخذ شكلين أساسيين، ضريبة موحدة، أو ضريبة مدرجة، وقد إنتشرت ضريبة

الرؤوس الموحدة في المجتمعات القديمة البدائية لكونها كانت تتمشى مع الظروف الإجتماعية و الإقتصادية لتلك المجتمعات، حيث كان الأفراد متقاربين من حيث الدخل والثروات، بالإضافة إلى بدائية الإدارة المالية مما يصعب عليها تقدير وعاء الضريبة، بجانب سهولة تحصيلها. وإذا كانت تفرض ضريبة بسيطة موحدة على الأفراد، فيدفع كل فرد ذات المبلغ الذي يدفعه الآخرون الخاضعون للضريبة، وكانت الحصيلة الضريبية بسيطة لأن سعرها كان دائما منخفضا لكي يتمكن ذوو الدخل المحدودة من دفعها، ومع تقدم المجتمع وظهور الفوارق الإقتصادية والإجتماعية بين الأفراد ودخولهم، أصبحت الضريبة الموحدة لا تحقق العدالة المنشودة منها على الخاضعين لها إذا أصبح الأفراد يتفاوتون في مقدرتهم التكليفية ولذا بدأ الإتجاه نحو ضريبة الرؤوس المدرجة، حيث كان المجتمع يقسم إلى طبقات أو فئات مختلفة وفقا لمراكزهم الإجتماعية والإقتصادية، وكل طبقة ملزمة بدفع مبلغ محدد بالذات على سبيل الضريبة. ويختلف عن الطبقات الأخرى، وتكاد تخلو التشريعات الضريبية البحالية للعديد من الدول من ضريبة الرؤوس بنوعيتها الموحدة والبدروجة نظرا لكونها لا تحقق العدالة بين المكلفين بها، بالإضافة لما فيها من إهدار لكرامة الإنسان حتقوه يجعله محلا للضريبة⁽¹⁾.

(1) - سوزي عدلي ناشد، الوجيز في المالية العامة للنفقات العامة- الإيرادات العامة- الميزانية العامة، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، ص 136.

✓ **الضرائب على الأموال** : تفرض على الأموال التي تكون في شكل رأس مال أو دخل رأس المال هو مجموع ما يمتلكه الأفراد من قيم إستعمال في لحظة زمنية معينة، أما الدخل فهو ما يحصل عليه الفرد بصورة دورية منتظمة على نحو مستمر من مصدر معين، وتجب التفرقة بين الدخل الإجمالي والدخل الصافي، فالدخل الإجمالي هو القيمة الكلية لمجموع ما يحصل عليه شخص ما، والدخل الصافي هو الدخل الإجمالي مستبعدا منه كافة المصروفات اللازمة للحصول على هذا الدخل، والضريبة تفرض على صافي الدخل، وتمتاز الضرائب على الأموال بعدالتها لأنها تصيب حجم الأموال التي يملكها المكلف. فالأموال القليلة تكون الضريبة عليها قليلة، والأموال الوفيرة تكون الضرائب عليها كثيرة، ويعيب البعض عليها صعوبة حصر أموال الشخص لإحتساب الضريبة وإمكانية التهرب الضريبي. (1)

• **من حيث الواقعة المنشأة للضريبة**: يقصد بها أن الإلتزام بالضريبة ينشأ بمجرد توفر شروط وظروف موضوعية وشخصية تؤدي إلى ظهور الإلتزام بالضريبة، وبذلك تكون الواقعة المنشأة للضريبة باعتبارها تنصب على الثروة كما يلي⁽²⁾:

✓ **واقعة تملك رأس المال.** بالوراثة يمتلك الوارث قدراً من المال عن مورثه، فينشأ من واقعة التملك ضريبة التركات كما يحدث أن يزيد رأس المال نتيجة لظروف المجتمع وهذه الزيادة تجيء عليها الضريبة.

✓ **واقعة الإنتاج:** إجراء التحويل على المادة الخام بالتصنيع وإخراجها في شكل سلعة تامة الصنع، ينشأ إلزاماً بدفع ضريبة على كمية الإنتاج قبل خروجها من المصنع، ويراعى في هذه الضريبة أن تفرض على الإنتاج المركز في عدد محدود من الوحدات الإنتاجية حتى يسهل تحديد كمية الإنتاج التي تبني عليها الضريبة.

✓ **واقعة الإستهلاك:** وينشأ الإلتزام بدفع هذه الضريبة بمجرد شراء السلعة، ويراعى في هذه الضريبة أنها تفرض على السلع التي يصعب السيطرة على إنتاجها لكثرة عدد المنتجين، كما قد ينشأ الإلتزام بدفع هذه الضريبة بمجرد إستعمال السلعة، أو الإستفادة منها ومثال ذلك: السيارة، فلا تفرض عليها رسوم إلا بعد تركيب اللوحات المعدنية وإستخراج رخصة تسييرها.

✓ **واقعة تحقق الدخل:** ينشأ الإلتزام بدفع الضريبة بمجرد تحقق الدخل، ومعروف أن مصدر الدخل لأي فرد يأتي عن طريق سلعة ينتجها أو خدمة يقدمها، وبذلك تكون المصادر الأساسية للدخل هي:

(1)- طارق الحاج، مرجع سبق ذكره، ص 55.

(2)- خليل عواد أبوحشيش، دراسات متقدمة في المحاسبة الضريبية حالات وتطبيقات عملية في قياس الدخل الخاضع للضريبة، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003، ص 17.

- العمل.

- رأس المال.

- العمل ورأس المال معا.

● **من حيث تحديد وعاء الضريبة:** تنقسم إلى:

✓ **الضريبة الوحيدة:** تكتفي الدولة بفرض ضريبة واحدة تسعى بها إلى تحقيق كافة أهداف سياستها الضريبية، وهي تتصف بالبساطة والوضوح ولايتطلب نفقات كثيرة في الادارة والتحصيل، فادارة مالية واحدة تكون قادرة على تحصيل الضريبة والتصدي لكافة المشكلات التي يمكن أن يثيرها النظام.

✓ **الضرائب المتعددة:** يتضمن الهيكل الضريبي هنا أنواعاً متعددة من الضريبة، حيث يرى أنصار الضريبة المتعددة أن الضريبة الموحدة أصبحت لا تتوافق مع مع الاوضاع الاقتصادية المعاصرة والأنشطة الاقتصادية الاقتصادية، فتلك الأوضاع الاقتصادية الجديدة تتطلب التوسع في فرض

الضرائب وتتنوعها، لكي تستوعب كافة الثروات والدخول والأنشطة التي يمارسها الأفراد، كما أن هذه الضرائب تفرض بأيعار معتدلة فلايشعر الأفراد بعبئها، ومن ثم لايفكرون في التهرب منها⁽¹⁾.

ثالثا- الرسوم

يمكن تلخيص ماهية الرسم من خلال العناصر التالية:

1- تعريف الرسم: يعرف الرسم على أنه: "مبلغ من النقود يدفعه الفرد لهيئة عامة نظير خدمة معينة ذات نفع عام تؤديها له بناءا على طلبه، وهذه الخدمة يستفيد منها الفرد الذي طلبها ومجموع أفراد المجتمع كتوثيق عقود الملكية وقيد دعاوى القضاية ودخول الإمتحان".⁽²⁾

إن فكرة الرسم تقوم على مجموعة من العناصر تتمثل فيما يلي:

- الرسم هو مبلغ نقدي شأنه في ذلك شأن سائر الإيرادات العامة في المجتمعات الحديثة.
- أنه يفرض ويجبى جبرا، فالسلطة العامة هي التي تستقل بفرض الرسوم دون إتفاق بينها وبين الأفراد، سواء كان الفرد مجبرا على تلقي خدمة معينة تؤديها له السلطة العامة وإذا طلبها يكون مجبرا على دفع الرسم بقيمته التي تحددها السلطة العامة كرسوم الإشهار والتوثيق.
- إرتباط الرسم بخدمة خاصة تؤديها الدولة لدافع الرسم أو نفع خاص يعود عليه منها، والخدمة التي يستفيد منها دافع الرسم هي خدمة عامة قابلة للتجزئة وذات طابع إداري تقيد المجتمع فائدة عامة، كما

(1)- سوزي عدلي ناشد، مرجع سبق ذكره، ص 140.

(2) - المرسي السيد حجازي، مبادئ الإقتصاد العام والضرائب والموازنة العامة، الكتاب الثاني، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 26.

تفيد أشخاص معينة فائدة خاصة مباشرة هي صيانة حقه، كما يستفيد منه المجتمع فائدة عامة وهي تأمين المعاملات المدنية.

- الأساس الذي يقوم عليه الرسم هو التناسب بينه وبين الخدمة المقابلة له، فالرسم يدفع مقابل خدمة خاصة تؤديها أجهزة الدولة للشخص أو منفعة خاصة تعود عليه بها، وتتناسب قيمته مع قيمة الخاصة.

ويمكن القول أن الأصل في الرسم أن يكون أقل من تكاليف الخدمة المقدمة حيث يستخدم ما يدفعه المنفقون مقابل الخدمة الخاصة التي تؤديها لهم أجهزة الدولة أو المنفعة التي تعود عليهم منها في تغطية نفقاتها.⁽¹⁾

2- أقسام الرسوم:

تنقسم الرسوم إلى عدة أنواع هي: ⁽²⁾

- رسوم إدارية: وهي كثيرة مثل رسم التعليم، رسم شهادة الميلاد، رسم جواز السفر، رسم تسجيل عقار... الخ
- رسوم إقتصادية: وهي أيضا كثيرة مثل: رسم الهاتف والبريد والكهرباء... الخ
- رسوم القضاء: هي تلك التي تدفع مقابل نظر الدولة (المحاكم) في النزاعات بين الأفراد. والجدول الموالي يوضح الفرق بين الرسم والضريبة:

(1) - علي زغود، مرجع سبق ذكره، ص 228.

(2) - طارق الحاج، مرجع سبق ذكره، ص 101.

جدول رقم (02): الفرق بين الرسم والضريبة

الرسم	الضريبة
<ul style="list-style-type: none"> • إقتطاع نقدي يدفعه الأفراد والشركات لتمويل ميزانية الدولة. • له مقابل خاص ومباشر. • في الأصل يؤسس بموجب قانون، لكن إستثناءا يمكن أن يكون بناءا على بيان تنفيذي صادر عن الوزير أو الوالي. • إختياري فهو يدفع لقاء خدمة معينة طلبها طوعيا 	<ul style="list-style-type: none"> • إقتطاع نقدي يدفعه الأفراد والشركات لتمويل ميزانية الدولة. • تدفع دون مقابل خاص ومباشر. • تؤسس الضريبة بموجب قانون. • الضريبة إجبارية. • إجراءات تحصيل الضرائب معقدة.

<p>دافع الرسم من سلطات معينة (كرسوم الهاتف) .</p> <p>• الرسوم تجبى بسهولة (بيع طوابع، تسليم إيصالات دفع) .</p>	
--	--

المصدر: من تليخيص الطالبة بالإعتماد على:

- عمر يحيوي، مساهمة في دراسة المالية العامة النظرية العامة وفقا للتطورات الراهنة، دار هومة، الجزائر، 2005، ص ص 92-93.

رابعا-الإتاوة: يترتب على قيام الدول ببناء الشوارع وخطوط السكك والمترو والساحات والميادين العامة أو توصيل الماء والكهرباء ومد شبكات المجاري أو إنشاء جامعة في منطقة أو ضاحية، حصول نفع عام ونفع خاص فالنفع العام ستفيد منه كافة أفراد المجتمع أما النفع الخاص فيستفيد منه بعض الأفراد في المجتمع والمقصود بهؤلاء الأفراد هم مالكو الأراضي والعمارات التي إرتفعت قيمتها بعد تنفيذ الدولة لهذه المشاريع، والتي أدت إلى إحداث تحسينات أو في الضاحية أو المنطقة وترتب على هذه التحسينات حصول المالكين على قيمة أكبر عند البيع أو الإيجار وعلى هذا الأساس تقوم الدولة بالحصول على مقابل لهذه التحسينات وهذا المقابل يعرف بالإتاوة. إذن فالإتاوة هي مبلغ نقدي يحدد من قبل الدولة ويدفعه مالك العقار لمدة واحدة مقابل المنفعة الخاصة التي يحصل عليها المالك متمثلة بالزيادة في قيمة العقار. ويجب الإشارة إلا أنه لا يمكن الإعتماد على حصيلة الإتاوات كمصدر إيرادي ذو أهمية في تمويل النفقات العامة فهي لا تتكرر بصفة دورية⁽¹⁾.

(1)- علي محمد خليل وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص 168-169.

خامسا-الغرامة: يترتب على مخالفة الشخص لبعض قواعد القانون عقوبة مالية رادعة يجب دفعها إلى الدولة، فعندما تكون العقوبة رادعة كما إعتقد المشرع فإن حصيلة الدولة من الغرامات ستكون قليلة وبالعكس عندما لا تكون الغرامة رادعة تزداد حصيلة الغرامات. ومن الأمثلة على الغرامات المالية: غرامة المخالفين لنظام المرور كالوقوف في الأماكن الممنوعة وتجاوز السرعة القانونية وممارسة نشاط ما دون ترخيص وركوب القطار دون تذاكر.

سادسا-القروض العامة

1- تعريف القرض العام: يمكن تعريف القرض العام على أنه " مبلغ من النقود تحصل عليه الدولة من السوق الوطنية أو الخارجية وتتعهد برده ودفع فائدة عنه وفقا لشروط معينة ".⁽¹⁾

كذلك يعرف القرض العام على أنه: " عبارة عن مبلغ من المال تحصل عليه الدولة عن طريق الإلتجاء إلى الغير (الأفراد، أو المصارف، أو غيرها من المؤسسات المالية) مع التعهد برد مبلغه ودفع الفوائد عن مدته وفقا لشروطه". (2)

إن التعهد بوفاء القرض هو الصفة الأساسية التي يتميز بها القرض العام عن إيرادات الدولة الأخرى، فهو وجد على أساس تعاقدى بين الدولة وبين المقرضين، لذلك فهو يختلف عن الضريبة، فإيرادات الضريبة تدخل الخزنة العامة ولا ترد لدافعها، بينما إيرادات القرض تدخل الخزنة العامة دينا وتتعهد الدول بردها مع الفوائد في أجل محدد، ونستنتج من ذلك أن القرض العام له خصائص تتعلق به ومن هذه الخصائص:

- **القرض العام مبلغ من المال:** القرض العام الذي يتم الحصول عليه قد يكون عينا أو نقدا والقرض النقدي هو الأكثر شيوعا حيث تدخل إيرادات القرض إلى الخزنة العامة على شكل مبالغ نقدية متفق عليها، قد يكون نقدا وطنيا أو أجنبيا، وخصوصا إذا كان مصدر القرض خارجيا، أما القرض العيني، عندما ترغب الدولة المقرضة أو المؤسسات تصريف منتجاتها عن طريق عقد قرض يمول مشروعا معيننا تستخدم في تنفيذ منتجات تلك الدول، ومن أشكال القرض العيني أيضا التسهيلات الإئتمانية التي تحاول البلدان النامية عن طريقها تنفيذ خطة تنموية سريعة لبناء إقتصادها وزيادة الدخل القومي فيها. (3)

(1)-عمر يحيوي، مرجع سبق ذكره ، ص 117.

(2)-عادل أحمد حشيش، مرجع سبق ذكره، ص 187.

(3)-خالد شحادة الخطيب وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 136.

- **القرض العام يدفع بصورة إختيارية:** إحدى خصائص القرض العام أنه إختياري ويتم بإرادة حرة، حيث يدفع المقرض مبلغ القرض بصورة إختيارية وفق الشروط المنظمة لأحكام العقد، هذه الشروط يتم التوصل إليها بالتفاوض بين الجهة المقرضة و المقرضة، وتقعد هذه الخاصية الكثير من قيمتها عندما تقع الدول بأزمات إقتصادية ومالية خطيرة، أو عندما تواجه عدوانا خارجيا، وفي مثل هذه الظروف تلزم الدول مواطنيها بقروض بصورة إجبارية، فتكون هنا القروض إجبارية.
- **القرض العام يتم بموجب عقد:** القرض العام يكون بموجب عقد بين المقرض والمقرض الذي يكون الدولة أو أحد هيئاتها العامة، وهو من العقود الإدارية التي تكون أحد أطرافها من أشخاص القانون وهذا العقد يحتاج إلى موافقة أو إذن السلطة التشريعية ويترك أمر تنظيمه فنيا للسلطة التنفيذية.

- **القرض العام يدفع مقابل الوفاء بقيمته:** ودفع فوائد عنه خلال فترة أو مدة القرض.
- **القرض العام يتضمن مقابل الوفاء:** يختلف القرض العام عن باقي واردات الدولة المالية بأنه يدخل خزينة الدولة بصورة مؤقتة و بمقابل، وتتعهد الدولة بإعادة رأس مال القرض إلى الدائن، ومضافا إلى ذلك تعويض لهذا الدائن بفوائد سنوية مقابل القرض الممنوح.⁽¹⁾

2- **تقسيمات القروض العامة:** تقسم القروض العامة وفقا لمجموعة من المعايير تتمثل فيما يلي:

- **معيار حرية الإكتتاب في القرض العام:** تنقسم القروض العامة إلى:
 - ✓ **القرض الإختياري:** هو ذلك القرض الذي تحصل عليه الدولة من المقرضين طواعية وإختيارا، حيث تقوم الحكومة بتحديد شروط العقد وتفاصيله ومزاياه ثم تترك للأفراد والهيئات حرية الإكتتاب في هذا القرض دون مباشرة أي نوع من أنواع الإكراه والضغط.
 - ✓ **القرض الإجباري:** هو ذلك القرض الذي تحصل عليه الدولة بطرق غير عادية تغفل فيها الدولة واحدا أو أكثر من شروط التعاقد وبالتالي ينعقد فيها توافق الإرادتين، وللقرض الإجباري سمات القرض والضريبة في آن واحد فالدولة عند إصداره تلتزم برد أصل القرض ودفع فائدة سنوية وهو ضريبة لأنه لا يترك للمقرض الخيار في عقد القرض أو عدمه.
- **معيار جنسية المكتتب أو مصدر التمويل:** تنقسم القروض العامة وفقا لهذا المعيار إلى:
 - ✓ **القروض الداخلية:** تكون صادرة للإكتتاب فيها من قبل أشخاص وهيئات مقيمين في إقليم الدولة صاحبة القرض وخاضعة لقوانين وإرادة حكومتها.⁽²⁾

(1) - أعاد محمود القيسي، مرجع سبق ذكره، ص 71.

(2) - مهدي محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص 406.

- ✓ **القروض الخارجية:** هي التي تعقدتها الدولة مع أشخاص لا ينتمون إلى جنسية الدولة صاحبة القرض، ولا يقيمون على أرضها ولا يخضعون لسيادتها، كذلك يعتبر قرضا خارجيا ما تحصل عليه الدولة من الحكومات الأجنبية أو الهيئات الدولية مثل: البنك الدولي للتعوير⁽¹⁾.
- وتتجه الدولة لعقد القروض الخارجية لأسباب عديدة منها : عدم كفاية المدخرات الوطنية لتغطية الأعباء المالية المترتبة على الدولة، خصوصا في حالات التنمية وإعادة البناء، كذلك الحاجة إلى مبالغ باهظة من العملات الأجنبية الصعبة لتلبية متطلبات المشاريع الإنتاجية الكبرى التي لا يمكن تمويلها بالعملة الوطنية كالسود المائية، أو شبكات الكهرباء والهاتف وغير ذلك من المشاريع التي تحتاج إلى أجهزة تقنية رفيعة ومعدات غير متوفرة لدى الدولة طالبة القرض.

● معيار الأجل الزمني للقرض العام: يمكن فيه التمييز بين:

- ✓ القروض المؤبدة أو الثابتة: يكون القرض مؤبدا أو دائما إذا كانت الدولة لا تلتزم بالوفاء بالقرض خلال مدة معينة مع إلزامها بدفع فوائده إلى حين الوفاء وهنا تتمتع الدولة بقدر كبير من الحرية في إختيار الوقت الملائم لتسوية القرض. (2)
- ✓ القروض المؤقتة (القابلة للإستهلاك): هي تلك القروض التي تلتزم الدولة بالوفاء بها في وقت معين وتكون قابلة للإستهلاك حتى يتم إستيفاء القرض بشكل كامل وطبقا للقواعد المنصوص عليها في قانون الإصدار، وهي تنقسم إلى: (3)
- ✓ قروض قصيرة الأجل: هي تلك القروض التي تلتزم الدولة عند إصدارها بسداد قيمتها بالكامل خلال فترة زمنية لا تزيد عن سنة، ومن أشهر الأمثلة عليها: أدونات الخزينة وهي قروض قصيرة الأجل تحصلها عليها الدولة من الأفراد والمؤسسات.
- ✓ قروض عامة متوسطة وطويلة الأجل: القروض متوسطة الأجل يتراوح مداها من سنة إلى خمس سنوات، أما الطويلة الأجل فهي تلك التي تزيد مدتها عن خمس سنوات قد تصل إلى مالا نهاية وتسمى القروض الدائمة.

(1) - James M. Buchanan, **Principles of Public Debt A Defense and Restatement**, Liberty Fund, America, 1999, p32.

(2) - محمد جمال ذنبيات، مرجع سبق ذكره، ص 212.

(3) - سعيد عبد العزيز عثمان، مقدمة في الإقتصاد العام، (الجزء الأول)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، بدون سنة نشر، ص 399.

الفرع الرابع: الآثار الإقتصادية للإيرادات العامة

تمارس الإيرادات العامة عدة تأثيرات على مجمل النشاط الإقتصادي، وتعتبر الضريبة والقروض

العامة أهم العناصر الإيرادية التي تؤثر على المتغيرات الإقتصادية.

أولاً- الآثار الإقتصادية للضريبة: وتشمل على ما يلي:

1- أثر الضريبة على الإستهلاك

تؤثر الضرائب بصورة مباشرة على مقدار دخل المكلفين بها بالنقصان ويتحدد ذلك بحسب معدل الضريبة، فكلما كان المعدل مرتفعا كلما كان تأثيره على مقدار الدخل أكبر والعكس صحيح، كما أن حجم الدخل يحدد درجة التأثير بالضريبة، فالدخل المرتفع (الفئات الغنية) لا يتأثر كثيرا بالضريبة، ومنه لا يقلل

من إستهلاك هذه الفئات، لأنهم عادة يدفعون الضريبة من مدخراتهم، أما الدخل المنخفض (الفئات الفقيرة أو المتوسطة) فإنه يتأثر بالضريبة بصورة واضحة، إذ يقلل من إستهلاك هذه الفئات خاصة بالنسبة للسلع ذات الطلب المرن، ومن جهة أخرى يتوقف أثر الضريبة في الإستهلاك على خطة الدولة في إستخدام الحصيلة الضريبية، فإذا قامت الدولة بتجميد حصيلة الضريبة فإن الإستهلاك يتجه نحو الإنخفاض، أما إذا إستخدمت الدولة هذه السلع والخدمات، فإن نقص الإستهلاك من جانب الأفراد نتيجة فرض الضريبة يعوضه زيادة الإستهلاك الذي يحدثه إنفاق الدولة⁽¹⁾.

2- أثر الضريبة على الإنتاج:

إن فرض الضريبة يؤدي إلى رفع نفقات الإنتاج مما يحد من أرباح المنظمين الذي يحاولون نقل عبء الضريبة إلى المستهلك بزيادة أسعار بيع الإنتاج، الأمر الذي يتوقف على مدى مرونة الطلب، وقد يتجه المنظمون إلى تخفيض حجم الإنتاج بما ينطوي عليه من الحد من إستخدام عوامل الإنتاج المتاحة وزيادة البطالة، الأمر الذي يحتم على الدولة زيادة إنفاقها وبالتالي زيادة الطلب العام لتعويض النقص في الطلب الخاص، وخاصة في القطاعات التي تأثرت بقرارات المنظمين نتيجة فرض الضرائب⁽²⁾.

3- أثر الضريبة على الأسعار:

يترتب على إقتطاع الضريبة من دخول الأفراد أن يقل الطلب على سلع وخدمات معينة من جانب هؤلاء الأفراد، وهو ما يؤدي إلى إنخفاض أسعار هذه السلع بشرط ألا تدخل الدولة حصيلة الضريبة في مجال التداول، بمعنى أن تستخدمها الدولة في تسديد قروض خارجية أو تكوين احتياطي معين، أما

(1)-حسين عمر، مرجع سبق ذكره، ص114.

(2)-يونس أحمد البطريق، حامد عبد المجيد دراز، المرسي السيد حجازي، محمد عمر حماد أبو دوح، المالية العامة الضرائب والنفقات العامة، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، بدون سنة نشر، ص 161.

إذا إستخدمت الدولة تلك الحصيلة في مجال التداول كسواء السلع وخدمات ودفع رواتب العمال أو دفع مبالغ مستحقة للموردين أو المقاولين، فإن هؤلاء يستخدمون هذه المبالغ في زيادة الطلب على السلع والخدمات مما يؤدي إلى عدم إنخفاض الأسعار.

4- أثر الضرائب في تحقيق الإستقرار الإقتصادي.

تعمل الضرائب على تحقيق الإستقرار الإقتصادي سواء لمعالجة حالة الكساد أو التضخم:

- دور الضرائب في حالة التضخم : يتحدد دور الضريبة من خلال العمل على إمتصاص القوة الشرائية الزائدة، أي العمل على خفض الطلب الكلي ولا يتم ذلك إلا من خلال زيادة الضرائب الحالية أو فرض ضرائب جديدة.

• **دور الضرائب في حالة الإنكماش** : تتم معالجة الإنكماش من خلال زيادة الإنفاق الحكومي وخفض الضرائب بهدف رفع الطلب الفعلي إلى المستوى الذي يحقق التشغيل الكامل، أو بعبارة أخرى العمل على خلق القوة الشرائية بهدف القضاء على الفجوة الأنكماشية.

5- أثر الضريبة على التوزيع: تتخذ إعادة توزيع الدخل الوطني إما صورة رأسية أو صورة أفقية، وتتطوي الصورة الرأسية على تغيير أنصبة عوامل وقطاعات الإنتاج من الدخل القومي، وذلك بالتمييز بين عناصر الدخل القومي فئات الدخل المختلفة من الدخل الوطني بصرف النظر عن أنواعها وصادرها، ويختلف أثر الضريبة في هذا الصدد بحسب نوعية الضريبة ونطاق سريانها فالضرائب التي لا تراعي أعباء ظروف المكلف بها يزداد عبؤها على أصحاب الدخل المنخفض بينما ينخفض عبؤها على أصحاب الدخل المرتفع. وكذلك الحال بالنسبة للضرائب على السلع وشائعة الإستعمال، بحيث تؤدي إلى زيادة حدة التفاوت في توزيع الدخل بين الفئات المختلفة، بينما تؤدي الضرائب المباشرة على الدخل والثروة (على التراكات مثلا) التي تتصف عادة بتصاعد أسعارها وإعفاء الدخل والثروات المحدودة منها إلى الحد من التفاوت في توزيع الدخل والثروة،⁽¹⁾ وتتطوي الصورة الأفقية لإعادة توزيع الدخل على تعديل أنصبة عوامل وقطاعات الإنتاج من الدخل الوطني.

وذلك بالتمييز بين عناصر الدخل الوطني بحسب طبيعة عوامل الإنتاج التي حققته، كالتفرقة بين دخل العمل (أو الدخل غير المكتسبة)، إذ عادة ما تلجأ الدولة إلى تخفيف عبء الضرائب على الفئة الأولى وزيادتها بالنسبة للثانية، أو التفرقة في المعاملة الضريبية بين القطاعات الإنتاجية، كما يحدث بالنسبة لتخفيض العبء الضريبي على قطاعات معينة لتشجيعها على زيادة الإنتاج وتوجيه الإستثمارات إليها (كالقطاع الصناعي في الدول النامية) أو زيادة هذا العبء على قطاعات أخرى.

(1) - يونس أحمد البطريق وآخرون، مرجع سابق، ص 162.

ثانيا- الآثار الاقتصادية للقروض العامة: إن القروض العامة يمكن أن تتحقق لها العديد من الآثار الاقتصادية، والتي من بينها ما يلي:

• إن القروض العامة يمكن أن تؤثر على الإدخار، ومن ثم الإستثمار سلبا، بحيث ينجم عنها خفضها، وبالذات عندما يتم سحب هذه القروض من الإدخارات التي يتم توجيهها نحو الإستخدام في المجالات الإستثمارية المنتجة، وعندما لا يتم توجيه حصيلتها نحو الإستخدام في مثل هذه المجالات الإستثمارية، وخصوصا عندما يتم إنفاقها على مجالات إستهلاكية، ويزداد هذا الأثر السالب عندما تكون المجالات الإستهلاكية غير ضرورية، وبحيث ينجم عنها زيادة الإستهلاك، وخفض الإدخار و الإستثمار الإنتاجي.⁽¹⁾

- إن القروض العامة يمكن أن تؤدي إلى تحقيق إيداع إختياري يتم عن طريق القروض العامة خاصة إذا تم سحب هذه القروض لموارد مالية من المجالات الإستهلاكية التي تستخدم فيها، وخاصة ما هو غير ضروري منها، وتوجيه إستخدام حصيلتها إلى مجالات إستثمارية منتجة، وبذلك يمكن أن تقلل من الإستهلاك وتزيد من الإيداع و الإستثمار بشكل إختياري في حالة كون القروض العامة إختيارية، ويكون الإيداع إجباريا في حال كون القروض العامة إجبارية.
- تقترن القروض التي تقدمها البنوك إلى الدولة بزيادة كمية النقود المطروحة في التداول ويترتب على ذلك أنه في حال وصول الإقتصاد إلى مرحلة التشغيل الكامل تحدث آثار تضخمية بالغة الخطورة، ويشكل هذا النوع من القروض نسبة كبيرة من مجموع القروض العامة فاكتتاب البنوك في القروض العامة يتم عادة عن طريق خلق كمية جديدة من النقود، ويتم ذلك على النحو التالي: (2)
- حينما يقوم البنك التجاري بالإكتتاب في القروض العامة فإنه يفعل ذلك عن طريق إصدار نقود جديدة.
- تؤدي إعادة خصم سندات الخزينة لدى البنك المركزي إلى زيادة الكتلة النقدية.
- تقوم عادة البنوك التجارية التي تكتتب في السندات الحكومية بخلق ودائع إئتمانية جديدة مقابل ما يدخل محفظتها المالية من هذه السندات ومعنى ذلك أن السندات الحكومية وخاصة أذون الخزينة، تدخل في حسابات نسبة السيولة المصرفية التي تحدد حجم الودائع، وتؤدي بالتالي إلى زيادة الودائع الإئتمانية.

(1)- فليح حسن خلف، مرجع سبق ذكره، ص 250.

(2)- محرزى محمد عباس، مرجع سبق ذكره، ص 310.

- قد يحدث أن تترك الدولة المبالغ التي إقتترضتها من البنوك التجارية لدى هذه البنوك في شكل وديعة على أن تقوم باستخدامها في الوفاء بالتزاماتها وفي هذه الحالة يكون النظام المصرفي ككل قد إكتتبت في القروض العامة بنقود كتابية إضافية.

المطلب الثالث: الميزانية العامة

تلجأ الدولة إلى وضع برنامج مالي يسمى بالميزانية العامة مرتبط بفترة من الزمن للانفاق من أجل تحقيق أهداف معينة مختلفة، وتتضمن الموازنة موارد الدولة ونفقاتها خلال تلك الفترة المقبلة، وهو ما سنعرضه بشيء من التفصيل في العناصر الموالية.

الفرع الأول: تعريف الميزانية العامة

إن كلمة " BUDGET " ذات الأصل الأنجلوساكسوني، هي تعريف الموازنة، والتي تعبر عن الحافظة التي تحتوي على الوثائق المتعلقة بالميزانية الخاصة بمؤسسة أو دولة، وهي في اللغة العربية مشتقة من كلمة ميزان لكن معناها يختلف عن ذلك، ولقد تعددت التعاريف المتعلقة بموضوع الميزانية العامة، وذلك نظرا لاختلاف درجة شمول كل من هذه التعاريف، أو درجة تكاملها، فبينما نجد أن بعض الباحثين يقدم مفهوما غير مفصل، حيث ينظر إلى الموازنة نظرة عامة، نجد عددا آخر يقدم تعريفا أكثر تفصيلا وتحديدا وتكاملا، فيركز بعضهم على عنصر الزمن، ومنهم من يضيف لذلك عنصر القانونية، بينما يبرز آخرون المحتويات الأساسية لوثيقة الميزانية العامة. (1)

نتعرض فيما يلي إلى بعض التعاريف المتعلقة بالموازنة العامة:

عرف القانون الفرنسي الميزانية العامة على أنها " الصيغة التشريعية التي تقدر بموجبها أعباء الدولة وواردا تهاو يؤذن بها، ويقرها البرلمان في قانون الميزانية، الذي يعبر عن أهداف الحكومة الإقتصادية والمالية". (2)

وهناك تعريف آخر " الميزانية العامة هي التقدير المعتمد لنفقات الدولة وإيراداتها خلال مدة مقبلة، فهي تعرض النشاط الإقتصادي الذي ستقوم الدولة بتحقيقه وتبحث في وسائل تمويل هذا النشاط، وبإيجاز شديد إنها تتضمن خطة عمل الحكومة لتحقيق أهداف المجتمع خلال مدة محددة من الزمن ". (3)

(1) - حياة بن إسماعين، تطوير إيرادات الموازنة العامة (دراسة نظرية)، الطبعة الأولى، إيتراك للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2009، ص ص 6-7.

(2) - محمد طاقة وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 167.

(3) - مجدي شهاب، مرجع سبق ذكره، ص 45.

كما عرفت الميزانية العامة على أنها: برنامج عمل مالي يتبلور في شكل وثيقة معتمدة من السلطة التشريعية وينطوي على تقديرات مفصلة لكل من النفقات العامة والإيرادات العامة لسنة قادمة، وهي الأداة الرئيسية التي تستخدمها السياسة المالية لتحقيق مجموعة من الأهداف الإقتصادية والإجتماعية والمالية ". (1)

كما يمكن تعريفها بأنها : " وثيقة هامة مصادق عليها من طرف البرلمان تهدف إلى تقدير النفقات الضرورية، لإشباع الحاجات العامة، والإيرادات العامة اللازمة لتغطية هذه النفقات عن فترة مقبلة، عادة ما تكون سنة ". (2)

وهناك تعريف آخر: "هي مخطط العمل الذي تتقدم به الحكومة إلى ممثلي الشعب لسنة مالية قادمة، فهي البرنامج المقدم إلى السلطة التشريعية لتكون في شكل وثيقة معتمدة"⁽³⁾ بناء على التعاريف السابقة، فإن أي تعريف للميزانية العامة يجب أن يضم مجموعة من العناصر المهمة وهي:

- الميزانية العامة هي برنامج مالي للسلطة التشريعية المتمثلة في الحكومة.
- تتضمن الميزانية العامة تقديراً مفصلاً لأوجه الإنفاق العام والإيراد العام لفترة عادة ما تكون سنة.
- تعمل الميزانية العامة على تحقيق مجموعة من الأهداف الاقتصادية والاجتماعية والمالية.

الفرع الثاني: الفرق بين الميزانية العامة وبعض الحسابات

يجب التفرقة بين الميزانية العامة وبعض الحسابات، كما سنوضحه فيما يلي:

أولاً- الميزانية العامة والميزانية العمومية

تستخدم الميزانية العمومية للشركات والمؤسسات والمنشآت التجارية الخاصة، وتبين قيمة المطلوبات والموجودات (للشركة) في تاريخ معين وهو نهاية السنة المالية للشركة، وتعتبر عن المركز المالي الحقيقي للشركة، ولذلك فهي تحدد قيمة موجودات الشركة عن نتيجة عملياتها التي تمت في فترة سابقة، تختلف الميزانية العامة عن الموازنة العمومية في النواحي الآتية: (4)

- تختص الميزانية العامة بالدولة، بينما تختص الميزانية العمومية (بالشركات الخاصة و المؤسسات العامة ذات النشاط الإقتصادي).

(1)- عبد المطلب عبد الحميد، إقتصاديات المالية العامة، مرجع سبق ذكره، ص 59.

(2)- محمد عباس، محزري، مرجع سبق ذكره، ص 317.

(3)- Francois deruel, jacque buisson, **finance publiques (budget et pouvoir financier)**, dalloz, paris, france, 2001,p10.

(4)- محمد شاكر عصفور، أصول الموازنة العامة، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2008، ص 15 .

- تحضر الميزانية العامة لسنة مالية مقبلة، بينما تحضر الميزانية العمومية لسنة مالية منتهية (فترة زمنية سابقة).

ثانياً - الميزانية العامة والميزانية الخاصة (التقديرية)

تعتبر الميزانية التقديرية خطة منسقة لجميع عمليات المشروع في فترة الميزانية، فهي تمد المشروع بتقدير لأرباحه الكلية ولأرباح المحققة بواسطة كل قسم من الأقسام عن طريق تجميع المبيعات والتكاليف الصناعية ومصاريف البيع والمصاريف الإدارية، وبإدماج جميع عناصر الإيرادات والنفقات التي تتضمنها أي ميزانية فرعية. (1)

تتشابه الموازنة العامة للدولة مع الميزانية الخاصة في أن لكل منهما جدولاً للإيرادات والنفقات وأنهما تتضمنان تقديرات للإيرادات والنفقات المتوقعة لفترة مقبلة وهي سنة في معظم الأحيان، وتختلف الميزانية العامة عن الميزانية الخاصة في أن الأولى تعد للدولة، بينما الثانية تعد لمؤسسة أو شركة، وأن الموازنة العامة لا بد أن تصادق عليها السلطة التشريعية قبل البدء بتنفيذها (التصديق هو إجازة بجباية الإيرادات وإنفاق النفقات) أما الميزانية الخاصة فيصادق عليها مجلس إدارة الشركة، يضاف إلى ذلك أن هناك مرونة أكثر في الميزانية الخاصة ولا سيما في نقل الإعتمادات بين أبواب وبنود الميزانية.

ثالثاً- الميزانية العامة والحساب الختامي

يعرف الحساب الختامي بأنه عبارة عن " بيان بالنفقات التي أنفقت والإيرادات التي حصلت فعلاً خلال الفترة التي سرت فيها الميزانية الموضوع عنها الحساب الختامي " ، ويعد عمل هذا الحساب تقديراً للمدى الذي بلغته صحة تقديرات الميزانية خلال العام الماضي، فالموازنة توقع لفترة قادمة في حين أن الحساب الختامي أرقام فعلية تتعلق بفترة زمنية إنفصلت أصلاً إلا أنهما يلتقيان بأن موضوع كل منهما هو نفقات الدولة وإيراداتها وأن كل موازنة لا بد أن تعتمد على الحساب الختامي كما أن إعداد الموازنة وتحضيرها لا بد أن يعتمد على الحساب الختامي كما أن إعداد الموازنة وتحضيرها لا بد أن يعتمد على الحساب الختامي خلال السنوات السابقة كذلك فإن الإنتهاء من تنفيذ الميزانية لا بد أن يصار إلى حسابها الختامي للتعرف على مدى صحة التوقعات ودقة الأرقام فيها إيرادات وإنفاقاً ويجب على السلطة التنفيذية عدم تجاوز حدود الإجازة التي أصدرتها لها السلطة التشريعية فيما يتعلق بحجم الإعتمادات المقدره في الميزانية ولا سيما النفقات العامة. (2)

(1) - فريد شناف، مدخل للموازنة التقديرية للإنتاج، دار المحمدية العامة، الجزائر، بدون سنة نشر، ص 12.

(2) - محمود جمال ذينبات، مرجع سبق ذكره، ص 270.

رابعاً- الميزانية العامة وخطة التنمية للدولة

توضع خطة التنمية للدولة بهدف تحقيق التنمية الإقتصادية و الإجتماعية، وتتضمن خطة التنمية برامج ومشروعات تنفذ خلال مدة الخطة، وتكون في إطار الأهداف العامة للدولة، وتعد الخطة لمدة 5 سنوات في معظم الأحيان، وتقسم إلى خطط سنوية تفصيلية تتوفر فيها المرونة اللازمة لمواجهة ما يستجد من تطورات خلال سنوات الخطة.

وبخصوص العلاقة بين الميزانية العامة وخطة التنمية فهي علاقة ترابط وثيق فالميزانية العامة ترتبط بالخطة وتساعد في تنفيذها، وتعد الميزانية العامة لمدة سنة مالية مقبلة بينما تعد الخطة لمدة أطول من

سنة (5 سنوات أو أكثر) وتقسم خطة التنمية للدولة إلى خطط سنوية، وتتضمن الميزانية العامة السنوية الإعتمادات اللازمة لتمويل الخطط السنوية المنبثقة من خطة التنمية للدولة، ويتوفر في الخطة قدر من المرونة أكبر من الميزانية وذلك لمواجهة التغيرات الاقتصادية، الداخلية و الخارجية، التي قد تطرأ خلال سنوات الخطة، ولاسيما في الخطط الطويلة الأجل، وأخيراً فإن هناك تبادلاً مستمراً في المعلومات والإحصائيات بين الجهازين المختصين بالخطة والميزانية العامة، لإدخال التغييرات اللازمة على الخطة وعلى الميزانية العامة.

الفرع الثالث: مبادئ وقواعد الميزانية العامة

يتعين على السلطة التنفيذية وهي بصدد تحضير الميزانية أن تصنع في إعتبارها عدداً من المبادئ

العامة التي تحكم الميزانية، وهي تتمثل فيما يلي:

أولاً- مبدأ سنوية الميزانية

إن سنوية الميزانية تعني أن تقدير إيرادات الدولة ونفقاتها العامة، والموازنة بينهما ينبغي أن تتم بشكل دوري، وبصورة مستمرة، والفترة الزمنية التي تخصها الميزانية تكون عادة السنة، وأن إجازة السلطة التشريعية، أي البرلمان لها تكون مدتها سنة، وأن الميزانية لكل سنة تصدر في نهاية السنة السابقة في الغالب، والتي تخص السنة اللاحقة، وأن سنوية الميزانية لا تعني أنها ينبغي أن تكون سنة تقويمية، بل إن تاريخ بدايتها ونهايتها يجري تحديده بشكل يراعى فيه أوضاع الدولة الاقتصادية، وطبيعة نشاطاتها، وما تتبعه من إجراءات وتقاليد إدارية وتنظيمية، إلا أن معظم دول العالم تأخذ بالسنة التقويمية التي تبدأ مع بدايتها في 1/1 وتنتهي بنهايتها في 12/31⁽¹⁾.

ثانياً- مبدأ الوحدة المقصود بمبدأ الوحدة هي أن الميزانية العامة تكون واحدة بمعنى عدم تقديم وضعية الإيرادات والنفقات في شكل ميزانيات متعددة لكل منها إيراداتها الخاصة، أما إذا قدمت الميزانية إلى (1)-فليح حسن خلف، مرجع سبق ذكره، ص 284.

المجلس على دفعات ولكن بدون أن يكون لكل قسم منها موارد خاصة وأن تقدم الميزانية الإيرادات على حدة وميزانية النفقات على دفعات، فهذا لا يعني أن ثمة ميزانيات متعددة طالما أن كل الإيرادات مجموعة كلها في جدول واحد يسمح بالتبسيط في تقديم وثائق الميزانية، إضافة إلى إمكانية إستخلاص نظرة شاملة حول وضعية مالية الدولة، مادامت الوثيقة تحتوي على رسم النفقات والإيرادات على مختلف أنواعها⁽²⁾.

ثالثاً- مبدأ عمومية الميزانية (الشمول)

يعني أنه يجب أن تدرج في الميزانية كافة الإيرادات والنفقات دون إجراء أي مقاصة بينها⁽³⁾، فالإدارة السليمة للأموال العامة تقتضي أن تقيد في حقل الإيرادات كل الضرائب والرسوم والأموال التي تجبى

لحساب الخزينة، مهما كان مصدرها ونوعها ومقدارها⁽⁴⁾، وأن تقيّد في حقل النفقات كل المبالغ التي تصرف من حساب الخزينة مهما كانت الغاية من إنفاقها، دون أي إنقاص أو إقطاع، مثال ذلك: لا يسمح بطرح مصروفات الجباية كرواتب الموظفين وأجور النقل من واردات الضريبة.

رابعاً - مبدأ توازن الميزانية

تستلزم قاعدة التوازن " أن تتعامل نفقات الدولة مع إيراداتها " باستبعاد القروض وخلق وسائل دفع جديدة ، وقد شهدت قاعدة التوازن تطوراً في الفكر والواقع الماليين كنتيجة مباشرة للتطور في دور الدولة وإنتقالها من " الدولة الحارسة " إلى " الدولة المتدخلة".

خامساً - قاعدة الوضوح

تقضي هذه القاعدة أن تتسم الميزانية العامة بالوضوح الكافي الذي يساعد على فهم محتويات وتفصيلات الميزانية حيث لا تدرج اعتمادات مجمله بل مفصلة . ومن أساليب الوضوح تبويب الميزانية وعرضها بوسائل بسيطة ومقبولة بالإضافة إلى إمكانية استخدام الأشكال الهندسية والرسومات البيانية.

سادساً - قاعدة المرونة

يقصد بها سهولة تنفيذ الميزانية ، وذلك بمراعاة الاحتمالات المختلفة التي قد تواجهها خلال السنة ، والبحث عن بدائل لهذه الاحتمالات، ومن أساليب تحقيق هذه القاعدة (المبدأ) :

(1) - جمال يرقى، أساسيات في المالية العامة واشكالية العجز في ميزانية البلدية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2002/2001، ص30.

(2) - صالح محمد القرّة، مبادئ الميزانية العامة، أنظر الموقع الإلكتروني:

<http://sqarra.wordpress.com/gevbs>

(3) - francois chouvel, **finance publique**, gaulino, paris, france, 2001, p3.

(4) - Michel bouvier, marie-christineesclassan, jean-pierre lassale, **finance publiques**, lextenso, paris, france, 2010, p315.

- السماح بالنقل بسهولة من بند لآخر في الباب الواحد .
- إمكانية النقل من مجموعة اعتمادات داخل باب واحد في جهة إلى اعتمادات نفس الباب في جهة أخرى .

الفرع الرابع: دورة الميزانية العامة

إن المقصود بمصطلح " دورة الميزانية العامة " هو الأنشطة والعمليات المكونة للميزانية العامة للدولة بالنظر لما تتصف به هذه العمليات من الدورية والإستمرار. (1)

وقد تعارف معظم كتاب الميزانية العامة والمالية العامة على إعتبار المراحل الرئيسية لدورة الموازنة العامة للدولة أربعة وهي:

أولاً-مرحلة إعداد الميزانية العامة

يقصد بمرحلة تحضير وإعداد الميزانية العامة ترجمة تكاليف تحقيق دور الدولة، ووضع التقديرات المناسبة للنفقات، وما يلزمها من إيرادات. (2)

يمكن القول أن خطوات تحضير الميزانية العامة هي كالتالي: (3)

تتولى وزارة المالية إصدار تعميم ترسله إلى جميع الوزارات والهيئات العامة، لتقوم بدورها بتوزيعه إلى كافة المستويات الإدارية التابعة لها، يتضمن هذا التعميم الخطوط العامة لإعداد مشروع الميزانية العامة مع بيانات عن عناصر السياسة المالية للعام القادم، كما يتضمن التعميم الموعد المحدد الذي يجب موافاة وزارة المالية التقديرات التي تضعها الوزارات المختلفة.

- تقوم كل وزارة أو هيئة عامة، بتشكيل لجنة، تتولى هذه اللجنة مناقشة التقديرات التي وصلت إليها، وتقوم هذه اللجنة بإعداد مشروع موازنة للوزارة أو الهيئة المعنية.
- ترسل كل وزارة أو هيئة تقديراتها إلى وزارة المالية وتقوم الإدارات المختلفة في وزارة المالية بدراسة ومراجعة هذه التقديرات من الناحيتين الحسابية والفنية، ثم تناقش هذه التقديرات مع المسؤولين في الوزارات والهيئات العامة في تفاصيلها.
- يتولى وزير المالية (وزارة المالية) إعداد مشروع الموازنة العامة الذي يتضمن إتجاهات السياسة المالية، وإمكانيات الخزنة العامة، ومتطلبات الإنفاق العام.

(1)- محمد عبد العزيز المعارك، علي شفيق، أصول وقواعد الموازنة العامة، مطابع جامعة الملك سعود، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2003، ص 44.

(2)- جمال لعامرة، أساسيات الموازنة العامة للدولة المفاهيم والقواعد والمراحل والإتجاهات الحديثة، الطبعة الأولى، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2004، ص 110.

(3)- خالد شحادة الخطيب وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص 301-302.

- بعد الإنتهاء من مناقشة تقديرات الوزراء والهيئات العامة تقوم بوضع مشروع موازنة للعرض على مجلس الوزراء، الذي يقوم بمناقشة المشروع، ووضعه بصورته النهائية التي سوف تعرض على السلطة التشريعية.

ثانياً- مرحلة اعتماد الميزانية العامة.

لا يعتبر مشروع الميزانية العامة ميزانية تلتزم الحكومة بتنفيذها إلا بعد إعتماده من السلطة التشريعية، ويمر اعتماد الموازنة داخل البرلمان بإجراءات معينة تختلف باختلاف دستور كل دولة وقانونها المالي واللائحة الداخلية لمجالسها التشريعية(1).

ويمكن التمييز هنا بين ثلاث مراحل: (2)

- **المرحلة الأولى:** تناقش فيها الموازنة مناقشة عادية حيث تناقش فيها سياسة الحكومة.
- **المرحلة الثانية:** وتناقش فيها الموازنة مناقشة تفصيلية إذ تناقش فيها أبواب الموازنة بابا بابا، ثم فصولها ويتم الإقتراع على كل باب بعد الفراغ منه.
- **المرحلة الثالثة:** وفيها يقترح المجلس على مشروع الموازنة بكامله.

ثالثا-مرحلة تنفيذ الميزانية العامة

يقصد بتنفيذ الميزانية إجراء تحصيل الإيرادات ودفع النفقات التي أدرجت في هذه الميزانية بعد إتمادها من قبل السلطات المختصة، إن أخطاء الإيرادات قد تعوض بعضها البعض، بحيث يزيد الإيراد في بعض البنود كما كان مقدرا ويقل في البعض الآخر، أما بالنسبة للنفقات فأخطاء التقدير لاتعوض إلا في حدود ضيقة، وهذا يختلف من دولة لأخرى حسب الضرورة⁽³⁾.

رابعا-مرحلة مراقبة الميزانية العامة

تسمى أيضا مرحلة مراجعة تنفيذ الميزانية والهدف منها هو التأكد من أن تنفيذ الميزانية قد تم على الوجه المحدد ووفق السياسة التي وضعتها السلطة التنفيذية وإجازتها من طرف السلطة التشريعية، وبناء على ذلك فإن الهدف الأساسي من الرقابة على تنفيذ الميزانية هو ضمان تحقيقها لأقصى قدر من المنافع للمجتمع في حدود السياسة العامة للدولة، وتأخذ الرقابة على تنفيذ الميزانية عدة صور مختلفة، وهي الرقابة الإدارية والرقابة التشريعية وكذلك الرقابة المستقلة.

(1)-عبد الباسط بوزيان، مرجع سبق ذكره، ص 93.

(2)-عادل فليح العلي، نفس المرجع السابق، ص 548.

(3)-محمود حسين الوادي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 167.

1- الرقابة الإدارية: هنا تتولى وزارة المالية الرقابة الإدارية على تنفيذ الميزانية حيث يقوم الرؤساء من موظفي وزارة المالية عن طريق السكرتيرين الماليين، ومديري الحسابات على عمليات المصروفات التي يأمر بدفعها الوزراء المختصون أو من ينوبون عنهم، تتم الرقابة الإدارية من الناحية العملية من خلال طريقتين أساسيتين:

- **الرقابة الموضوعية :** تعني إنتقال الرئيس إلى مكان عمل المرؤوس ليتأكد من مباشرته لعمله على نحو دقيق، ومثالها أن ينتقل مدير المالية العامة إلى مكاتب رؤساء المصالح ورئيس المصلحة إلى مكاتب رؤساء الدوائر، ورئيس الدائرة إلى مكاتب سائر الموظفين التابعين له وهكذا.

● **الرقابة على أساس الوثائق** : لا ينتقل الرئيس إلى محل عمل مرؤوسيه ولكن يقوم بفحص أعمالهم من خلال التقارير والوثائق و الملفات، وتبدو هذه الطريقة أيسر في التطبيق من الناحية العملية من طريقة الرقابة الموضوعية، حيث أن إنتقال الرئيس إلى مكان عمل مرؤوسيه قد يؤدي وخاصة في الدول النامية إلى إنضباط العمل ودقته بصورة مؤقتة، مما يؤثر بالسلب على سير العمل ولا يحقق الرقابة على الوثائق. (1)

كذلك تنقسم الرقابة الإدارية من حيث توقيتها إلى رقابة قبل تنفيذ الميزانية وأخرى لاحقة لتنفيذ الميزانية:

● **الرقابة السابقة** : تمثل الجزء الأكبر والأهم من الرقابة وتكون مهمتها عدم صرف أي مبلغ إلا إذا كان مطابقا لقواعد المالية المعمول بها سواء كانت قواعد الميزانية أو القواعد المقررة في اللوائح الإدارية المختلفة.

● **الرقابة اللاحقة على تنفيذ الميزانية**: يقصد بها الرقابة الإدارية اللاحقة على الحسابات، تتلخص في إعداد حسابات شهرية وربع سنوية و سنوية، ويقوم المراقب المالي في كل وزارة أو مصلحة المناسبة إعدادها، بفحصها للتأكد من سلامة المركز المالي للوزارة أو المصلحة وبمراجعة دفاتر الحسابات المختلفة ويضع عن كل هذا تقرير يرسله مع الحسابات إلى المديرية العامة للميزانية في وزارة المالية وتشمل أيضا بجانب الرقابة على الحسابات الرقابة على الخزينة والمخازن للتأكد من عدم حدوث إختلاسات أو مخالفات مالية.

2- **الرقابة التشريعية** : يتمتع البرلمان زيادة على سلطته في وضع وسن القوانين باختصاص لا يقل أهمية ألا وهو مراقبة الإدارة العامة (الحكومة) من حيث مدى إلتزامها بتطبيق برنامج الحكومة الذي كان قد وافق عليه من قبل، لتمس الرقابة التشريعية مختلف أنشطة مختلف الحكومة ومجالات تدخلها ومنها المجال المالي. (2)

(1)-محمد عباس محرزى، مرجع سبق ذكره، ص373.

(2)- سوزي عدلي ناشد، مرجع سبق ذكره، ص 174.

3- **الرقابة المستقلة** : تعتبر هذه الرقابة أكثر أنواع الرقابة فاعلية، ويقصد بها الرقابة على تنفيذ الميزانية العامة للدولة عن طريق هيئة مستقلة عن كل من الإدارة والسلطة التشريعية، تنحصر مهمتها في رقابة تنفيذ الميزانية والتأكد من أن عمليات النفقات والإيرادات قد تمت على النحو الصادر به إجازة السلطة التشريعية وطبقا للقواعد المالية المقررة في الدولة، وبمعنى آخر تتولى هذه الرقابة هيئة فنية خاصة، تقوم بفحص تفاصيل الميزانية ومراجعة حسابات الحكومة ومستندات التحصيل والصرف ومحاولة كشف ما

تتضمنه من مخالفات ووضع تقرير شامل عن ذلك، وبناءا عليه تستطيع السلطة التشريعية فحص الحساب الختامي فحفا جديا تحاسب على أساسه الحكومة عن كافة المخلفات المالية⁽¹⁾.

(1) - عبد الله خبابة، مرجع سبق ذكره، ص 274.

المبحث الثالث: السياسة المالية: تكاملها مع السياسة النقدية، آلية عملها وفعاليتها.

تمتاز السياسة المالية بدور كبير في التأثير على النشاط الإقتصادي لما لها من علاقات تشابكية مع السياسات الإقتصادية الأخرى خاصة مع السياسة النقدية.

لقد أشار كينز في نظريته العامة أن إختلال الإستقرار الإقتصادي الكلي يحدث نتيجة التقلبات المفاجئة في الطلب الكلي، وذلك في إطار الدورة الإقتصادية حيث أنه في حالة إنخفاض الطلب الكلي تحدث البطالة أما في حالة حدوث فائض في الطلب الكلي فإن هذا الأمر يؤدي إلى التضخم وبالتالي فإن إدارة الطلب الكلي بشكل فعال ستؤدي إلى تحقيق الإستقرار الإقتصادي الكلي، وهنا تظهر الأهمية التي تحظى بها السياسة المالية ومدى تأثيرها على أهداف السياسة الإقتصادية، حيث تعتبر سلاحاً فعالاً في التأثير على الطلب الكلي ومواجهة إختلال الإستقرار الإقتصادي الكلي، وفي هذا المبحث سيتم إبراز العلاقة والتكامل الوظيفي بين السياسة المالية والنقدية، كذلك آلية عمل السياسة المالية وفعاليتها

المطلب الأول: السياسة المالية والسياسة النقدية

تشكل السياسات المالية والنقدية منظومة للاستقرار الاقتصادي، وفي الوقت الذي يتحقق فيه هذا الاستقرار في المجتمع، فإن ذلك يمثل دعماً لمسيرة هذه السياسات في تحقيق التنمية الاقتصادية.

الفرع الأول: تعريف السياسة النقدية

إن مصطلح السياسة النقدية هو مصطلح حديث نقدياً، ظهر في أدبيات الاقتصاد في القرن التاسع عشر، غير أن الذين كتبوا في السياسة النقدية كانوا كثيرين، وكانت كتاباتهم تبرز بين الحين والآخر إبان الأزمات وفترات عدم الاستقرار الإقتصادي، كما شهد هذا القرن بدء الدراسة المنتظمة لمسائل السياسة النقدية على اختلافها من قبل المنظرين الإقتصاديين، وكذلك من قبل المهتمين بالاقتصاد التطبيقي أو العملي (1).

وقد نشأ ذلك عن المشاكل التي نجمت عن الدورات الاقتصادية المتكررة وفي القرن العشرين أصبحت السياسة النقدية ودراستها من نواحيها المختلفة جزءاً لا يتجزأ من السياسة الاقتصادية العامة للدولة، إن السياسة النقدية بدأت تستخدم إلى جانب السياسات الأخرى كالسياسة المالية أو سياسة الأسعار والسياسة التجارية، أو سياسة الأجور، للتأثير على مستوى النشاط الاقتصادي من خلال تأثيرها على المتغيرات الأساسية لهذا النشاط كالاستثمار والأسعار والإنتاج والدخل.

(1) - زكرياء الدوري، يسرى السمرائي، البنوك المركزية والسياسات النقدية، دار اليازوري، عمان، الاردن، 2006، ص 185.

عرفت السياسة النقدية على أنها: " تلك الإجراءات التي تستخدمها الدولة للتأثير في عرض النقود

لإيجاد التوسع أو الإنكماش في حجم القوة الشرائية للمجتمع ". (1)

كما تعرف السياسة النقدية على أنها: " مجموعة الإجراءات التي تتخذها السلطة النقدية في المجتمع بغرض الرقابة على الائتمان والتأثير عليه، بما يتفق وتحقيق الأهداف التي تصبو إليها الحكومات، فالنقود لا تدير نفسها، بل تكون السياسة النقدية أداة لتحقيق الغاية التي ترنو إليها الحكومة". (2) ويعرفها Georje pariente هي: " مجموع التدابير المتخذة من قبل السلطات النقدية قصد إحداث أثر على الإقتصاد، ومن أجل ضمان إستقرار أسعار الصرف ". (3)

وتبعا ل kent " السياسة النقدية هي الإجراءات التي تستخدمها السلطات النقدية لمراقبة عرض النقد بقصد تحقيق هدف إقتصادي معين كالإستخدام الكامل ". (4)

كذلك عرفت السياسة النقدية على أنها : " الإستراتيجية المثلى أو دليل العمل الذي تنتهجه السلطات النقدية من أجل المشاركة الفعالة في توجيه مسار الوحدات الإقتصادية القومي نحو تحقيق النمو الذاتي المتوازن عن طريق زيادة الناتج القومي بالقدر الذي يضمن للدولة الوصول إلى حالة من الإستقرار النسبي لأسعار السلع والخدمات وأسعار الفائدة - أسعار صرف العملة الوطنية - وذلك طبعا في إطار توفير السيولة المناسبة للإقتصاد القومي حتى تتفادى الضغوط على الأرصدة النقدية للدولة. (5)

وهناك تعريف اخر للسياسة النقدية الذي قدمه الإقتصادي einzig وهو أن: " السياسة النقدية تشمل جميع القرارات والإجراءات النقدية بصرف النظر عما إذا كانت أهدافها نقدية أو غير نقدية، وكذلك جميع الإجراءات التي تهدف إلى التأثير في النظام النقدي ". (6)

حسب زكريا الدوري ويسرى السامرائي جميع التعاريف السابقة تدخل ضمن المعنى الضيق للسياسة النقدية، أما السياسة النقدية بمعناها الواسع فتشمل على جميع التنظيمات النقدية والمصرفية لما لها من دور مؤثري في مراقبة حجم النقد المتيسر في النظام الإقتصادي، بهذا المعنى فإنها تشتمل على جميع

(1)-مفيد عبد اللاوي، محاضرات في الإقتصاد النقدي والسياسات النقدية، مطبعة مزوار، الوادي، 2007، ص 63.

(2)-محمود سحنون، الإقتصاد النقدي والمصرفي، الطبعة الأولى، دار بهاء للنشر والتوزيع، قسنطينة، 2003، ص 114.

(3)-عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الإقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص 53.

(4)-عباس كاظم الدعمي، مرجع سبق ذكره، ص 25.

(5)-صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية (المفهوم - الأهداف - الأدوات)، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2005، ص 98.

(6)-أحمد فريد مصطفى، سمير محمد السيد حسن، السياسات النقدية والبعد الدولي لليورو، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية، مصر، سنة 2000، ص 39.

الإجراءات التي تتخذ من قبل الحكومة والبنك المركزي والخزينة بقصد التأثير على مقدار وتوفير وإستعمال النقد والائتمان وكذلك الإقتراض الحكومي أي حجم وتركيب الدين الحكومي، وهكذا فإن مهمة

السياسة النقدية لا تقف عند حدود الرقابة على حجم العملة المصدرة وعرض وإستخدام الإئتمان الصيرفي، بل تمتد لتشكّل أيضا السياسة الإقتراضية للقطاع الحكومي، لنا لهذه الاخيرة من إنعكاسات واضحة على عرض النقد، وهذا يعني أن السياسة النقدية لا تقتصر علاقتها على العملة والإئتمان الصيرفي، بل تشمل أيضا السياسة المالية وخاصة ما تعلق بالدين العام ، ويهتم البنك المركزي في هذا الصدد بجميع العمليات المتعلقة بتحديد أنواع وحجم الإصدارات الخاصة بالقروض الحكومية و آجالها واسعار الفائدة عليها والتي تعرف بسياسة الدين العام.(1)

بناء على التعاريف السابقة يمكن تعريف السياسة النقدية على أنها تلك الإجراءات التي تتخذها السلطات النقدية بهدف التأثير على عرض واستخدام الإئتمان المصرفي وحجم العملة المصدرة، بالإضافة إلى تحديد أنواع وحجم الإصدارات الخاصة بالقروض الحكومية وأجالها وأسعار الفائدة عليها.

الفرع الثاني: التكامل الوظيفي بين السياسة المالية والنقدية

منذ ظهور الفكر الكينزي إنطلق الجدل بين أنصار السياسة النقدية بزعامة (milton friedmen) وأنصار السياسة المالية بزعامة (والترهيلر) لإثبات أي السياستين الأقدر على إيجاد الحلول المناسبة للآزمات المتكررة التي يتعرض إليها النظام الرأسمالي، فقبل مرحلة السبعينات من القرن الماضي كانت فكرة التنسيق بين السياستين غائبة تماما لإعتقاد كل من الفريقين أولوية سياسته في إيجاد هذه الحلول، (2) أما في مرحلة السبعينات وبسبب ظاهرة الركود التضخمي حيث تزامنت ظاهرة التضخم والبطالة بدأ الكثير من الإقتصاديين يطالبون بضرورة إستقلالية البنوك المركزية عن السلطة السياسية وهيمنة السلطة المالية، لتظهر أهمية التنسيق بين السياستين خلال عقدي الثمانينات والتسعينات من خلال المطالبة بوضع قيود على إرتباط السلطات النقدية لتمويل العجز المالي الضخم مما يتطلب أن تسيّر السياسة المالية بمحاذاة السياسة النقدية.

وتأتي أهمية التكامل الوظيفي بين السياستين النقدية والمالية نظرا للأسباب التالية:

(1)- زكرياء الدوري، يسرى السمراي، مرجع سابق ، ص 186.

(2)- جمال بن دعاس، التكامل الوظيفي بين السياستين النقدية والمالية دراسة مقارنة بين الإقتصاد الإسلامي والوطني، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإسلامية، تخصص سياسة شرعية، جامعة الحاج محمد لخضر، باتنة، الجزائر، 2010/2009، ص 153.

• المشاكل التي عادة ما تحدث بين السلطات المالية والسلطات النقدية وما يترتب عليها من إنقسامات وإضطرابات إقتصادية، إذا ما سلك رجال السياسة المالية طريقا وأصر رجال السياسة النقدية على

إنتهاج طريق مخالف أو مستقل ويعني ذلك أن ما تريد السياسة المالية مثلاً بناءه تقوم السياسة النقدية بهدمه وهو ما يشير إلى أهمية تكامل النوعين من السياسات لتحقيق الأهداف الإقتصادية المرجوة على خير وجه، ويحدث ذلك بوضوح في الدول التي تتعاقب فيها حكومات كثيرة، وتنتهج كل حكومة سياسة مخالفة لما تنتهجه الحكومة الأخرى مما يؤدي إلى حدوث نوع من التخبط والإضطرابات الإقتصادية ويتعثر تنفيذ برامج الخطة العامة بمعدلاتها المستهدفة. (1)

• يجب استخدام السياسة النقدية للتحكم في الكتلة النقدية المتداولة، ولكنها غير كافية لتحقيق ذلك إذ لا بد أن يتم استخدام السياسة المالية وسياسة الأجور والأسعار والدخل طالما أنه يشترط لفعالية السياسة النقدية في إيجاد الموارد المالية الضرورية للإستثمارات عن طريق الإقتراض، (2) أن يكون الأفراد على إستعداد لقبول مستويات أسعار الفائدة المختلفة ودرجة منافسة الإستثمار الخاص، ونفس الملاحظة عندما تستخدم السياسة المالية وحدها لتنشيط الإستثمار الخاص عوضاً عن محاولة زيادته خاصة في الدول النامية التي تعاني من تبعية لإقتصاديات الدول الصناعية، وهذا يعني وجوب الإعتماد على السياسة النقدية لتشجيع الإستثمار والتحكم في معدل الصرف وتحقيق الإستقرار الإقتصادي.

• تزايد حالات عدم الإستقرار الإقتصادي وتصادد حدثها يتطلب مزج السياستين النقدية والمالية للتمكن من التغلب على الأزمات المختلفة فأدوات السياسة النقدية لا يمكنها تحمل أزمة التضخم بمفردها حيث يجب تدخل أدوات السياسة المالية لإستيعاب الأرصدة النقدية التي يعجز القطاع العائلي وقطاع الأعمال عن إستثمارها عن طريق أداة التمويل بالعجز التي يجب أن تكون مرنة لتتولى بسرعة ضبط المعروض النقدي في الأسواق المالية. (3)

• التغيرات الحديثة التي طرأت على الهياكل الإقتصادية لمعظم الدول الصناعية وما يترتب عليها من عدم إستقرار، وظهور العديد من الإنتقادات الموجهة إلى أداء القطاعات الإقتصادية المختلفة في الماضي القريب والتي إمتدت إلى النظام المصرفي المطبق في هذه الدول في الوقت الحاضر، وبذلك

(1)-حمدي عبد العظيم، السياسات المالية والنقدية دراسة مقارنة بين الفكر الوضعي والفكر الإسلامي، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 357.

(2)-صالح مفتاح، مرجع سبق ذكره، ص 107.

(3)-حمدي عبد العظيم، مرجع سابق، ص 57.

عادة ما يوجه النقد إلى البنوك في حالة المبالغة في تمويل نفقات القطاع العام عن طريق الإقتراض من الجهاز المصرفي، في الوقت الذي يوجه فيه اللوم إلى الحكومة عندما تلجأ إلى تمويل نفقاتها من خلال

النظام الضريبي، وهو ما يعني توجيه اللوم إلى السياسة النقدية في الحالة الأولى وإلى السياسة المالية في الحالة الثانية ويتطلب ذلك عدم إعتاماد الدولة على سياسة دون أخرى.⁽¹⁾

من جهة أخرى لابد من التأكيد على أن إختيار السياسة بشكل مناسب يعتمد بالضرورة على الهدف المرجو من تنفيذ السياسة، وبالتالي فإن هناك آثارا مالية للسياسة النقدية حيث تستطيع الحكومة زيادة الإنفاق الحكومي عن طريق تمويلها بعرض النقد (سياسة نقدية)، وهنالك آثار نقدية للسياسة المالية ويتمثل ذلك عندما تفرض الحكومة الضرائب مثلا فإن كمية النقود التي بحوزة الأفراد تقل، وبالتالي فإن ذلك يعد أثرا نقديا للسياسة المالية، وهي إستخدام الضريبة كأداة لإدارة الإقتصاد الوطني.⁽²⁾

المطلب الثاني: السياسة المالية والفجوات الإقتصادية

إذا ما قورن مستوى الطلب الكلي بمستوى العرض الكلي يمكن التعرف على أهم المشاكل التي يعاني منها الإقتصاد، ومن الممكن التمييز بين ثلاث حالات:⁽³⁾

- **الحالة الأولى:** التي يكون فيها مستوى الطلب الكلي أكبر من مستوى العرض الكلي، وفي هذه الحالة تظهر الفجوة التضخمية،
- **الحالة الثانية:** التي يكون فيها مستوى الطلب الكلي أقل من مستوى العرض الكلي، وهنا تظهر الفجوة الإنكماشية.
- **الحالة الثالثة:** التي يكون عندها مستوى الطلب الكلي مساويا لمستوى العرض الكلي وهنا تكون الفجوة مساوية للصفر ولا يعاني الإقتصاد من أي مشكلة.

وفي هذا المجال تلعب السياسة المالية دورا كبيرا في مواجهة الفجوات التضخمية والإنكماشية التي سيتم التعرض إليها فيما يلي:

الفرع الأول: الفجوة التضخمية

نستعرض فيمايلي تعريف الفجوة التضخمية وألية علاجها من خلال السياسة المالية.

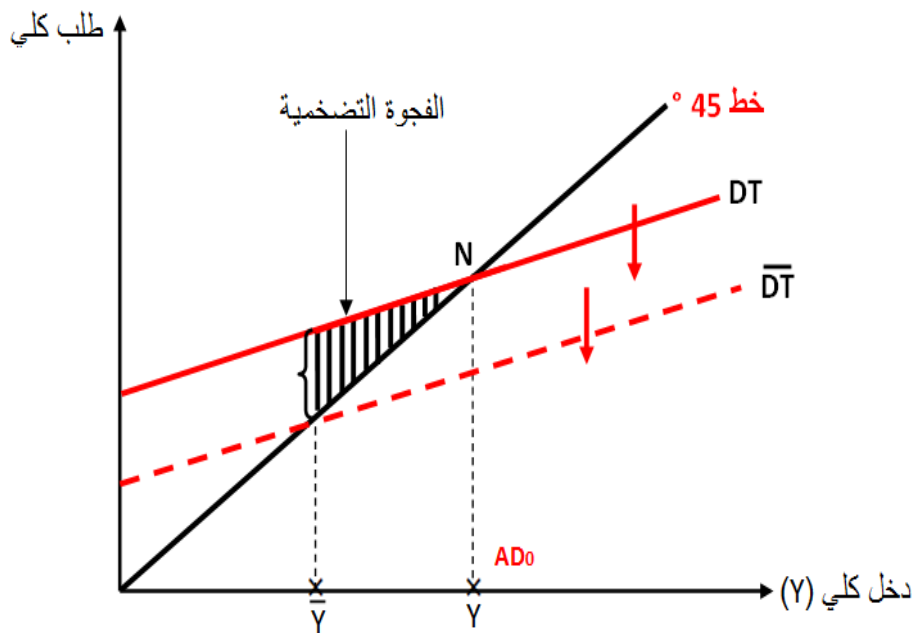
- (1)-حمدي عبد العظيم، نفس المرجع أعلاه، ص 356.
- (2)- سعيد سامي الحلاق، محمد محمود العجلوني، النقود والبنوك والمصارف المركزية، داراليازوري العملية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 283.
- (3)- كامل بكري، رمضان محمد مقلد، محمد سيد عابد، إيمان عطية ناصف، مبادئ الإقتصاد الكلي، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 20.

أولا: تعريف الفجوة التضخمية

طبقا للنظرية الكينزية يتحقق عدم الإستقرار الإقتصادي نتيجة للتقلبات الشاذة في الطلب الكلي، ففي حالة قصور الطلب الكلي تحدث بطالة غير عادية، ومن ناحية أخرى عندما يعمل الإقتصاد عند طاقته القصوى ويوظف كامل إمكانياته، فإن حدوث فائض في الطلب يؤدي إلى التضخم، وإذا أمكن إدارة الطلب الكلي على نحو صحيح فإنه يمكن تحقيق التوظيف والإستقرار الإقتصادي، وفي هذا الصدد يتوجب على السياسة المالية التدخل لمواجهة حالة القصور الحادثة في الطلب الكلي أو ما يسمى بـ " الفجوة التضخمية" (1).

يمكن توضيح الفجوة التضخمية من خلال الشكل الموالي:

شكل رقم (05) : الفجوة التضخمية



مصدر: محمد فوزي ابو السعود، مقدمة في الإقتصاد الكلي مع التطبيقات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004، ص 132.

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن الفجوة التضخمية تعبر عن تلك الحالة التي يكون عندها الطلب كلي أكبر من العرض الكلي عند مستوى التوظيف الكامل، وبتعبير آخر توجد الفجوة التضخمية عندما يتحقق التوازن في الإقتصاد الوطني (طلب كلي = دخل كلي) عند مستوى توازن للدخل يزيد عن مستوى دخل العمالة الكاملة، فإذا كان الطلب أو الانفاق الكلي أكبر من عرض التوظيف الكامل والمتمثل في المنحنى الذي يقطع منحنى العرض أو خط الدخل عند النقطة N فسيكون مستوى الدخل التوازني عند (1) - جيمس جوارتي، ريجارد أستروب، ترجمة عبد الفتاح عبد الرحمان، عبد العظيم محمد، الإقتصاد الكلي والخاص، دار المريخ، الرياض، السعودية، ص 304.

مستوى أعلى وعلى يمين مستوى التوظيف الكامل γ ، في هذه الحالة يكون الطلب عند مستوى التوظيف الكامل أكبر من العرض، والاستثمار أكبر من الادخار، وهنا تظهر الفجوة التضخمية.

ثانياً: علاج الفجوة التضخمية

عند وجود تضخم في الإقتصاد وارتفاع في المستوى العام للأسعار، فإن دور السياسة المالية هنا هو محاولة تكميش مستوى الطلب وخفض القدرة الشرائية في المجتمع عن طريق ما يسمى بالسياسة المالية الإنكماشية. (1)

تتمثل إجراءات السياسة المالية الإنكماشية فيما يلي:

1- تخفيض الإنفاق الحكومي: من خلال مايلي:

- تخفيض الإنفاق الحكومي خاصة الإنفاق المرتبط بالمواد والسلع الإستهلاكية الكمالية.
 - الحد من الإسراف والتبذير في المرافق الحكومية، وتقليل الإنفاق الإستهلاكي.
 - الحد من الإسراف والتبذير في المشروعات الحكومية ومؤسسات القطاع العام، وتوجيه الإنفاق العام لنفقات عامة منتجة.
 - عدم المساس بأوجه الإنفاق التي تهدف إلى زيادة الطاقة الإنتاجية.
- ويجب على الحكومة لعلاج الفجوات التضخمية التقليل من حجم الإنفاق العام على القطاعات الخدمية بمشروعاتها المختلفة دون غيرها من القطاعات الإنتاجية إلى أن يتحقق التوازن الإقتصادي. (2)

2- زيادة حجم الإيرادات الضريبية: من خلال مايلي:

- زيادة الضرائب على الأرباح وهو ما يؤدي إلى تخفيض حجم الإنفاق الإستثماري وبالتالي ينخفض حجم الإنفاق الكلي "الطلب الفعلي" اللازم لتحقيق التشغيل الكامل لا أكثر منه.
- يمكن إستعمال الضرائب المباشرة من أجل تقييد الطلب، ويكون ذلك من خلال فرض ضرائب مباشرة على الدخل الموجهة للإستهلاك الكلي أو نحو الإستثمارات التي تلبى حاجيات فئة معينة مثل الإستثمار في المباني الضخمة. (3)

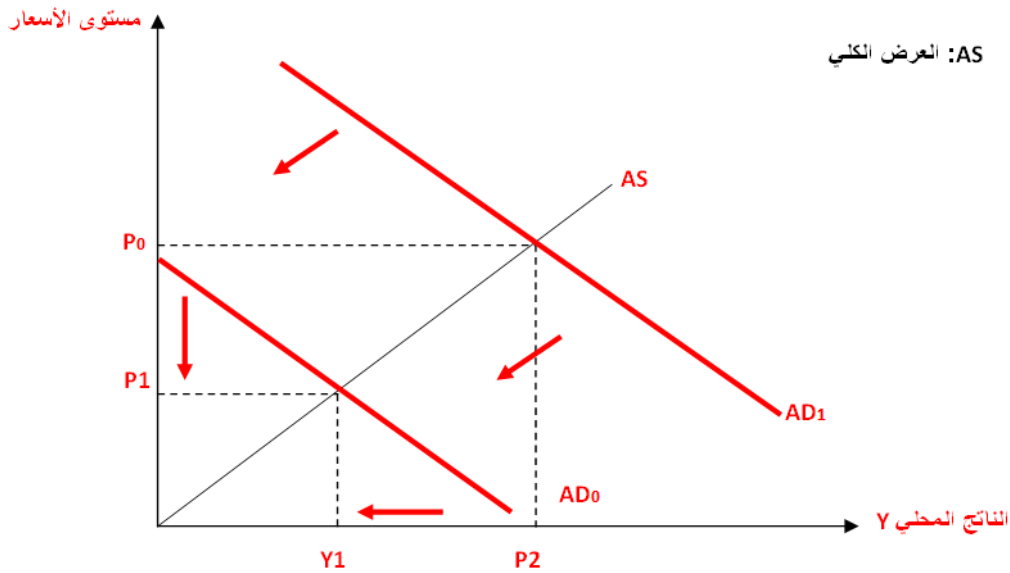
(1) - خالد واصف الوزني، أحمد حسين الرفاعي، مبادئ الإقتصاد الكلي بين النظرية والتطبيق، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2000، ص 328.

(2) - محمود حسين الوادي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 218.

(3) - موسى رحمانى، نحو ميزة نسبية الإقتصاد الجزائري عن طريق تفعيل أدوات السياسة المالية، مداخلة مقدمة إلى المؤتمر الدولي العلمي حول السياسة الإقتصادية واقع وآفاق، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، يومي 29 و 30 نوفمبر 2004، ص 6.

- زيادة ضريبة الدخل: عن طريق زيادة نسب الإستقطاعات الضريبية وبالتالي إنخفاض حجم الإنفاق الإستهلاكي للأفراد والعائلات مما يؤدي إلى تقليص في الفجوة بين الأفراد والعائلات وتقليص الفجوة بين إجمالي الإنفاق القومي وإجمالي الناتج القومي.
 - وتسمى كذلك السياسة المالية الإنكماشية بـ " سياسة التمويل الفائض " فهي تؤدي إلى حدوث فائض في ميزانية الدولة، وهي تعرف كذلك بسياسة الميزانية غير المتوازنة، ويمكن أن تكون هذه السياسة فعالة كلما كان حجم القطاع الحكومي كبيرا نسبيا بالنسبة للإقتصاد الوطني. (1)
- والشكل الموالي يوضح السياسة المالية الإنكماشية:

شكل رقم (06): السياسة المالية الانكماشية



المصدر: خالد واصف الوزني، احمد حسين الرفاعي، مبادئ الإقتصاد الكلي بين النظرية والتطبيق، الطبعة الثالثة، دار وائل، عمان، الأردن، 2000، ص 329.

الفرع الثاني: الفجوة الإنكماشية

قبل توضيح كيفية علاج الفجوة الإنكماشية عن طريق السياسة المالية يجب أولاً التعرض إلى مفهومها.

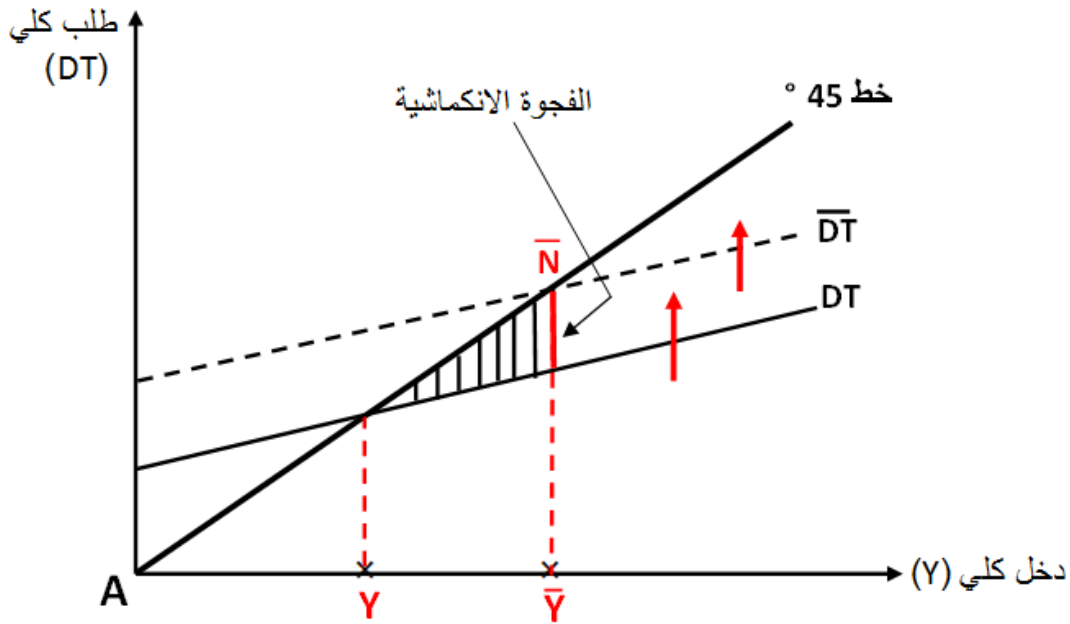
أولاً- مفهوم الفجوة الإنكماشية

الفجوة الإنكماشية هي الحالة العكسية للفجوة التضخمية، حيث يقال أنه توجد فجوة إنكماشية عندما: " يقل الطلب الكلي عن العرض الكلي عند مستوى التوظيف الكامل، وهو ما يتسبب في إنخفاض أسعار السلع والخدمات بمعدلات تتزايد كلما إتسعت الفجوة الإنكماشية، وتعرف هذه الحالة بالركود أو الكساد أو الإنكماش الإقتصادي".

(1)- موسى رحمانى، نحو ميزة نسبية الإقتصاد الجزائري عن طريق تفعيل أدوات السياسة المالية، مرجع سابق، ص 6.

والشكل الموالي يوضح فجوة الإنكماشية:

شكل رقم (07) : الفجوة الإنكماشية



المصدر: محمد فوزي أبو السعود، مرجع سبق ذكره، ص 133.

من الشكل السابق يمكن ملاحظة أن الطلب الكلي أقل من العرض الكلي وبالتالي الإستثمار يكون أقل من الإدخار عند مستوى التوظيف الكامل، وحتى يمكن الوصول إلى دخل العمالة الكاملة لا بد من زيادة الطلب الكلي من (DT) إلى (DT) حتى يزيد الدخل من (Y) إلى (Y) وتقاس الفجوة الإنكماشية بالمسافة الرأسية بين المنحنى القديم ومنحنى الطلب الكلي الجديد (DT) عند مستوى دخل العمالة الكاملة، إن إستمرار هذه الفجوة من شأنه أن يقلل الأسعار ويحقق رجال الأعمال خسارة مما يدفعهم إلى تخفيض الإنتاج أو خروج بعضهم من السوق مما يؤثر على إنتاج المجتمع وظهور مشكلة البطالة ويقل الناتج والدخل القومي وهذه المشاكل لا ترغب الحكومات في حدوثها داخل الإقتصاد الوطني.⁽¹⁾

ثانياً- علاج الفجوة الإنكماشية (الركودية)

عند حدوث فجوة انكماشية، يمر النشاط الاقتصادي بحالة تباطؤ، في هذه الحالة يجب استخدام "سياسة مالية توسعية" وذلك بهدف زيادة الطلب الكلي والناتج المحلي الإجمالي. تتمثل السياسة المالية التوسعية في أحد الإجراءات التالية:

(1)- مصطفى سلمان، حسام داود، عماد الصعدي، أخضر عقل، مبادئ الإقتصاد الكلي، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2000، ص 174.

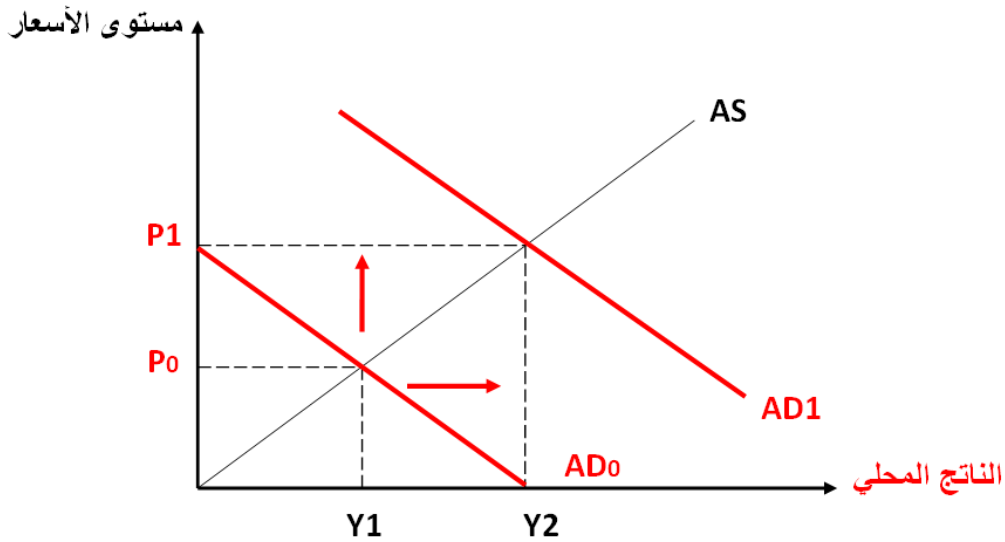
• زيادة مستوى الإنفاق الحكومي، حيث تزيد الدولة من نفقاتها على المرافق الخدمية والمشاريع العامة، كما تزيد من النفقات التحويلية كالزيادة في الإعانات الحكومية إما على شكل نقدي أو على شكل عيني أو على شكل بطاقات يستطيع حاملها الحصول بها على سلع وخدمات تحددتها الدولة، كالحصول على ملابس، صحة، حليب، خدمة...إلخ، وهذا النوع من الدعم يؤدي إلى زيادة القدرة الإنفاقية للأفراد وينشط الإستثمار ويرفع من العمالة. (1)

- تخفيض الضرائب كسبيل لحفز الطلب الكلي ومواجهة ظروف الكساد (2) فمثلا عند تخفيض الضرائب على الدخل سيؤدي ذلك إلى زيادة الإنفاق الاستهلاكي ويترتب عنه زيادة الطلب الكلي.

- تخفيض الضرائب او منح إعفاءات ضريبية يؤدي إلى زيادة الدخل من ناحية وزيادة الميل نحو الإستثمار من ناحية اخرى، وكلا الأمرين يعني دخولا إضافية وإرتفاع القدرة الشرائية للأفراد وحقن الإقتصاد وحل مشكلة البطالة والتخلص من الكساد. (3)

تجدر الإشارة إلى أن السياسة المالية التوسعية تسمى كذلك بـ: "سياسة التمويل بالعجز"، لأن زيادة الإنفاق العام وتخفيض الإيراد الضريبي إلى حدوث عجز في الميزانية العامة. والشكل الموالي يبين السياسة المالية التوسعية.

شكل رقم (08) : السياسة المالية التوسعية



المصدر: خالد واصف الوزني وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 328.

(1)- طارق الحاج، مرجع سبق ذكره، ص 50.

(2)- Charles waline, le budget de d'état, la documentation française, Paris , France, 2006, P10.

(3)- خالد الوزني وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 327.

المطلب الثالث: فعالية السياسة المالية

يقصد بفعالية السياسة المالية مدى قدرتها على التأثير في مجمل النشاط الإقتصادي وحل الأزمات ومواجهة المشكلات الإقتصادية. (1)

يمكن شرح فعالية السياسة عن طريق تحليل منحنيات (IS) و (LM).

الفرع الأول: مفهوم منحنيات (IS) و (LM)

ينقسم الإقتصاد الكلي إلى ثلاث قطاعات تتمثل فيما يلي: (2)

- قطاع السلع والخدمات ويسمى كذلك بالقطاع الحقيقي ويتمثل في سوق المنتجات وهو عبارة عن مجموع أنواع السلع والخدمات المنتجة في البلد.
- القطاع النقدي ويتمثل في سوق النقد وفي حالة إستخدام نظرية الأموال القابلة للإقراض فإنه يتمثل بسوق الأموال القابلة للإقراض.
- القطاع الخارجي والذي يشمل جميع المعاملات الحقيقية (صادرات وإستيرادات سلعية وخدمية) والمعاملات النقدية مع الدول الأخرى، هذه المعاملات تتضح في ميزان المدفوعات الخارجي وسوق العملات الأجنبية.

كي يحدث التوازن العام يجب تحقيق التوازن في كافة الأسواق حيث يجب ما يلي:

- تساوي الطلب الكلي مع العرض الكلي للسلع والخدمات في القطاع الحقيقي أو الشرط البديل له هو تساوي الإستثمار المخطط مع الإذخار المخطط.
- يجب تساوي الطلب على النقود مع المعروض النقدي أو تساوي عرض الأموال القابلة للإقراض مع الطلب عليها.
- يجب تساوي صفي قيمة الصادرات الحقيقية مع صافي التدفقات المالية ويتحقق هذا في حالة توازن ميزان المدفوعات الخارجية وتوازن سوق العملات الأجنبية.
- يعتبر الإنجليزي هيكس أول من توصل إلى نموذج التوازن العام الذي حمل إسمه، وقد سمي بـ: (IS-LM) حيث يمثل منحنى (IS) حالة التوازن في القطاع الحقيقي والمنحنى (LM) حالة التوازن في القطاع النقدي.

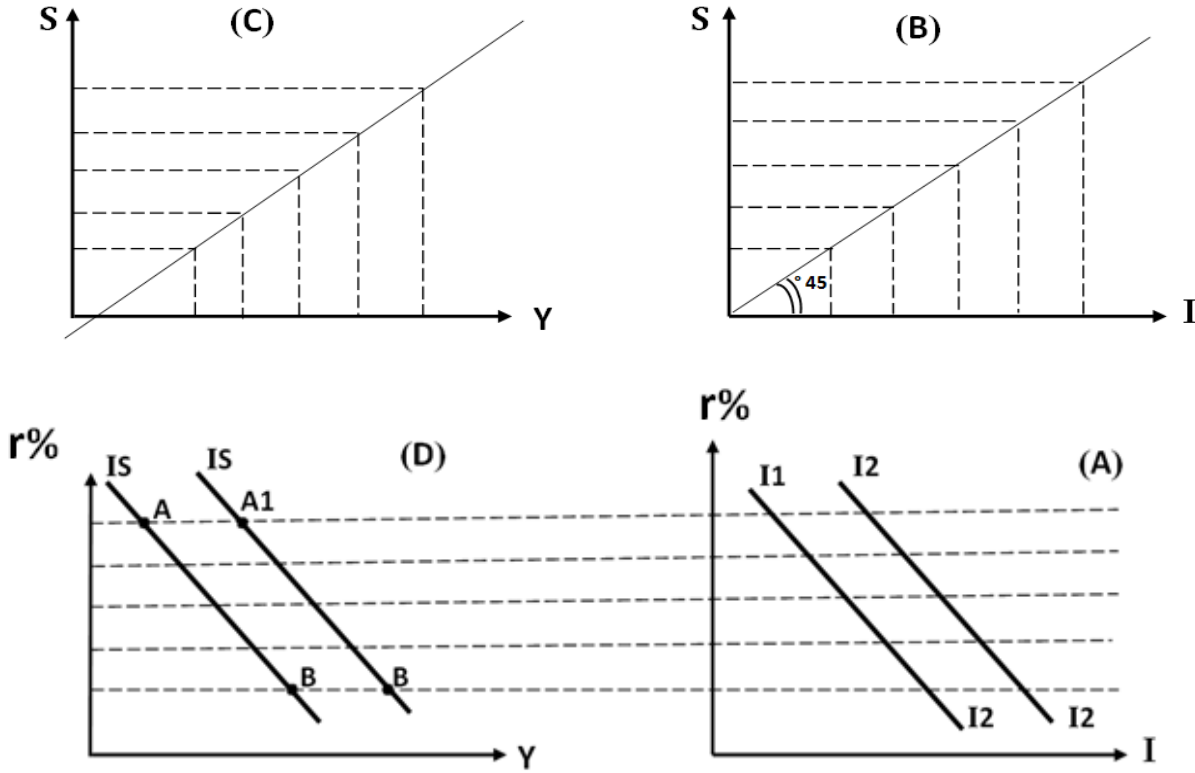
(1)- فوزية خلوط، دور السياسة المالية في تحقيق الإستقرار والنمو الإقتصاديين في الدول النامية في ظل التحولات الدولية الراهنة (دراسة حالة الجزائر)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2003/2004، ص14.

(2)- عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسي، النقود والمصارف والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد، عمان، الأردن، 2004، ص ص 323-324.

أولاً- منحنى (IS)

يمكن توضيح كيفية اشتقاق منحنى (IS) من خلال المنحنيات التالية:

شكل رقم (09) : اشتقاق منحنى (IS)



المصدر: ناظم محمد نوري الشمري، النقود والمصارف والنظرية النقدية، الطبعة الأولى، دار زهدان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1999، ص 309.

الأشكال A-B-C-D يمكن شرحها كما يلي:

الشكل (A): يبين العلاقة بين الإستثمار وأسعار الفائدة هناك علاقة عكسية بين معدل الفائدة ($r\%$) وحجم الإستثمار (I) حيث أنه كلما زاد معدل الفائدة كلما تناقص الإستثمار، كما أن معدل الفائدة المرتفع لا يشجع المستثمرين على الإستثمار بإعتبار معدل الفائدة للإقتراض يعد بمثابة تكلفة.⁽²⁾

الشكل (B): يبين شرط تساوي الإستثمار (I) مع الإدخار (S) حيث يتمثل الإستثمار على المحور الأفقي والإدخار على المحور العمودي.⁽¹⁾

(1) - السعيد برييش، مرجع سبق ذكره، ص 140.

(2) - ناظم محمد نوري الشمري، النقود والمصارف والنظرية النقدية، الطبعة الأولى، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1999، ص 308.

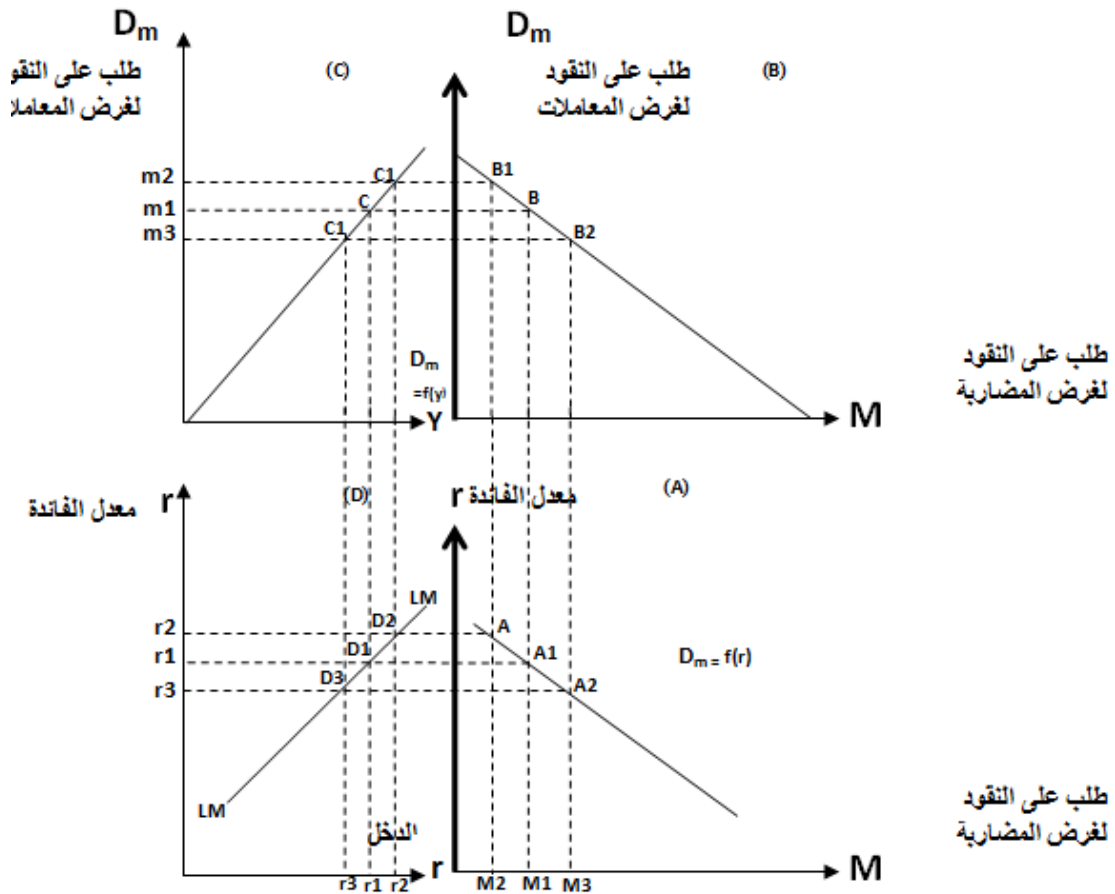
الشكل (C): يبين الإدخار كدالة طردية في الدخل، فهي دالة موجبة في الميل ويقل عن الواحد، حيث يمثل في قيمته الميل الحدي للإدخار.

الشكل (D): يبين مستويات الدخل وأسعار الفائدة (r) إذا تلازم بعضها مع بعض يتحقق التوازن بين مستويات الإدخار مع مستويات الإستثمار.

ثانيا - منحني (LM)

إن التوازن في سوق النقد يكون عندما يتساوى الطلب على النقود مع عرض النقود، حيث أن اشتقاق منحني (LM) يكون حسب الشكل الموالي :

شكل رقم (10): اشتقاق منحني (LM)



المصدر: ناظم محمد نوري الشمري، مرجع سبق ذكره، ص 99.

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن منحني (LM) يمثل التركيبة المثلى من سعر الفائدة والدخل التي تحقق التساوي في سوق النقد.

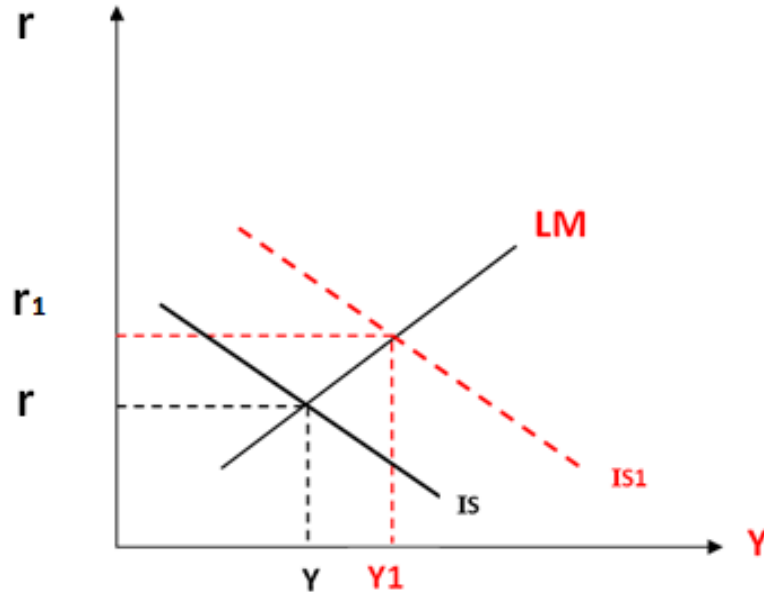
الفرع الثاني: السياسة المالية ومنحنى (IS)

إن استخدام السياسة المالية لمواجهة الفجوات التضخمية والإنكماشية يمكن من التأثير على منحنى

(IS) من خلال التغيير في النفقات الحكومية أو تغيير الحصيلة الضريبية. (1)

أولاً- السياسة المالية التوسعية ومنحنى (IS)

شكل رقم (11) : تأثير السياسة المالية التوسعية على منحنى (IS)



المصدر: سعيد سامي الحلاق، محمد العجلوني، النقود والبنوك والمصارف المركزية، دار اليازوري العلمية، عمان، الأردن، 2010، ص 269.

في الشكل أعلاه نلاحظ أن إتباع سياسة مالية توسعية يؤدي إلى إنتقال منحنى (IS) إلى جهة اليمين، مشيراً إلى دخل توازني أكبر في سوق السلعة عند أي مستوى لسعر الفائدة متمثلاً بالإنتقال إلى المنحنى (IS₁). (2)

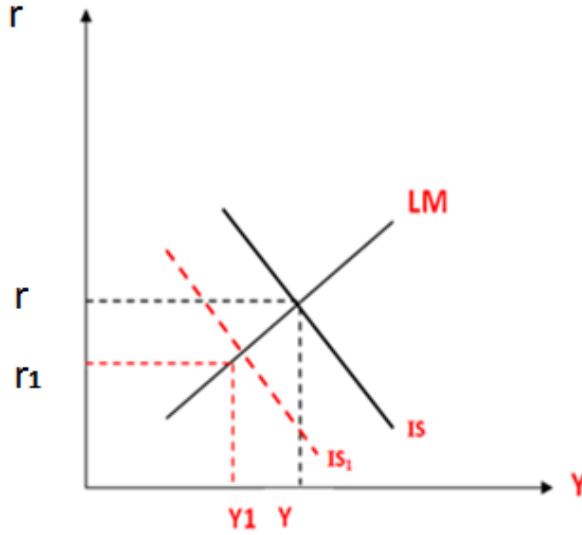
وتفسير ذلك هو أن زيادة الإنفاق العام مثلاً كسياسة مالية توسعية بالمقدار (Δ) سيؤدي إلى زيادة الدخل بالمقدار ($y\Delta$) حيث تكون الزيادة في الدخل أكبر من الزيادة في الإنفاق العام، كذلك الزيادة في الدخل تؤدي إلى زيادة الطلب النقدي وطالما أن العرض النقدي ثابت سوف يحدث إختلال في التوازن، وحتى نعود للتوازن مرة أخرى لابد من تخفيض الطلب النقدي حتى يتعادل معه العرض النقدي الثابت، وبما أن العلاقة بين الطلب النقدي وسعر الفائدة هي علاقة عكسية فإن تخفيض الطلب النقدي سيتم عن (1) - فوزية خلوط، مرجع سبق ذكره، ص 14.

(2) - ضياء مجيد الموسوي، إقتصاديات النقود والبنوك، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر، 2005، ص 162.

طريق رفع أسعار الفائدة. إذن إتباع السياسة المالية التوسعية يؤدي إلى زيادة الدخل وارتفاع أسعار الفائدة.

ثانياً - السياسة المالية الانكماشية ومنحنى (IS)

شكل رقم (12): تأثير السياسة المالية الانكماشية على منحنى (IS)



المصدر: محمد فوزي أبو سعيد، مرجع سبق ذكره، ص 262.

في الشكل اعلاه نلاحظ أن إتباع سياسة مالية انكماشية كتخفيض الإنفاق الحكومي مثلاً أدى إلى انتقال منحنى (IS) بالكامل لأسفل إلى الجهة اليسار موازياً للمنحنى الأصلي. حيث تقاطع مع منحنى (LM) في نقطة توازنية جديدة وهي (A₁) والتي توضح انخفاض الدخل التوازني من (Y) إلى (Y₁) وايضاً انخفاض سعر الفائدة التوازني من (r) إلى (r₁).

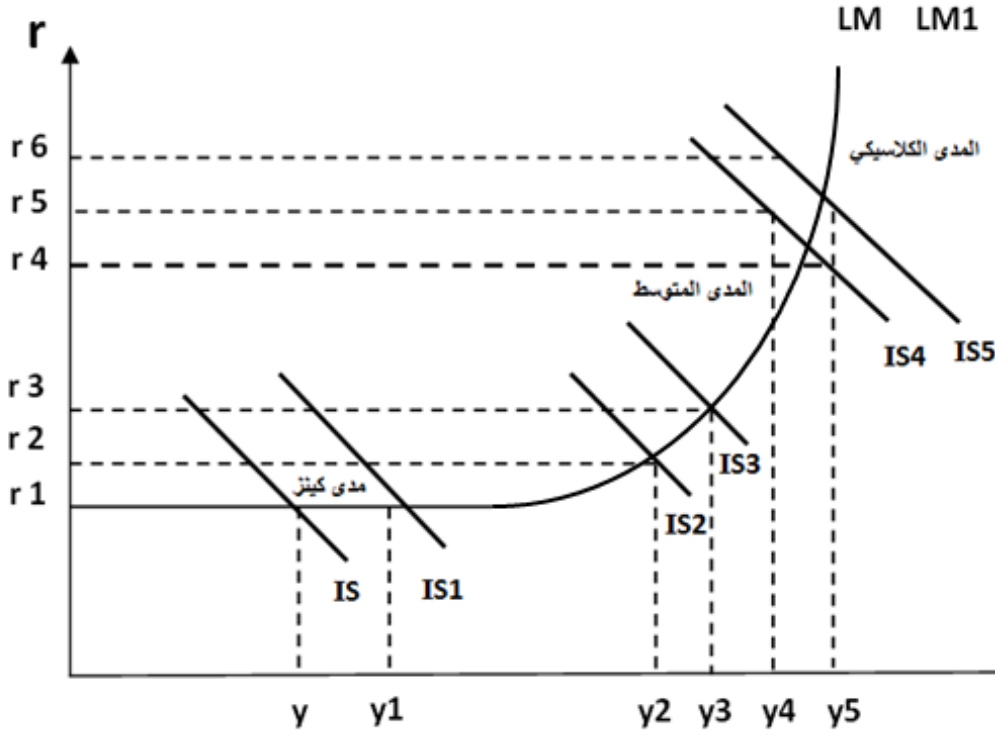
وتفسير ذلك هو أن تخفيض الإنفاق الحكومي قد أدى إلى انخفاض الدخل من (Y) إلى (Y₁) ومن ناحية أخرى نجد أن انخفاض حجم الدخل قد أدى إلى تخفيض الطلب النقدي (علاقة طردية) وطالما أن العرض النقدي ثابت فسوف يختل التوازن لأن الطلب النقدي أقل من العرض النقدي، ولكي نعود للتوازن مرة أخرى لا بد من زيادة الطلب النقدي وطالما أن العلاقة بين سعر الفائدة والطلب النقدي هي علاقة عكسية فإن زيادة الطلب النقدي لن تتم إلا عن طريق تحقيق Y⁽¹⁾.

(1) - محمد فوزي أبو السعود، مرجع سبق ذكره، ص 262.

الفرع الثالث: السياسة المالية ومنحنى (IS-LM)

يمكن إيضاح فعالية السياسة المالية وفقا لمنحنى (IS-LM) من خلال الشكل الموالي.

شكل رقم(13): السياسة المالية ومنحنى (IS - LM)



المصدر: سعيد سامي الحلاق وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص275.

يمكن شرح المراحل الثلاث التي تظهر في الشكل أعلاه على النحو التالي:

- في المرحلة الكينزية زيادة الإنفاق الحكومي أو المشتريات الحكومية سوف ينقل منحنى (IS) إلى (IS₁) ويترتب عن ذلك زيادة الدخل من (Y) إلى (Y₁)، بينما يتضح أن سعر الفائدة ثابت عند مستواه (Y₁)، وهذا يشير بصراحة إلى الفعالية المطلقة للسياسة المالية في الفكر الكينزي الذي لا يعتقد إلى حد بعيد بأهمية السياسة النقدية كسياسة توجيهية للإقتصاد الوطني.⁽¹⁾
- في المدى الكلاسيكي لا تأثر السياسة المالية على الدخل، فلو زادت الدولة من نفقاتها أو قللت من الضرائب أو كلاهما معا فإن المنحنى سينتقل من (IS) إلى (IS₁) ويزيد سعر الفائدة من (Y) إلى (Y₁) ولا يتغير الدخل (Y₅).⁽²⁾
- إن ارتفاع سعر الفائدة يعمل على تخفيض الإستثمار بمقدار يساوي الزيادة في الإنفاق العام، وهذا

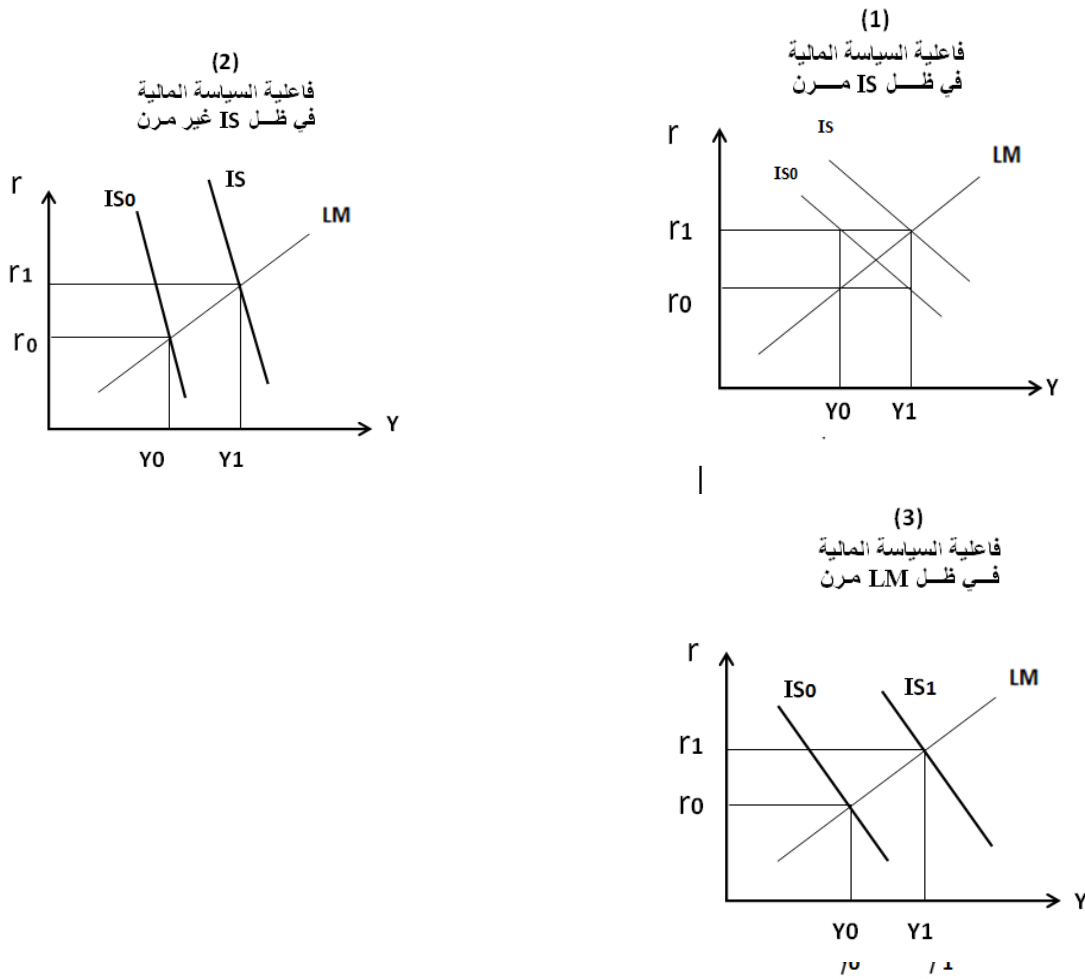
(1)-سعيد سامي الحلاق وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص275.

(2)-بلعزوز بن علي، مرجع سبق ذكره، ص107.

يدعم آراء المدرسة الكلاسيكية التي ترى بأن أي توسع في الإنفاق العام لن يؤدي إلا لتحويل كامل في استخدام الموارد من القطاع الخاص إلى القطاع الحكومي، أي أنه لن يؤدي إلى زيادة حقيقية في حجم الموارد المستخدمة ومن حجم الإنتاج فالسياسة المالية عديمة الفعالية في المدى الكلاسيكي. (1)

• في المدى المتوسط انتقال منحنى (IS) من (IS₂) إلى (IS₃) وكذلك انتقال منحنى (LM) من (LM) إلى (LM₁) سوف يترتب عنه زيادة سعر الفائدة بمقدار أقل منه في الحالة الكلاسيكية وكذلك يزيد الدخل بمقدار أقل منه في المنطقة الكينزية، وهنا تكون فعالية السياسة نسبية.

- شكل رقم (14): فعالية السياسة المالية وفقاً لانحدار منحنى (IS) ومنحنى (LM)



المصدر: -فريد جواد كاظم الدليمي، باسم خميس عبيد، تحليل الأثر الارتدادي والتفاعلي بين السياسة المالية والنقدية على التوازن الاقتصادي، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 20، العدد 88، العراق، 2014، ص 237-239.

(1) - فوزية خلوط، مرجع سبق ذكره، ص 17.

- تكون السياسة المالية فاعلة في حالة كون منحنى (LM) مرناً لأن التغيير في النفقات العامة له أثر كبير في زيادة الدخل مما يؤدي إلى زيادة الطلب على النقود وبالتالي ارتفاع أسعار الفائدة، ومن ثم يحدث توازن بين العرض النقدي الثابت والطلب النقدي المحفز بزيادة الدخل الجديدة.
- تكون السياسة المالية غير فاعلة في حالة كون منحنى (LM) غير مرناً فزيادة النفقات العامة تترك زيادة طفيفة في الانتاج كون الزيادة في النفقات العامة زيادات طفيفة في الانتاج كون الزيادة في النفقات العامة الخالقة للدخل التي تدفع باتجاه زيادة الطلب النقدي تدفع باتجاه أسعار الفائدة التي تقلل من حجم الاستثمار الذي يلغي الزيادة الطفيفة في الدخل بفعل زيادة النفقات العامة.
- تكون السياسة المالية غير فاعلة في حالة كون منحنى (IS) مرناً⁽¹⁾، لأن زيادة النفقات العامة تؤدي إلى زيادة أسعار الفائدة وانخفاضاً في مستويات الاستثمار وهذا الانخفاض يسبب الغاء جزء في أثر زيادة النفقات العامة على الدخل التوازني، أما إذا كان منحنى (IS) غير مرناً فإن السياسة المالية تكون فاعلة لأن زيادة النفقات العامة التي تسبب زيادة في أسعار الفائدة لن تترك استجابة كبيرة في الاستثمار بسبب ضعف المرونة وبالتالي تتعكس زيادة النفقات العامة بنسبة أكبر على زيادة الدخل دون أن يسبب ذلك أثر مزاحمة.⁽²⁾

(1) - محمد فوزي أبو السعود، مرجع سبق ذكره، ص ص 266-267.

(2) - فريد جواد كاظم الدليمي، باسم خميس عبيد، تحليل الأثر الارتدادي والتفاعلي بين السياسة المالية والنقدية على التوازن الاقتصادي، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 20، العدد 88، العراق، 2014، ص ص 237-238.

خلاصة الفصل الأول

تناولنا في هذا الفصل مختلف الجوانب النظرية للسياسة المالية، وخلصنا إلى النتائج التالية:

1. لقد تطورت السياسة المالية بتطور دور الدولة و الفكر الاقتصادي، ، فقد آمن الكلاسيك بمبدأ الحياد المالي وأن الحكم على سلامة السياسة المالية يكون فقط في ضوء مبدأ التوازن الموزني وليس مبدأ التوازن الإقتصادي، غير أن أزمة الكساد لعام 1929 وظهور التحليل الكينزي ساعد على ظهور مفهوم جديد للسياسة المالية فأصبح من الواجب أن تتخلى الدولة عن موقفها المحايد، وتضطلع بمسؤولية الإشراف والتوجيه في كافة أوجه النشاط الإقتصادي، لكن من جديد أعاد التحليل النقدي الروح للنظرية الكلاسيكية، حيث أكد النقديون على ضرورة إستعمال السياسة النقدية وتجنب السياسة المالية، وفي ظل تحليل مدرسة التوقعات العقلانية فالسياسة المالية ليس لها إلا تأثير ضئيل على المتغيرات الحقيقية في الإقتصاد.
2. إن السياسة المالية هي مجموعة من الإجراءات والتدابير المالية التي تتخذها الدولة للتأثير على النشاط الإقتصادي في المجتمع وذلك بغية تحقيق التوازن العام والإقتصادي، وكذلك التوازن الإجتماعي والمالي.
3. تحتاج الدولة للوفاء بإلتزاماتها وتقديم الخدمات المنوطة بها إلى إنفاق مبالغ ضخمة يطلق عليها " النفقات العامة " ويشترط في هذه الأخيرة أن تكون مبلغا نقديا وأن يقوم بها شخص عام وأن تحقق المنفعة العامة، من جهة أخرى تحدث النفقات العامة آثارا مباشرة على النشاط الإقتصادي وآثار غير مباشرة وهي التي تنتج من خلال ما يعرف بأثر المضاعف وأثر المعجل.
4. يتعين على الدولة تدبير الموارد المالية اللازمة لتغطية نفقاتها العامة من خلال مايسمى بالايادات العامة، وقد قسم المهتمون بالمالية العامة الايادات العامة تبعا لمعايير مختلفة فمنهم من قسمها ألى ايرادات عادية وغير عادية ، وتعتبر الضرائب والقروض الخارجية أهم المصادر الايرادية التي يظهر تأثيرها بشكل جلي على النشاط الاقتصادي.
5. تقوم الدولة بتقدير نفقاتها العامة وايراداتها العامة في برنامج عمل مالي يترجم على شكل وثيقة معتمدة من قبل السلطة التشريعية تسمى بالميزانية العامة، يشترط في هذه الأخيرة السنوية والوحدة والعمومية والتوازن والوضوح والمرونة.
6. هناك علاقة متبادلة مابين السياساتية المالية والنقدية فكل منهما يؤثر ويتأثر بالأخر، كذلك ينبغي التنسيق والملاءمة بين أهداف ووسائل السياستين بغية ازالة التعارض والتضارب بينهما، و يجب التأكيد على أن اختيار السياسة بشكل مناسب يعتمد على الهدف المرجو منها.

7. تأخذ السياسة المالية شكلين فهي إما انكماشية تعمل على مواجهة الضغوط التضخمية وخفض المستوى العام للأسعار، وإما توسعية تساعد على زيادة الطلب الكلي والنتاج المحلي الاجمالي للقضاء على الفجوات الركودية.

الفصل الثاني:

الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

تمهيد:

إن التطور الذي حصل في شكل المشاريع والتوسع في تأسيس شركات المساهمة بعدد كبير نتيجة للتحول نحو الإقتصاد الحر وتنوع القطاعات الإقتصادية إضافة إلى إزدياد حجم الفوائض المالية أدى إلى ظهور ما يسمى بـ " أسواق الأوراق المالية " .

تتمثل الوظيفة الأساسية لأسواق الأوراق المالية في حشد وتعبئة الموارد المالية إذ أنها تمثل آلية يتم من خلالها تحويل الموارد المالية من الوحدات الإقتصادية المدخرة والتي يتوفر لديها فوائض مالية وتمثل عرض الأموال إلى الوحدات الإقتصادية التي تعاني من عجز الموارد المالية، وتعكس الطلب على الموارد المالية أي أن أسواق الأوراق المالية تحول الموارد المالية من الوحدات التي لا تملك القدرة والرغبة على الإستثمار إلى الوحدات التي تتوفر لديها الفرص الإستثمارية وتمتلك القدرة على الإستثمار . وقد وجدت أسواق الأوراق المالية لتشبع رغبات وحاجات المتعاملين ومن ثم أضحت ضرورة حتمية إستلزمته المعاملات الإقتصادية بين الناس والمؤسسات والشركات والحكومات، من جهة أخرى تعمل أسواق الأوراق المالية على جذب الفائض من رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الإقتصاد القومي وتحويله من مال عاطل خامل إلى رأس مال موظف وفعال في الدورة الإقتصادية، وذلك من خلال عمليات الإستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم أو السندات أو إعادة بيع كل من هذه الأسهم والسندات ومن ثم تأكيد أهمية إدارة الموارد النقدية للمشروعات. فضلا عن ذلك، توفر أسواق الأوراق المالية قنوات ومداخل سليمة أمام الأفراد لاسيما صغار المستثمرين، كما أنها تمثل أداة رئيسية لتشجيع التنمية الإقتصادية في الدول وتحقق جملة من المنافع الإقتصادية منها منافع الحياة والتملك والإنتفاع والعائد الإستثماري المناسب.

سنحاول خلال هذا الفصل التعرض إلى مختلف المفاهيم والأسس النظرية المتعلقة بسوق الأوراق المالية، وذلك من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: سوق الأوراق المالية – لمحة عامة –

المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

المبحث الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية، مؤشرات أدائها وكفاءتها

المبحث الأول: أسواق الأوراق المالية -لمحة عامة-

لا تختلف سوق الأوراق المالية عن بقية أسواق المنتجات أو عوامل الإنتاج من حيث كونها موقعا لالتقاء تيارى الطلب والعرض باتجاه تحديد مستويات التوازن السعري والكمى، فضلا عن تحديد نمط تخصيص الموارد ومستويات الربح والخسارة لأطراف السوق، إلا أن أهم ما يميز سوق الأوراق المالية هي طبيعة ما يجري التعامل فيه، إذ أنها سوق للتمويل وهي تتضمن عرض وطلب رؤوس الأموال وما يتبع ذلك من طبيعة خاصة للأطراف المؤثرة في مستويات التوازن، ولإعطاء فكرة أساسية حول سوق الأوراق المالية سوف يتم تناول الإطار العام للأسواق المالية، ثم يتم التطرق إلى عموميات حول سوق الأوراق المالية، التركيب البنوي لسوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: الأسواق المالية(التعريف - النشأة - التقسيمات)

تعمل الأسواق المالية على تحقيق موازنة فعالة بين قوى العرض والطلب، وتتيح الحرية كاملة لاجراء المعاملات والمبادلات، وفي العناصر المالية نوضح مختلف المفاهيم المتعلقة بالأسواق المالية.

الفرع الأول: تعريف الأسواق المالية

يختلف الإقتصاديون في تعريف الأسواق المالية، وفي هذا الإطار يمكن سرد التعاريف التالية:

عرفت السوق المالي على أنها : " المجال الذي يتم فيه الإلتقاء بين الوحدات الاقتصادية التي لديها موارد مالية فائضة ترغب في إقراضها (المدخرين) والوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي (المقترضين) ومن ثم تنشأ وتتداول داخل إطاره التنظيمي الأصول المالية، والأصل المالي هو صك أو مستند إصدار يرتب حقا ماليا يستحق الأداء لصالح من يملكه (يحوزه) في تاريخ لاحق لإصداره وبالتالي فهو يمثل في ذات الوقت التزاما ماليا على من أصدره". (1)

كما عرف سوق المال بالآتي: "سوق المال هي آلية انتقال الأموال بين المقترضين أصحاب المدخرات والمقرضين الراغبين في توظيف هذه الأموال، فمن خلال هذه السوق يتم تجميع مدخرات الملايين من البشر، وتحويلها إلى أيدي المقترضين، والذين تتجاوز احتياجاتهم للأموال مقدار ما يملكونه منها، وهي قنوات يستطيع من خلالها أولئك الذين لا ينفقون كل دخولهم ووضعها تحت تصرف أولئك الذين يتجاوز إنفاقهم حجم دخولهم ". (2)

(1) -محمد يونس، كمال أمين الوصال، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، منشورات قسم الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، مصر، 2005، ص ص 77-78 .

(2)-سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الاسلامية، مكتبة دار المعرفة، مصر، 2005، ص 20.

كذلك عرفت الأسواق المالية على أنها: " وسيلة ينتقي فيها شرط المكان يلتقي من خلالها البائعون والمشترون والوسطاء والمتعاملون الآخرون والإداريون من ذوي الاهتمامات (المادية أو المهنية) بالأدوات الرأسمالية والنقدية بغرض تداول وتوثيق وتعزيز الأصول المختلفة (الحقيقية والمالية والنقدية) لفترات متباينة (اعتمادا على قوانين وأنظمة وتعليمات أو إلى حد ما) عادات وتقاليد وأعراف معتمدة محليا ودوليا". (1)

وهناك تعريف آخر: " الأسواق المالية هي وسيلة لعرض الأموال (المدخرين) بالطلب عليها (المستثمرين) حيث أنها تساعد على تحويل جانب مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة وبالتالي تساعد على إتمام عملية التمويل الرأسمالي أي صناعة رأس المال الذي يعتبر من أهم عوامل الانتاج، إن الوظيفة الأساسية لأسواق المال هي تخصيص موارد المجتمع (المدخرات) على أفضل استخداماتها (الاستثمارات)". (2)

كذلك السوق المالي هو "السوق الأم لكافة الأسواق التي تتعامل في الأصول والأدوات المالية القصيرة الأجل، كالأوراق التجارية وأذون الخزانة، وطويلة الأجل كالأسهم والسندات وتعد سوق النقد وسوق رأس المال الرافدين الأساسيين لهذه السوق وتمارس هذه السوق من خلال بعض مؤسساتها القائدة دورا بالغ الأهمية في إحداث التوازن المالي والاقتصادي والبحث عن التوازن النقدي، فضلا عن كونها آلية مهمة في تعبئة واستقطاب وتحريك رؤوس الأموال من القطاعات ذات الطاقة التمويلية الفائضة إلى القطاعات كذات العجز في الموارد المالية". (3)

من خلال التعاريف السابقة يمكن لنا ابراز الجوانب المختلفة للأسواق المالية في النقاط التالي:

- الأسواق المالية تمثل ذلك المجال الذي يتم فيه إنتقال الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي.
- تتعامل الأسواق بالادوات المالية القصيرة والطويلة الاجل (الأصول المالية).
- تلعب الأسواق المالية دورا مهما في إحداث التوازن المالي والاقتصادي والنقدي.
- الوظيفة الأساسية للسوق المالي هي تخصيص مدخرات المجتمع واستقطاب وتحريك رؤوس الأموال.

(1)-هوشيار معروف، الإستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003، ص 58.

(2)-محمد احمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، الطبعة الاولى، دار زمزم، عمان، الأردن، 2009، ص 23.

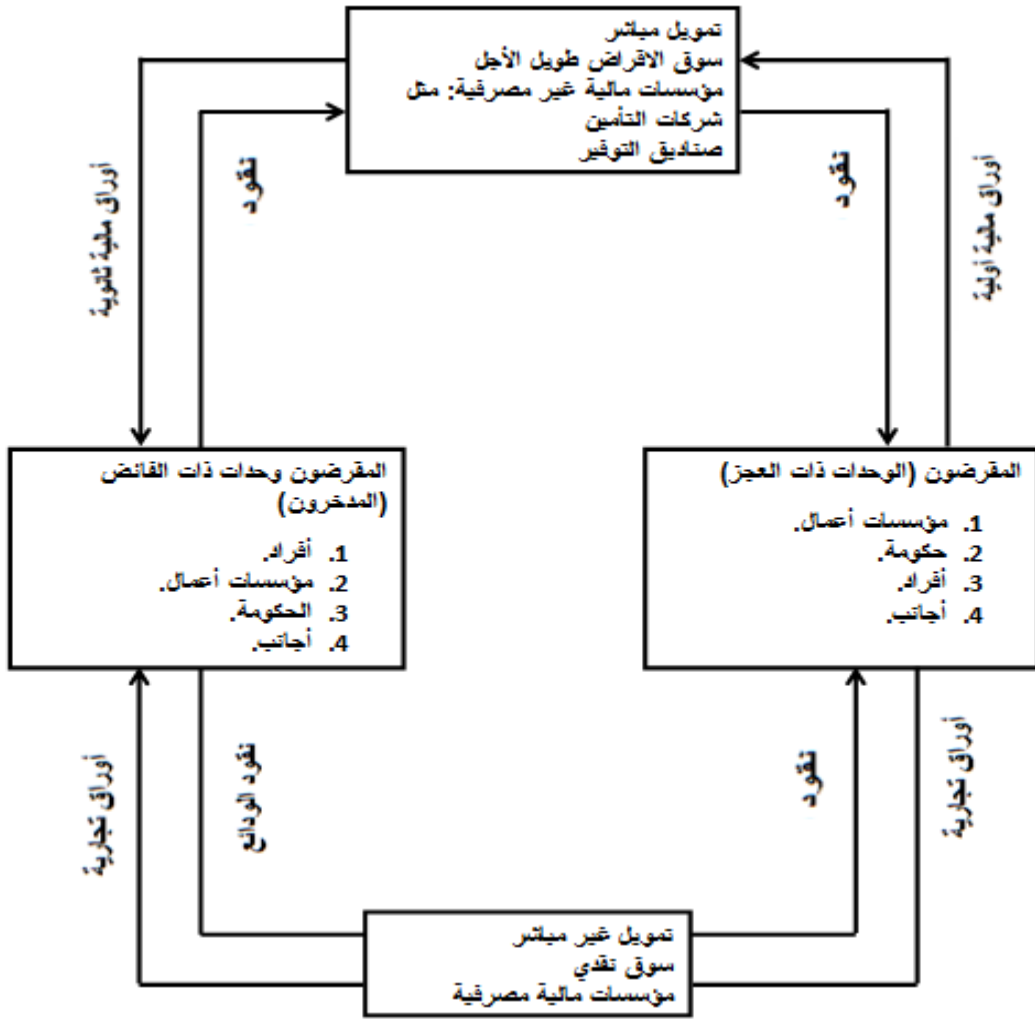
(3)-سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 21.

بناء على ما سبق السوق المالي هو ذلك المجال الذي يتم فيه انتقال الأموال من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز المالي، وهو يتعامل بالأدوات المالية القصيرة والطويلة الأجل. إن عملية نقل (تحويل) الموارد من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز تتم في الواقع بطريقتين هما:

- **طريقة التمويل المباشر:** تتمثل في قيام الوحدات ذات العجز (المقترضين) بإصدار حقوق مالية على نفسها في شكل أصول مالية (أسهم و سندات) وبيعها مباشرة إلى الوحدات ذات الفائض (المدخرين) وبالطبع تكون الأصول المالية في هذه الحالة أصولاً مباشرة أو أولية لأن الذي يصدرها هو المقترض النهائي. (سوق الاقراض طويل الأجل)
 - **طريقة التمويل غير المباشر:** تتمثل في قيام المؤسسات المالية (الوسطاء الماليون) بالحصول على الموارد المالية من الوحدات ذات الفائض، وبالطبع تكون هذه الأصول من قبل الأصول المالية غير المباشرة لأن الذي أصدرها هي منشآت الوساطة المالية. ثم تقوم منشآت الوساطة المالية بدورها باقراض هذه الموارد المالية إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي التي تصدر بدورها أصولاً مالية مباشرة تبيعها المنشآت الوساطة. ⁽¹⁾(سوق النقد)
- والشكل الموالي يوضح تدفق الموارد المالية من خلال سوق المال عن طريق التمويل المباشر وغير المباشر.

(1) - اسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2000، ص20.

شكل رقم (15): تدفق الموارد المالية من خلال سوق المال عن طريق التمويل المباشر وغير المباشر.



المصدر: اسماعيل احمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2000، ص121.

الفرع الثاني: شروط تكوين الأسواق المالية

تشكل الأسواق المالية المختلفة ركناً أساسياً من أركان هيكل النظام التمويلي في النظم الاقتصادية التي تعتمد بالدرجة الأولى على القطاع الخاص، ويبرز دور هذه السوق كإحدى الآليات المهمة لتجميع الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية من خلال اقتناء الأفراد والشركات لما يصدر في الأسواق من أوراق مالية مختلفة. لا تنشأ الأسواق المالية لمجرد الرغبة في ذلك ولا بصدور قرار من السلطات المختصة ولكنها تتطلب مجموعة من الشروط الأساسية منها:

أولاً- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي والنقدي داخل الدولة وعدم وجود رقابة على النقد

تعتبر هذه النقطة من أهم طرق جذب رؤوس الأموال وتحويلها من الادخارات الخاصة إلى استثمارات متوسطة وطويلة الأجل، وإذا كان هذا العامل مهما بالنسبة للمواطن المقيم في دولته، فهو أكثر أهمية للمستثمر الأجنبي، فالاستقرار السياسي يعد من أكثر العوامل التي تجلب الأموال، كذلك يجب على الدولة المضيفة أن توفر للمستثمرين وخاصة الأجانب بعض التسهيلات في تحويل صافي أرباحها إلى الخارج وتحويل رأس مال المستثمر الأجنبي أيضا عند نهاية الاستثمار إلى بلده.⁽¹⁾

ثانياً- زيادة عدد المؤسسات المالية الموجودة في الدولة

تعتبر المؤسسات المالية بمثابة أوعية ادخارية لعامة الأفراد وتقوم هذه المؤسسات بعمليات الاقراض إلى المستثمرين من أجل انشاء شركات ومشاريع منتجة. إن تشجيع السوق المالي يقتضي تشجيع الادخار في القطاع الخاص الذي يتحول في النهاية إلى عمليات استثمارية منتجة والتي لا يمكن أن تتم بدون توفر المؤسسات المالية في داخل الدولة. ومن هنا يجب على هذه المؤسسات:

- تحسين ورفع مستوى الخدمات المصرفية.
- رفع أسعار الفائدة كمحفز على الادخار.
- زيادة فروع المؤسسات المصرفية.

ثالثاً- وجود قوانين مالية تسهل الاستثمار ولا تعرقه.

السوق المالي يحتاج إلى مناخ استثماري، وهذا المناخ يحتاج إلى قوانين مالية، وفي هذا الصدد يجب الاهتمام بالتنسيق بين الأنظمة والقوانين المعمول بها بين الدول وذلك لتشجيع انتقال الأموال من دولة لأخرى، مما يشجع على مشاريع مساهمة مشتركة يتم الاكتتاب بها، ومن أهم القوانين التي يجب تنسيقها أسعار صرف العملات والنظم والقوانين الضريبية مثل: اتفاقيات تجنب الازدواج الضريبي واتفاقية التعاون لتحصيل الضرائب⁽²⁾

رابعاً- تحويل المدخرات إلى استثمارات

يجب أن يكون الهدف النهائي من تجميع المدخرات هو توجيهها نحو الاستثمار وتعتبر السوق المالية سوقا لاستثمار أموال الأفراد في شراء الأوراق المالية التي تمثل حصصا في رأس مال " مؤسسات صناعية أو تجارية أو عمرانية أو قروضا " تتمثل في سنوات. وتتسم الأسواق المالية بالمرونة إذ ينقل

(1)-جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار صفاء، عمان، الأردن، 2002، ص 23.

(2)-رسمية أحمد، أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المعتر، عمان، الأردن، 2005، ص 14.

المستثمر أمواله من مشروعات قائمة ليشتري أسهما " في مؤسسات أخرى في طور التكوين أو مشروعات قائمة تسعى إلى التوسع.

إن الأسواق المالية تسعى إلى تنمية الإدخار وتشجيعه من أجل التنمية الاقتصادية. فالسوق المالية هي مجموعة أنشطة (سياحية، صناعية، عقارية...) تتداول أوراقها في السوق. إن المشكلة الرئيسية في البلدان النامية خصوصا " هي تغيير خطة حفظ المال ونقلها من الإكتناز إلى الادخار. وتفجير طاقة الادخار البدائي إذ وجد لينصهر مع الاستثمارات المنتجة وهو عمل ليس سهلا على الإطلاق. إن الأموال الضرورية لتمويل المشاريع تشكو نقصا كبيرا في الدول النامية وهذا يرجع ليس لقلّة الإدخارات ولكن لخوف المدخرين وبالذات صغارهم من عدم تمكنهم من إسترجاع الأموال التي يرصدونها في المشاريع المتوسطة أو الطويلة المدى عند الاقتضاء فالميزة الأساسية للسوق المالية هي إضافتها على القيمة المنقولة المستثمرة في المشاريع الطويلة الأجل صيغة السيولة، فالهم الأكبر للمدخر هو تحويل أوراقه المالية إلى أصل سائل كلما أراد ذلك ويرتبط الموضوع المشار إليه بضرورة تنمية الوعي الاستثماري لدى المواطنين إذ أن تحول الادخار إلى إستثمار (شراء أوراق مالية) هي عادة من السهل تميمتها عن طريق الدراسة وتبسيط إجراءات التعامل في البورصات بالنسبة للمواطنين. ويمكن القول بأنه لا إستثمار بدون إدخار ولا إدخار بدون تكوين سوق مالي.

ولقد نجحت تجربة السوق المالية في البلدان المتقدمة لتوفر شرطين أساسيين:

- وجود عدد كاف من الأوراق المالية المطروحة في السوق تسمح للمستثمر أن يختار منها وبطريقة ناجحة.
- وجود أسواق للأوراق المالية أو أي بورصات تسمح بتحويل هذا النوع من الإدخار إلى مال نقدي سائل وعند الطلب.⁽¹⁾

خامسا- الإهتمام بوسائل الإعلام واحترام مبدأ الشفافية

تكوين الشركات أو طرح الأوراق المالية لابد أن يكون مصحوبا بإعلان مناسب حتى يعلم كل مستثمر ومدخر الفرصة التي يحتاج لتوظيف أمواله، من الواجب كذلك مراقبة البيانات الواردة في الإعلانات حتى تكون صادقة وجديّة، كما يجب التدخل في حذف البيانات غير الصحيحة إذا ما كان هناك ضرورة لذلك وفرض عقوبات إذا كان الغرض منه ذلك الغش والخداع.⁽²⁾

(1)- خليل الهندي، أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية: المدى القانوني للسوق المالية ومدى علاقتها بالنظام المصرفي، الجزء الثالث، المؤسسة البديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000، ص ص 32-33.

(2)- محمد الهاشمي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية: دراسة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2011/2012، ص14.

من جهة أخرى تحتاج أسواق المالية إلى قوانين محكمة للشفافية والإفصاح، بصفة خاصة تلك المرتبطة بحرية التدفق المستمر والآني للمعلومات عن المعاملات عن المعاملات التي تتم في البورصة وإمكانية تتبع مصادر التمويل المختلفة للصفقات، بحيث يسهل الكشف عن العمليات المشبوهة التي تهدف إلى الضغط على أوراق مالية معينة وتدفعها نحو الإرتفاع أو الإنخفاض، بالتالي يسهل كشف حقيقة ما يتم من تعاملات داخل السوق. (1)

سادسا-تنوع الأوراق المالية

من الواجب توفر تنوع في الأوراق والأدوات المالية المختلفة التي تضمن للسوق توسيعا وفعالية وتتيح الفرص أمام كافة المتعاملين. فالأساليب الفنية الحديثة في الإصدار تميل إلى صياغة الأوراق المالية بشكل تصبح معه هذه الأوراق في متناول المدخر الصغير، الأمر الذي يمكن معه تعبئة موارد مالية كثيرة نتيجة إتساع قاعدة المشاركين أيا كانت مقدرتهم المالية(2).

سابعا- إنشاء بورصات للأوراق المالية

تعتبر بورصات الأوراق المالية من بين أهم أجهزة الإدخار والإستثمار في الدول ذات الحرية الإقتصادية أو الإقتصاد المختلط، حيث يلعب كل من القطاع العام والخاص دوره في هذا الشأن. **ثامنا- فلسفة إقتصادية واضحة تحدد لرأس المال دوره.**

ينبغي وضوح الفلسفة الإقتصادية التي تحدد لرأس المال دوره. فكفاءة سوق الأوراق المالية تقاس في المقام الأول بقدرتها على تجميع المدخرات الخاصة وتوظيفها توظيفا مربحا. (3)

تاسعا- تكتمل المقومات والشروط السابقة بربط سوق الأوراق المالية محليا وإقليميا ودوليا عن طريق وسائل الإتصال بمختلف أنواعها والأخذ بما يستحدث في هذا المجال. (4)

الفرع الثالث: مكونات السوق المالي

يشمل تعبير (مفهوم) الأسواق المالية على نوعين من الأسواق هما أسواق النقد money markets وأسواق رأس المال capital markets ، وتختلف أسواق النقد عن أسواق رأس المال أساسا في آجال استحقاق الأدوات المالية التي يجري تداولها في كل من السوقين، وفي نوع الأدوات المالية التي يتم تداولها، وسيتم تناول كل من السوق النقدي وسوق رأس المال فيما يلي:

(1)-محمد إبراهيم السقا، لماذا الإفصاح والشفافية في البورصة؟، متوفر على الموقع الإلكتروني: <http://www.ecorim.net>.

(2)-حسين عبد المطلب حسين محمد الأسرج، دور الإدخار في سوق الأوراق المالية في تنمية الإدخار في مصر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في الإقتصاد، جامعة الزقازيق، مصر، مارس 2002، ص 25.

(3)-محمد الهاشمي حجاج، نفس المرجع السابق، ص 14.

(4)-حسين عبد المطلب حسين محمد الأسرج، مرجع سابق، ص 25.

أولاً- سوق النقد

يمكن توضيح مختلف المفاهيم المتعلقة بالسوق النقدية من خلال العناصر التالية:

1-تعريف سوق النقد

تعرف السوق النقدية على أنها " السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال السماسرة والبنوك التجارية وكذلك من خلال الجهات الحكومية وذلك بالنسبة للأوراق المالية قصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة".⁽¹⁾

كذلك عرف السوق النقدي على أنه " سوق النقود تحت الطلب أو القروض قصيرة الأجل جدا بمعنى أدق هو سوق القروض بطريق الخصم".⁽²⁾

وهناك تعريف آخر للسوق النقدي هو " الميكانيكية التي يتم بموجبها ومن خلالها إصدار وتداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل. ففي هذه السوق يتركز عرض وطلب الأموال القابلة للإقراض لفترة تقل عن عام ويتولد عرض هذه الأموال من جانب كل من يرغب في توظيف مدخراته (فوائضه) عن طريق التخلي عن منافع نقوده لفترة قصيرة في مقابل حصوله على عائدها. بينما يشكل الطلب عليها من جانب جميع الراغبين في الحصول على نقود الغير لفترة قصيرة نظير دفع فائدة ما".⁽³⁾

إذن فالسوق النقدي هو:

- سوق المعاملات القصيرة الأجل حيث يتم عرض وطلب الأموال القابلة للإقراض لفترة تقل عن سنة.
- السوق الذي يتعامل بالأوراق المالية قصيرة الأجل وذلك عن طريق السماسرة والبنوك التجارية وكذلك الجهات الحكومية.

2- خصائص السوق النقدي: يتميز سوق النقد بجملة من الخصائص والتي يمكن إيجازها فيما يلي:

- يعتبر سوق النقد مصدرا للتمويل قصير الأجل فهو يوفر الفرصة للمقترضين للحصول على القروض القصيرة الأجل، وذلك من أموال المستثمرين الذين يرغبون في الحصول على درجة عالية من الأمان باستثمار أموالهم في أصول مالية ذات سيولة مرتفعة.
- يعتبر سوق النقد سوق جملة ويكون المتعاملون فيه من ذوي الحجم الكبير يتمتعون بخبرات كبيرة جدا، ويعملون لحساب مؤسسات كبيرة أخرى، كما تلعب البنوك دورا قياديا في نشاط هذه الأسواق.⁽⁴⁾

(1)-جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار هومة، الجزائر، 2002، ص 65.

(2)-مجدي محمود شهاب، إقتصاديات النقود والمال، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 30.

(3)- محمد يونس، مرجع سبق ذكره، ص 84.

(4)- وليد أنس صافي البكري، الأسواق المالية والدولية، دار البداية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 31.

دور المستثمرين الأفراد في سوق النقد محدود نسبياً نظراً لانخفاض معدل العائد المتوقع من أدوات الاستثمار المتداولة فيه.

- أدوات الإستثمار المستخدمة في هذه السوق تعتبر عالية السيولة.
- من أهم خصائص سوق النقد مرونته العالية فمعظم الصفقات المالية التي تتم فيه تحدث كإجراءات مبسطة جداً تخفض تكاليف الصفقات كما تتميز بانخفاض درجة المخاطرة وذلك لسببين:
✓ تدني درجة المخاطرة النقدية التي تنشأ عن احتمالات إنخفاض أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه. فلأن الأوراق المالية هنا من النوع القصير الأجل فالتغيرات الحادثة في أسعار الفائدة السوقية تترك أثراً محدوداً في الأسعار السوقية لهذه الأوراق مما يجعل قيمتها الإسمية عند الإستحقاق شبه مؤكدة وبالتالي لا يتحمل حاملها خسائر كبيرة فيما لو قام بخصمها قبل موعد إستحقاقها.

✓ تدني درجة مخاطرة الإئتمان التي ترتبط باحتمالات عجز المدين عن الوفاء بدينه عند إستحقاقه فنظراً لأن الأوراق المالية المتداولة فيه تكون صادرة عن مؤسسات ذات مراكز إئتمانية قوية كالبنوك التجارية، أو البنك المركزي، أو المؤسسات الحكومية لذا تكون احتمالات عدم الوفاء بالدين منخفضة جداً. (1)

ثانياً - سوق رأس المال

من أجل فهم ماهية سوق رأس المال نقوم بعرض العناصر التالية:

1- تعريف سوق رأس المال

قدمت عدة مفاهيم لأسواق رأس المال فهناك من عرفه على أنه " السوق الذي يتداول فيه الأوراق المالية طويلة الأجل التي يزيد أجل إستحقاقها عن عام سواء كانت أوراق ملكية أو ديون ". (2)
أيضاً عرف سوق رأس المال على أنه "سوق الصفقات المالية طويلة الأجل التي تنفذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل، أو في شكل إصدارات مالية طويلة الأجل". (3)
وهناك تعريف آخر: " سوق رأس المال هو ذلك السوق الذي يختص بالمعاملات ذات الأجل

المتوسط والطويل، ويمكن إجمال أهم المؤسسات التي تندرج تحت هذه السوق في مجموعتين:

(1)-محمد مطر، إدارة الإستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العلمية، الطبعة الخامسة دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2009، ص 198.

(2)-نهال فريد مصطفى، السيدة عبد الفتاح اسماعيل، الأسواق المالية والدولية، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2009، ص198.

(3)- محمد مطر، نفس المرجع أعلاه، ص206.

مجموعة مصرفية متخصصة تضم البنوك المتخصصة وبنوك الإستثمار، ومجموعة غير مصرفية تعتمد على شركات الإستثمار ومؤسسات التأمين الإجتماعي وصناديق التأمين والإدخار ويأتي العرض في هذه السوق من فئات عديدة من المدخرين من كل من يرغب بتوظيف أمواله لأمد طويل، أما الطلب فيأتي من جانب المنظمين الراغبين في إستثمار هذه الأموال في مشروعات طويلة الأجل". (1)

وقد تناول بعض الكتاب تعريف سوق رأس المال بمزيد من الإفصاح فذهبوا إلى أن " أسواق رأس المال هي الأسواق التي تتعامل في أدوات الدين طويلة الأجل وكذلك الأسهم والغرض الأساسي منها هو تحويل المدخرات إلى إستثمارات. لذلك فإن الأوراق المالية المتعامل عليها في هذه الأسواق هي تلك التي تستحق بعد مدة تزيد عن عام، أو تلك التي ليس لها تاريخ إستحقاق كما هو الحال بالنسبة للأسهم. وتضم هذه السوق الأوراق المالية الحكومية طويلة الأجل التي يمكن تسيلها بسهولة، وكذا سندات الشركات وأسهمها، وسندات البلدية التي تصدرها الدولة أو الحكومات المحلية فضلا عن سندات الخزنة وسندات الرهن العقاري". (2)

إن سوق رأس المال هو سوق المعاملات طويلة الأجل أين يتم تداول الأوراق المالية التي تستحق لفترة تزيد عن سنة، ويتميز سوق رأس المال بخصائص يمكن ذكرها على سبيل المثال لا الحصر فيما يلي: (3)

- أقل إتساعا من سوق النقد لكنه في الوقت نفسه أكثر تنظيما، كما يمتاز المتعاملون فيه بكونهم من الوكلاء المتخصصين في الصفقات المالية الكبيرة مما يجعل البعض يطلق على هذه السوق إسم سوق الصفقات الكبيرة.
- يتحكم هؤلاء الوكلاء بحركة التداول في سوق رأس المال إلى حد كبير، وذلك عن طريق تكييف سياساتهم في الإحتفاظ بالأوراق المالية أو طرحها للتداول بناء على التقلبات الحادثة في أسعار الفائدة.

2- تقسيمات سوق رأس المال

من خلال التعاريف المقدمة سابقا يمكن لنا أن نلاحظ أن سوق رأس المال يقتصر فقط على المعاملات طويلة الأجل، على عكس السوق النقدي الذي يهتم بتداول الأوراق المالية القصيرة الأجل، وينقسم سوق رأس المال إلى:

- (1)- زينب حسين عوض الله، إقتصاديات النقود والمال، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2007، ص142.
- (2)- سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 24.
- (3)- محمد مطر، مرجع سابق، ص206.

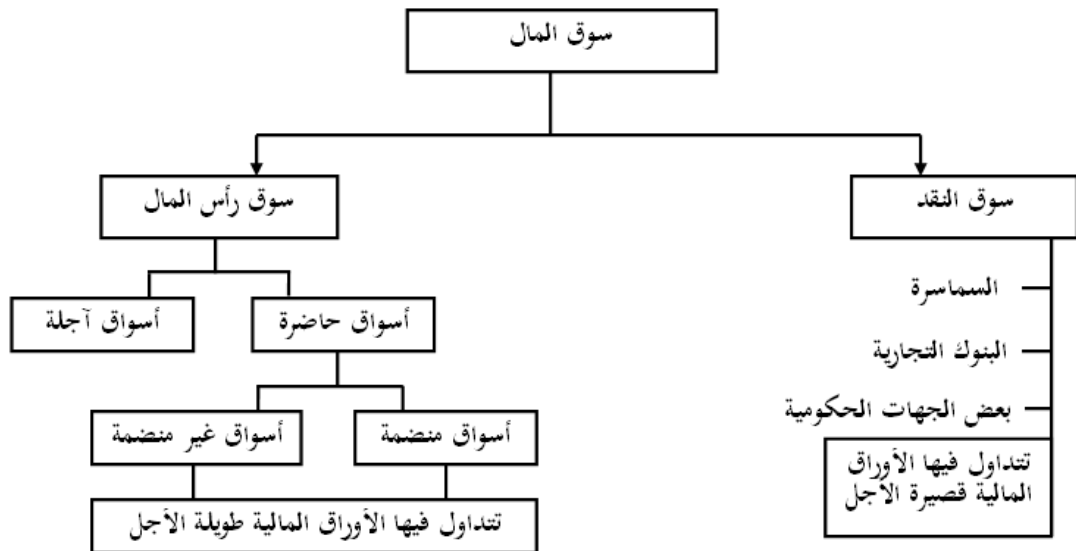
● **أسواق حاضرة:** هي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بصورة فورية بين البائعين والمشتريين بصورة فورية وتسمى كذلك بسوق الأوراق المالية. (1)

● **أسواق آجلة:** يطلق عليها أيضا بأسواق العقود المستقبلية futures contracts وهي الأسواق التي يتم فيها عقد صفقات بيع وشراء الأوراق المالية ويتم تنفيذها في وقت لاحق والغرض من وجود هذه

الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر مما يدفع ويشجع المستثمر المتردد الذي بطبيعته يتجنب المخاطر في توجيه مدخراته نحو الإستثمار في الأوراق المالية وخاصة الأسهم. (2)

والشكل الموالي يلخص تقسيمات السوق المالي ككل.

شكل رقم (16): مكونات السوق المالي



المصدر: رسمية قرياقص، أسواق المال: بورصات - مصارف - شركات تأمين - شركات الإستثمار، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 13.

المطلب الثاني: تطور سوق الأوراق المالية ووظائفها

تستمد أسواق الأوراق المالية أهميتها من وجودها، ومن الدور المتعدد الأوجه والجوانب الذي تقوم به، فهي تؤثر في كافة جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته، وفي الوقت ذاته تتأثر به، مما يحدث أثارا جديدة في الاقتصاد.

(1) - عودت ناجي الحمداني، وجهة نظر إقتصادية: الأسواق المالية ودورها في تمويل التنمية، متوفر على الموقع

الالكتروني: <http://almada paper - net/ar/ print news.aspx ID 259463>

(2) - رسمية قرياقص، أسواق المال: بورصات - مصارف - شركات تأمين - شركات الإستثمار، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 12.

الفرع الأول: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية

إن المتتبع لتاريخ سوق الأوراق المالية يستكشف أن نشوء هذه السوق وتطورها جاء إنعكاساً للظروف والإحتياجات الإقتصادية المتزايدة في البلدان التي وجدت فيها، فنشوء تلك الأسواق لم يكن من قبيل الصدفة وإنما كان لمقتضيات التطور التجاري والإقتصادي في تلك البلدان، ففكرة تلك الأسواق ظهرت منذ أن فكر الإنسان باستغلال مدخراته، وساعد في ذلك التطور العلمي ونشوء الشركات ذات الفوائض المالية إذ سعت تلك الشركات إلى إستثمار تلك الفوائض من خلال تلك الأسواق.

منذ حوالي (4000) سنة قبل الميلاد عرفت حضارة وادي الرافدين أقدم أشكال التمويل والصيرفة من خلال شريعة حمورابي التي تضمنت مواد قانونية لتنظيم أعمال التجارة والصيرفة ومع نمو التجارة وتطورها عرف الرومان أسواق الأوراق المالية في القرن الخامس قبل الميلاد عام (527) وأطلقوا عليها collegin marcaterum إذ شهدت هذه الأسواق أنشطة مشابهة لأنشطة الأسواق المالية المعاصرة فهي تشبه إلى حد كبير بعض بورصات التجارة في العصر الحالي. (1)

كذلك تورد الشواهد التاريخية أن بدايات ظهور أسواق الأوراق المالية صاحب إنتشار الشركات وإقبال الحكومات على الإقتراض، وأصبحت هناك حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية، ومن ثم ظهرت بورصات للأوراق المالية إلى جانب بورصات للبضائع، وقد أنشأت أول بورصة في أنقرس (2) البلجيكية عام (1576)، وفي فرنسا ظهرت أول بورصة عام 1724 وفي إنجلترا إستقرت أعمال بورصات الأوراق المالية في أوائل القرن التاسع عشر في بناء خاص رسمي royal exngange ، أما في أمريكا فقد إستقرت أعمال البورصة في أوائل القرن 19 عام 1828 في وول ستريت. (3)

عموماً إن فكرة سوق الأوراق المالية ونشوءها مر بمجموعة من المراحل إرتبطت بالتطورات المالية وإقتصادية هي:

أولاً- مرحلة إنشاء بورصات للبضائع

إن التطور و الانتقال من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية وما رافق ذلك من هجرة الأيدي العاملة إلى المدن، أدى إلى إزدحام السكان فيها، وبذلك أصبح تموين هذه المدن تمويناً منظماً بالأغذية والحبوب من المشاكل العسيرة، فاقضى هذا وجود سوق عالمي للإتجار بالحاصلات الزراعية، فنشأ فريق (1)-عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص 115.

(2)- Joseph Antoine, Marie claire capiau huart, **titre et bourse**, boek, bruxelle, 1995, p18.

(3)-نزهان محمد سهو، محمد جميل عمر، أسواق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمة الإقتصادية العالمية الراهنة، المجلد 26، العدد 2، مجلة جامعة دمشق للعلوم الإقتصادية والقانونية، سوريا، 2010، ص 655.

جديد من المتعاملين سموا بالمتضارين، ليتحملوا مخاطر تقلبات الأسعار وأنشأ تجار الجملة المخازن لتحمل خطر الإتجار، وساهمت البنوك بمساعدة هؤلاء التجار، فنشأت البورصات في باريس عام 1304م وأنشأت بورصة للبضائع في أمستردام (1008م). (1)

ثانيا-مرحلة التعامل بالأوراق التجارية

بدأت مرحلة التعامل بالأوراق المالية مبكرا في القرن الثالث عشر في فرنسا حيث يجري تداول الكمبيالات والسحوبات الإذنية حيث أوجد الملك " فيليب الأشقر " مهنة سماسرة الصرف من أجل تنظيم هذا التداول تتمثل أهمية هذه المرحلة في أنها طورت عملية تبادل الأوراق التجارية خاصة الكمبيالات، إذ كانت أسواق الأسهم والسندات مجهولة بأنواعها، وعندما إنتشرت شركات المساهمة وأقبلت الحكومات والمؤسسات والأفراد على الإقتراض، نشأت حركة رائجة للتعامل في الصكوك مستمدة من حركة التعامل السابقة في الأوراق التجارية، وإستمر التداخل بين الأوراق المالية والتجارية حتى بعد قيام أسواق الأوراق المالية، حيث أن بورصة باريس في عام 1724 كانت تقتصر عملياتها على سندات بلدية باريس والأوراق المالية والكمبيالات. (2)

ثالثا-مرحلة التعامل بالأوراق في المقاهي وعلى قارعة الطريق

أصبح التعامل بالأوراق المالية هنا يجري على قارعة الطريق الذي يكون قريبا من بورصة البضائع والمقاهي في الأيام الممطرة والباردة. ففي لندن بعد أن خرج المتعاملون من البورصة الملكية للبضائع، كانوا يجتمعون في ممر بورصة البضائع، وفي الأيام الممطرة كانوا يتوجهون إلى المقاهي كقهوة (جونتان).

وفي أمريكا في عام 1790م خلال حرب الإستقلالية أصدرت الفيدرالية صكوك الدين الموحد، كان التعامل بها يتم في المقاهي والطرقات. وكان السماسرة يجتمعون تحت شجرة في شارع وول ستريت، ثم إنتقل التعامل إلى قهوة (تونتين)، وفي فرنسا قبل إفتتاح بورصة باريس كان التعامل يجري في شارع كانانبوا.

رابعا - مرحلة إستقلالية الأوراق المالية.

إستقلت أسواق الأوراق المالية بمبانيها وأنظمتها، حيث صاحب مرحلة التطور الصناعي نشوء مشاريع

(1)-شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية، الطبعة الأولى، دار الفكر المعاصر، دمشق، سورية، 2002، ص 32.

(2)-زكريا سلامة، عيسى شنتاوي، الآثار الإقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الإقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 31.

ضخمة لم يستطع المستثمر الفرد وحده القيام بالأعباء المالية المترتبة عليها ومع نمو الإقتصاد وتطور الصناعة وزيادة الدخول ظهرت مؤسسات عملت على جذب مدخرات الأفراد وتوظيفها في المشروعات الإنتاجية، هذا التطور بالإضافة إلى رواج التعامل في الأوراق المالية ألقى ضرورة قيام أسواق الأوراق المالية المستقلة، وضرورة تطور نظمها وأساليب التعامل فيها، وإستجابة لهذه التطورات إستقلت أهم أسواق الأوراق المالية بمبانيها وطورت نظمها ومن البورصات المشهورة في العالم، والتي إستقلت بنظمها في وقت مبكر بورصة لندن التي نشأت عام 1773م، بورصة باريس عام 1808م، وبورصة نيويورك عام 1821م، وبورصة طوكيو 1878م، وبورصة هونغ كونغ 1891. (1)

الفرع الثاني: تعريف سوق الأوراق المالية

لقد جرت الأدبيات الإقتصادية على تعريف سوق الأوراق المالية على أنها " تلك الآلية التي يتم من خلالها تداول الأصول المالية، بيعا وشراء، وتمكن تلك الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات ذات الفوائض المالية إلى القطاعات ذات العجز المالي، ويعكس وجود سوق للأوراق المالية فوائد عدة، تعود على مصدري الأوراق المالية (المقترضين) ومشتري الأوراق المالية (المستثمرين)". (2)

كما يمكن تعريف سوق الأوراق المالية " نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال ولكن مع نمو شبكات ووسائل الإتصال فقد أدى ذلك إلى التقليل من أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية المركزي وبالتالي سمحت بالتعامل من خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول". (3)

وهناك تعريف آخر: " هي سوق مستمرة تقام في مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسماسرة ومساعدتهم للتعامل في الأوراق المالية وفقا لنظم ثابتة ولوائح محددة". (4)

(1)-شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص33.

(2)-زكريا سلامة عيسى شنطاوي، مرجع سابق، ص 32.

(3)-عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لإقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2005، ص6.

(4)- جبر إبراهيم الداعور، محمد نواف عابد، أثر السياسات المحاسبية لإدارة المكاسب على أسعار أسهم الوحدات الإقتصادية المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية(دراسة تطبيقية)، مجلة الجامعة الإسلامية (سلسلة الدراسات الإنسانية)، المجلد17، العدد الأول، فلسطين، جانفي 2009، ص ص 814-815.

كما يمكن تعريف سوق الأوراق المالية على أنها : " السوق الذي يتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة، ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد يعرف بإسم (البورصة)، أما السوق غير المنظم فيتكون من عدد من التجار والسماسة يباشر كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون ببعضهم البعض بواسطة الحاسوب، كما أن الأسواق قد تكون محلية أو عالمية، ففي الأولى تتداول الأوراق المالية للمنشآت والهيئات المحلية، أما الثانية فتتسع لوجود المستثمرين الأجانب وتتداول أوراق مالية للمنشآت وهيئات من دول أجنبية".⁽¹⁾

الملاحظ هو أن مجمل التعاريف السابقة لم تعط الدور التنموي لسوق الأوراق المالية حيث إقتصرت على جعلها المكان الذي يجتمع فيه المتعاملون ومجموع العمليات التي تتعقد فيها وقد أبرزت دراسة مشتركة بين المؤسسة العربية لضمان الإستثمار وسوق عمان المالي هذا الدور حيث عرفت أنها " تلك السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية بيعا وشراء بحيث تشكل إحدى القنوات التي تناسب فيها الأموال من الأفراد والمؤسسات والقطاعات المتنوعة مما يساعد على تنمية الإدخار وتشجيع الإستثمار من أجل مصلحة الإقتصاد".⁽²⁾

بناء على ما سبق إن أي تعريف شامل لسوق الأوراق المالية يجب أن يضم مجموعة من العناصر المهمة هي:

- السوق التي يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعا وشراء.
- أسواق الأوراق المالية قد تكون منظمة أو غير منظمة.
- تمكن سوق الأوراق المالية من تحويل الموارد المالية من القطاعات ذات الفوائض المالية إلى القطاعات ذات العجز المالي.
- تساعد سوق الأوراق المالية على تنمية الإدخار وتشجيع الإستثمار من أجل مصلحة الإقتصاد بالتالي سوق الأوراق المالية هي السوق التي يتم من خلالها تداول الأوراق بيعا وشراء، وهي تمكن من تحويل الموارد المالية من القطاعات ذات الفوائض المالية إلى القطاعات ذات العجز المالي، كما تساعد على تنمية الإدخار والإستثمار وخدمة الإقتصاد.

(1) - محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006، ص 12.

(2) - محمد الهاشمي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العالمية: دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة مرياح، ورقلة، الجزائر، 2012، ص 18.

الفرع الثالث: وظائف سوق الأوراق المالية

تعتبر سوق الأوراق المالية بمثابة العمود الفقري لسوق رأس المال، وهي في أداؤها تشبه الجهاز العصبي الذي من خلاله تتعكس كافة المؤثرات السياسية والقرارات الإدارية والسياسات الاقتصادية، كذلك تعد سوق الأوراق المالية على جانب كبير من الأهمية نظرا لكونها تؤدي وظيفة التوسط المالي بين السيولة النقدية والإحتياجات التمويلية اللازمة للمشروعات الإستثمارية وهي تساهم كسوق أولي في خلق مشاركة أوسع من قبل القطاع الخاص للمساهمة في تغطية الإكتتاب بما في ذلك صغار المساهمين كما توفر فرصا لتغطية الإحتياجات التمويلية لهذه المشروعات من خلال إتاحة الفرص أمامها لطرح السندات للمستثمرين، كما تساهم كسوق ثانوي في توفير إمكانيات تسييل الأوراق المالية من خلال تنظيم تداولها بسهولة أكبر وبسعر معقول مما يشجع المدخرين على الإقبال على الإستثمار في هذه الأوراق المالية. (1)

يمكن إيجاز وظائف سوق الأوراق المالية فيما يلي:

أولاً- تعبئة المدخرات مع توفير درجة من السيولة لكل من المستثمرين والمدخرين

عملية شراء وبيع الأوراق المالية في سوق التداول ليست إستثمارا ماليا فقط، إذ يترتب على عملية التداول تسييل الأوراق المالية وتحويلها إلى أموال قابلة للإستثمار في مجالات أخرى داخل الإقتصاد القومي، فهي كسوق ثانوية تسمح للجمهور العريض من المدخرين بالحصول على أصول مالية بعد ما فاتتهم فرصة شرائها عند الإصدار الأولي، وهو ما ينعكس على السوق الأولية سواء تعلق الأمر بإصدار أسهم لشركات جديدة أو أسهم زيادة رأس المال. لذلك فإنه ينبغي تزويد سوق الأوراق المالية بشبكة إتصالات متطورة تربط بينها وبين المؤسسات المتعاملة فيها. فلتحقيق كفاءة التشغيل ينبغي توفير البيانات والمعلومات لجمهور المستثمرين مثل المعلومات الكافية عن نشاط الشركات وتوقعات نموها وأرباحها، مع إعطاء الأهمية لنشر البيانات الدورية والتحليلات المالية الخاصة بالقوائم المالية وتقارب مجلس الإدارة بطريقة تفصيلية واضحة. (2)

ثانياً- تحقيق التنمية الإقتصادية وزيادة معدلات النمو الإقتصادي

تساهم أسواق الأوراق المالية، خاصة في الدول النامية في تعبئة رؤوس الأموال وتخصيصها نحو

(1)- صلاح زين الدين، وظائف سوق الأوراق المالية ودورها في الأسواق المالية الصاعدة دراسة حالة البورصة المصرية، بحث مقدم إلى مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، آفاق وتحديات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، الإمارات، 6/8 مارس 2006، ص 7.

(2)- أسامة محمد الفولي، زينب عوض الله، إقتصاديات النقود والتمويل، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2005، ص

الإستثمار المحلي في كافة أوجه النشاط الإقتصادي الحقيقي وبذلك تساعد على رفع معدلات النمو الإقتصادي ومن ثم دفع عجلة التنمية الإقتصادية. (1)

وتجدر الإشارة هنا إلى أن العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي كانت مجالاً للبحث من قبل العديد من الإقتصاديين. ففي دراسة قام بها لفين "LEVIN" باستعمال بيانات تخص 41 بلداً (خلال الفترة 1976-1993) أظهرت النتائج أن سيولة سوق الأوراق المالية ترتبط إيجابياً وبشكل كبير بمعدلات النمو الإقتصادي وتراكم رأس المال وتحسين الإنتاجية. (2)

وبالنسبة لـ بويد "BOYD" وبريسكوت "PRESCOTT" وكذلك ستجلتز "STEGLITZ" وأرسيتس "ARESITS" فقد توصلوا إلى أن سوق الأوراق المالية لها تأثير كبير في تحقيق التنمية الإقتصادية خاصة في الدول النامية حيث تساهم في زيادة إنتاجية كافة القطاعات الإقتصادية ومعالجة التشوهات الإقتصادية وهو ما يرفع من كفاءة تخصيص الموارد ويحسن الإنتاجية.

ثالثاً- تحويل الأموال من أصحاب الفائض المالي (المقرضين) إلى أصحاب العجز المالي (المقترضين) فالمقرضون يقومون بتخفيض نفقاتهم الإستهلاكية الحالية مقابل الحصول على دخول أعلى في المستقبل عند دخول آجال إستحقاق تلك القروض، وعندما يقوم المقترضون باستخدام تلك الأموال المقترضة في تأجير وشراء عناصر الإنتاج، فإنهم سوف ينتجون دخلاً أعلى، وبالتالي زيادة مستوى المعيشة ليس للمقرضين فقط بل لكل فئات المجتمع.

رابعاً-التخصيص الكفاء لرأس المال

في سوق الأوراق المالية يتم تقابل الطلب على الأوراق المالية مع المعروض منها فيحدد السعر و يتميز الوضع هنا بأن جميع الأسعار التي تتم بموجبها الصفقات تعلن بطريقة ظاهرة، ويمكن لجميع المتعاملين رؤيتها، ثم تسجل وتطبع في نشرات توزع على من يطلبها. وإعلان الأسعار على هذا النحو يجعلها في مستوى واحد فلا يمكن لفئة ما أن تستفيد دون غيرها، كما تجعل المشتغلين في البورصة في مأمن من خطر تغير الأسعار في جهة دون أخرى. وفي ظل التخصيص الكفاء لرأس المال، سوف تتعادل أسعار الأوراق المالية بسرعة- وفي ظل المتوسط وبطريقة مناسبة لجميع المعلومات الجديدة ذات الصلة.

(1)-دنيا زاد نصراوي، تفعيل تكامل الأسواق المالية العربية لتدعيم التكتل الإقتصادي العربي، مذكرة مقدمة ضمن

متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، المركز الجامعي عباس لغرور، خنشلة، 2009/2010، ص 6.

(2)- Ake Boubakari, Dehuan Jin , **The Role of Stock Market Development in Economic Growth: Evidence from Some Euronext Countries**, International Journal of Financial Research , Vol. 1, No. 1, December 2010, p1

ونظرا لأن الأحداث تتم بانتظام، فإن أسعار الورقة المالية تتغير بانتظام، إستجابة للتيار المستمر من المعلومات الجديدة. وتمكن سوق الأوراق المالية من موازنة الأسعار، ويحدث هذا البيع في الوقت الذي تكون الأسعار مرتفعة، والشراء في الوقت الذي تكون فيه الأسعار منخفضة، وذلك لتحقيق الربح من فروقات الأسعار، كذلك ترشد سوق الأوراق المالية المستثمر وتبين له الإمكانيات المتاحة لرؤوس الأموال.⁽¹⁾

خامسا- مؤشر للحالة الإقتصادية.

تعد سوق الأوراق مؤشرا لحالة الإقتصاد القومي مستقبلا، لأن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق هي المرآة لتلك الحالة الإقتصادية المستقبلية، فنكون بمثابة إنذار مبكر للقائمين على شؤون الإقتصاد في الدولة لاتخاذ الإجراءات الصحيحة عندما يلزم الأمر.⁽²⁾

سادسا- المشاركة في تحقيق توازن الإقتصاد.

إن أي وظيفة في أي سوق هي تحقيق التوازن في المستوى التي تعمل فيه أو تعمل عليه على سبيل المثال الأسواق الحقيقية تتحقق مهمتها من خلال تحقيق التوازن بين عرض السلع والطلب عليها. كذلك سوق الأوراق المالية تعمل لنفس الهدف وتخضع⁽³⁾ لنفس التقويم فسوق الأوراق المالية تتعامل في أدوات مالية ذات طبيعة خاصة فهي تعمل تحت أساس التوازن ولها توازنها الخاص.

سابعا- التقليل من مخاطر التضخم والإنكماش المالي

حيث تعتبر سوق الأوراق المالية بمثابة الحقل الذي تعمل فيه الدولة على تحقيق الإستقرار النقدي عن طريق بيع وشراء الأوراق المالية لتغيير كمية النقود لمعالجة التضخم والإنكماش.⁽⁴⁾

ثامنا- جذب رؤوس الأموال

تعمل سوق الأوراق المالية على جذب رؤوس أموال خارجية للمشاركة في شركات محلية وفقا لقوانين الإستثمار والإجراءات الإدارية المنظمة للنشاط الإقتصادي.

(1)-أسامة محمد الفولي، وآخرون، مرجع سابق، ص 272.

(2)-أحمد محمد لطفي، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008، ص 348.

(3)-رفعت السيد العوضي، الأسواق المالية في الإقتصاد المعاصر والإقتصاد الإسلامي، بحث مقدم إلى الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، مكة، السعودية، 25-29 ديسمبر 2010، ص 24.

(4)-بدون مؤلف، تحالفات أسواق الأوراق المالية والسبل الممكنة لإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية وغرفة مقاصة للأسهم والسندات، مجلة التعاون الإقتصادي بين الدول الإسلامية، 2004، ص 28.

تاسعا- نشر معلومات منتظمة.

إن من بين وظائف أسواق الأوراق المالية نشر معلومات منتظمة صادرة عن مصدري الأوراق المالية بحيث يطلع المستثمر بصورة وافية على وضع المؤسسات التي يستثمر في أوراقها المالية وعلى العملية التي يتم من خلالها تحديد أسعار تلك الأوراق المالية. (1)

عاشرا- توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية.

تساهم سوق الأوراق المالية في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وهو ما يؤدي إلى تحقيق النمو و الإزدهار الإقتصادي، وكل هذا يتطلب توفر عدة خصائص في سوق الأوراق المالية أهمها:

- **كفاءة التسعير:** حيث أن الأسعار تعكس كل المعلومات المتوفرة.
- **كفاءة التشغيل:** بمعنى أنه يجب أن تتناقص تكلفة المعاملات إلى أقصى حد، مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات.

- **عدالة السوق:** تعني أن السوق توفر فرصا متساوية لكل من يريد إبرام الصفقات.

- **الأمان:** يعني توفر وسائل الحماية ضد المخاطر الناتجة عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، مثل: مخاطر الغش والتدليس... الخ (2)

احدى عشر- تقويم الأداء الإقتصادي للشركات والمشروعات.

تعمل سوق الأوراق المالية على تقويم الأداء الإقتصادي للشركات والمشروعات وإيجاد حلقة إتصال بين جميع فعاليات شبكة الإقتصاد الكلي، منها البنوك والشركات والمؤسسات الإستثمارية والمساهمة في تنشيط أعمالها.

اثنى عشر- الحكم على كفاءة السياسات النقدية والمالية للدولة.

تمهد سوق الأوراق المالية الطريق أمام السلطات الحكومية للتنسيق والمزج بين كل من السياستين المالية والنقدية، ليكتمل بعضهما بهدف التأثير في حجم الطلب الكلي، وبلوغ الهدف المنشود الذي تحدده الظروف الإقتصادية المتغيرة. (3)

(1)- شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص30.

(2)- رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006/2005، ص48.

(3)- شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص 46.

المطلب الثالث: التركيب البنوي لسوق الأوراق المالية

تنقسم سوق الأوراق المالية إلى قسمين:

- السوق الأولية.
- السوق الثانوية.

كلا السوقين على درجة كبيرة من الأهمية ويتوقف كل منهما على الآخر، فالسوق الأولية لن تقوم لها قائمة في غياب السوق الثانوية، والسوق الثانوية التي يجري من خلالها تداول الأوراق التي تصدر في السوق الأولية لن تدعو الحاجة إلى وجودها في غياب السوق الأولية.

الفرع الأول: السوق الأولية The primary Market

تمثل الأسواق الأولية تلك الأسواق التي يتم فيها إصدار وبيع وشراء الأوراق المالية للمرة الأولى من قبل الجهات المصدرة لتلك الأوراق. (1)

تسمى هذه السوق كذلك سوق الإصدارات الجديدة (2) وبمجرد بيع الأوراق المالية ولو لمرة واحدة، تنتقل للسوق الثانوية ويمثل حجم العمليات التي تتم في هذه الأسواق مؤشرا هاما عند تقييم الأداء الإقتصادي للدولة نظرا لأن حجم تلك العمليات يعد مقياسا لحجم الأموال الإضافية الجديدة التي تحصل عليها الجهات المصدرة للأوراق المالية بغرض تمويل عملياتها المتنوعة ويؤدي حصول تلك الجهات على الأموال من خلال الأسواق المالية إلى زيادة التراكم الرأسمالي الذي يعد مؤشرا هاما من مؤشرات الأداء الإقتصادي.

إن الأسواق الأولية هي التي تمثل الإضافة الحقيقية إلى الإستثمارات لأن إقتناء الأدوات الصادرة عن المنشآت المختلفة يعني مساهمة مباشرة في إستثمار رؤوس أموال هذه المنشآت سواء أكان ذلك في شكل أسهم عادية أو ممتازة أو في شكل سندات بمصادرها المتباينة وتعكس الأسواق الأولية بشكل عام كلا من:

واقع التغييرات التي تحدث في العلاقات الهيكلية للإستثمارات.

- تطور الإستثمارات في الإقتصاد المعني.
- المناخ الإستثماري السائد في البلد.
- النظام السوقي المعتمد. (3)

(1)- سعيد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى، المنصورة، مصر، 2001، ص 26.

(2)- J.c.augros, p.navette, **bourse les options négociables**, vuibert, paris, france, 1987, p12.

(3)- هوشيار معروف، الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع عمان، الأردن، 2003، ص 61.

وعليه ففي الإقتصادات التي تتسم بارتفاع معدلات تنميتها وتزداد فيها الإمكانيات المالية والمادية والبشرية المرنة لتوسع الإستثمارات وتتسم مجتمعاتها بالإستقرار والأمان والتطور ويسود فيها النظام التنافسي السوقي الحر الذي يسهل فيه نشر المعلومات، في هذه الإقتصادات تتعاظم ساعات الأسواق المالية الأولية وتمتد معاملاتها إلى أوسع نطاق.

تكون العمليات في هذه السوق على نوعين: عمليات مباشرة وغير مباشرة.

أولاً-العمليات المباشرة: تتم 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.

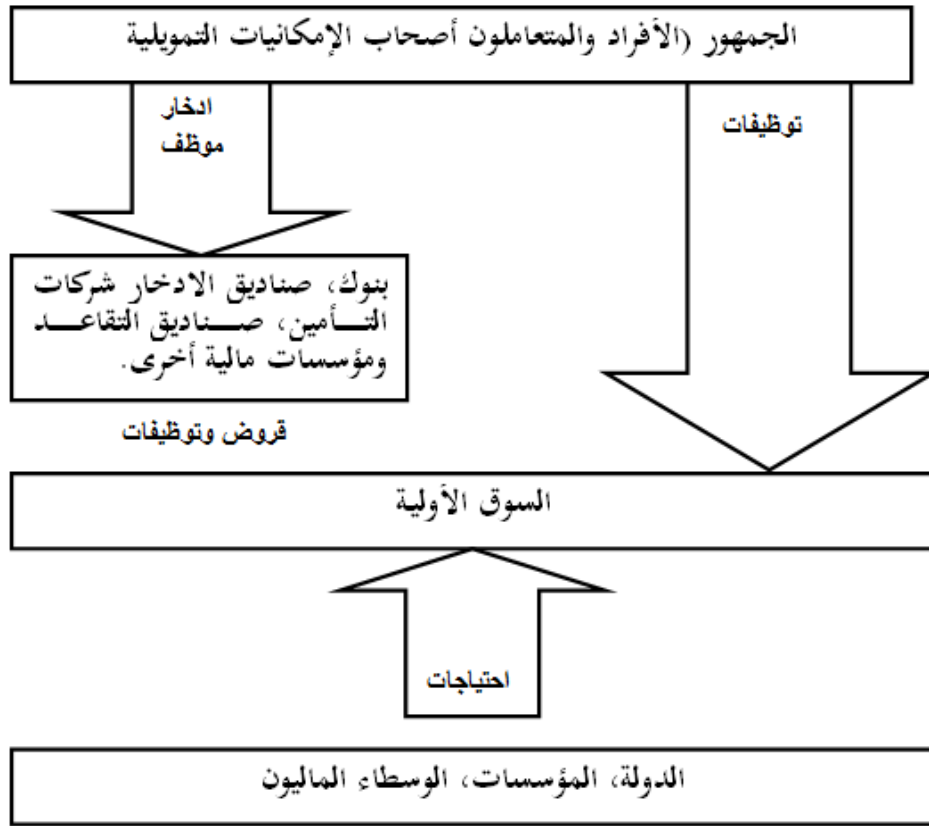
ثانياً-العمليات غير المباشرة: يتم بيع الأوراق المالية إلى وسيط عادة ما يكون مؤسسة مالية مختصة أو بنك إستثماري (INVESTMENT BANKER) كما هو الحال في الولايات المتحدة الأمريكية ويقوم ذلك الوسيط ببيعها مرة أخرى للجمهور والمؤسسات التي ترغب في الإستثمار في تلك الأوراق وقد لوحظ أن التكاليف الخاصة بهذه العمليات عادة ما تكون أقل من سابقتها، غير أن حامل الأوراق المالية قد يحتاج إلى سيولة في أي وقت من الأوقات، بسبب أو لآخر وعليه فبإمكانه بيع تلك الأوراق لمستثمر آخر وهذا هو موضوع السوق الثانوية.⁽¹⁾

من جهة أخرى يمكن القول أن السوق الأولية هي الوسيلة التي تحصل من خلالها الوحدات الإقتصادية على الموارد المالية لتمويل إستثماراتها. وتبعاً لذلك فليس كل إستثمار مالي يتم لتمويل إستثمار حقيقي، لأن السوق الثانوية هي سوق الإستثمار المالي وليس الإستثمار الحقيقي⁽²⁾ والشكل الموالي يوضح السوق الأولية وعلاقتها بالمتعاملين الإقتصاديين.

(1)- محفوظ جبار، مرجع سبق ذكره، ص.ص 55-56.

(2)- أحمد أبو الفتوح الناقه، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية، منشورات قسم الإقتصاد بكلية التجارة، الإسكندرية، مصر، 1994، ص 22.

شكل رقم (17): السوق الأولية وعلاقتها بالمتعاملين الإقتصاديين



المصدر: جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار هومة، الجزائر، 2002، ص 58.

من الشكل أعلاه يمكن القول أن سوق الأوراق المالية الأولية ماهي إلا ملتقى طرفين: المالكون لرؤوس الأموال والمدخرات من جمهور ومؤسسات مالية مختصة والمحتاجون لتلك الأموال: من هيئات ومؤسسات حكومية وخاصة التي تطرح أوراقا مالية لأول مرة، وعليه فإن ميكنزمات تلك السوق تسمح بتنظيم العرض والطلب على تلك المدخرات وتسهل إنسيابها عبر قنوات منظمة ومحكمة مما يرشد إستخدامها. (1)

الفرع الثاني: السوق الثانوية The Secondary Market

السوق الثانوية هي تلك السوق التي يتم من خلالها تداول القيم المنقولة (الأوراق المالية) التي سبق إصدارها في السوق الأولية. (2)

(1)-محفوظ جبار، مرجع سابق، ص 59.

(2)-Moez joudi, **Bourse des valeurs et marchés financier**, Cours EA 202 ENSTA, paris, Année2005-2006 ,P 2.

يطلق على هذه السوق كذلك سوق التداول وأهم ميزة لها أنها توفر للأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية عنصر السيولة، لهذا يقال بأن السوق الأولي يستمد فاعليته من السوق الثانوي، كما يمارس عمليات البيع والشراء في هذه السوق مجموعة من الوسطاء المتمثلين في: البنوك المؤسسات المالية المختصة، الوسطاء من وكلاء الصرف وغيرهم. (1)

والجدول الموالي يوضح أهم الفروقات بين السوق الأولية والثانوية.

جدول رقم (03): الفرق بين السوق الأولية والثانوية

السوق الثانوية	السوق الأولية
<ul style="list-style-type: none"> تداول الأوراق المالية (سوق الإصدارات القديمة). التعامل في الأوراق يتم بين المستثمرين ولا علاقة للشركة بذلك. توظيف المدخرات وإمكانية تبادل القيم المتداولة الموجودة في المحفظة المالية. المؤسسات المختصة في جمع الأموال: البنوك، المؤسسات المالية المختصة، وكلاء الصرف... الخ 	<ul style="list-style-type: none"> إصدار الأوراق المالية (سوق الإصدارات الجديدة). الشركة المصدرة للأوراق المالية طرف في التعامل. تعمل على توظيف المدخرات. المؤسسات المختصة في جمع الأموال: الخزينة العمومية، البنوك، صناديق الإدخار، البريد... الخ

المصدر: من تلخيص الطالبة بالإعتماد على:

-محمد الصيرفي، البورصات، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006، ص 11.

-محفوظ جبار، مرجع سابق، ص 63.

في السوق الثانوية تتحدد قيم أدوات الإستثمار المختلفة بصورة طبيعية من خلال إلتقاء العرض بالطلب بأية وسيلة من وسائل الإتصال المعروفة وهذا يعني أن السوق الثانوية تقوم بتوفير المكان والقوانين اللازمة لتنظيم تبادل الأوراق المالية بين المستثمرين وإيجاد السيولة اللازمة لتحويل الأوراق المالية إلى نقد. فطالما أن المصدر الأصلي لتلك الأوراق المالية (الأسهم والسندات) غير مضطر إلى إستردادها قبل تاريخ إستحقاقها فإن هذه السوق تسمح للمستثمرين باستبدال هذه الأوراق بالنقود قبل هذا التاريخ، والعملاء الأساسيون في السوق الثانوية كما يبين الجدول السابق هم المستثمرون وليسوا الشركات المصدرة للأوراق المالية ويستطيع المستثمرون أن يبتاعوا أوراقا مالية صادرة عن الشركات في بورصة الأسهم. وتعود

(1)-حسين بني هاني، الأسواق المالية: طبيعتها-تنظيمها-أدواتها المشتقة، الطبعة الأولى، دار الكندي، إربد، الأردن،

2002، ص 16.

حصيلة التدفق النقدي من هذه العمليات إلى المستثمرين أنفسهم وليس إلى الشركات المصدرة للأوراق المالية. (1)

يمكن تقسيم السوق الثانوية كمايلي:

أولاً- السوق المنظمة (الرسمية)

يطلق عليها بورصة الأوراق المالية، وهي تمثل : الهيئة الرسمية التي تتولى التعامل بالأوراق المالية. ويكون لها مكان محدد يتم فيه تداول هذه الأوراق. ومن أمثلة هذه الأسواق : بورصة لندن وبورصة طوكيو، وبورصة نيويورك، بورصة فرانكفورت، بورصة باريس ...إلخ (2)

ثانياً- السوق غير المنظمة (السوق الموازية، السوق غير الرسمية)

تعرف السوق غير الرسمية، أو كما يطلق عليها البعض الموازية، أو غير المنظمة بأنها سوق المفاوضات Negotiation MARKET غير رسمية Informal وغير مركزية، يجري التعامل فيها بصفة أساسية على الأوراق المالية غير المقيدة في جداول أسعار الأسواق الرسمية. وهي سوق المفاوضات لأن الأسعار فيها تخضع للتفاوض مع المشتغلين بالمتاجرة في هذه الأسواق من المحترفين وهي أيضا غير مركزية لأن عمليات البيع والشراء لا تتم في مكان واحد معد خصيصا لهذا الغرض كما هو الحال في بورصات الأوراق المالية. (3)

إذن هذه السوق ليس لها مكان معين يتم فيه تبادل الأوراق المالية، ولكنها تتكون من عدد من المتعاملين في هذه الأوراق منتشرين في أماكن متفرقة في العالم، وتربطهم شبكة إتصالات قوية عن طريق خطوط الهاتف أو أطراف للحاسب الآلي أو غيرها من وسائل الإتصال السريعة والتي توفر لحظة بلحظة أسعار كل ورقة متعامل بها. والأوراق المالية موضع التعامل في هذه الأسواق تخص الشركات التي لا تستطيع الوفاء بمتطلبات وشروط القيد في السوق الرسمية وكذلك الشركات التي لا تريد الإفصاح عن المعلومات المالية الخاصة بها بالشكل الذي يتطلبه القيد في السوق الرسمية. (4)

(1)- زكريا سلامة عيسى شنتاوي، مرجع سبق ذكره، ص 44.

(2)- Abdelkader belts, **Marche des capitaux et la structure par échéance des taux interet**, légende, france, 2008, p79.

(3)-سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية ودراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، الطبعة الأولى، المعهد العالي للفكر الإسلامي، القاهرة، مصر، 1996، ص 52.

(4)- متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، عمان، الأردن، 2010، ص163.

يمكن إبراز أهم وظائف السوق غير المنظمة فيما يلي:

- تقوم بتسييل الأصول المالية التي يقتضي الأمر بيعها بكميات كبيرة وبسرعة فائقة. ومثل هذه الكميات غالباً ما يتغير تسيلها في السوق الرسمية بالسعر المناسب وفي الوقت المناسب إذا كانت مقيدة في هذه السوق، فضلاً عن أن إغراق السوق الرسمية بها يترتب عليها إختلال مؤقت في العلاقة بين العرض والطلب وبالتالي هبوط قيمتها ونزولها نزولاً حاداً.
- تسهيل تسيل الأوراق المالية حيث تتفوق هذه السوق من ناحية السرعة على غيرها من الأسواق المنظمة بل وتصبح منافساً لها.

في إطار أسواق الأوراق المالية غير المنظمة هناك سوقان آخران:

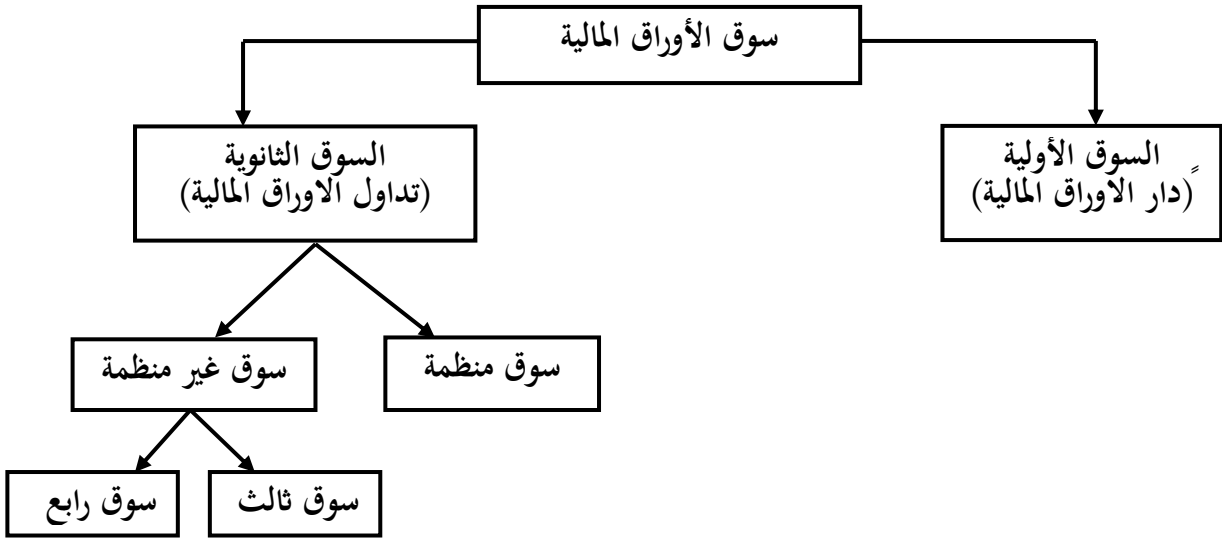
1- السوق الثالث: يتكون من منشآت السمسرة من غير الأعضاء في السوق المنظمة، وهي سوق لا تتحدد بالتعاملات في أوقات عمل السوق المنظمة بل تستمر لما بعد ذلك، بمعنى آخر السوق الثالث هي غير رسمية يتم التعامل فيها على أوراق مقيدة في السوق الرسمية، مؤسسات السمسرة في السوق الثالث هي مؤسسات كبيرة لبيع وشراء الأوراق المالية بكميات كبيرة ومبالغ كبيرة وهي بذلك تنافس المتخصصين في السوق المنظمة. وتستعين المؤسسات الإستثمارية الكبيرة وبعض البنوك بهذه المؤسسات في السوق الثالث ولو عدنا للهدف وراء خلق هذه السوق فهو الرغبة من قبل السماسرة في تخفيض التكاليف والقيود التي تفرضها السوق المنظمة.

2- السوق الرابعة fourth market : ما يميزها هو تجاوز الوساطة لشركات السمسرة باتجاه التعامل المباشر ما بين المؤسسات الكبيرة والأثرياء والتعاملات الضخمة، وبذلك فهي إستراتيجية لتخفيض إضافي في تكاليف وعمولات التعامل بالأوراق المالية. وعلى الرغم من تعدد الأسواق وتنوع عملياتها وطبيعتها التنظيم، إلا أنها جميعاً تخضع لقواعد تتراوح ما بين تشريعات ولوائح مكرمة وما بين أخلاقيات وأعراف المهنة، لذلك يلاحظ أن الحكومات وصناع الأوراق المالية يهتمان بالمتابعة والإشراف للأسواق المالية ونشر المعلومات والشفافية وتهيئة البنية التحتية (خاصة وسائل نشر المعلومات) وفي الأساس يرجع السبب في قيام هذه السوق إلى حاجة بعض المؤسسات إلى تنفيذ بعض الصفقات بأحجام كبيرة وبأقل تكلفة ممكنة⁽¹⁾.

والشكل الموالي يوضح ويلخص تقسيمات سوق الأوراق المالية.

(1) -محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق مالية، بورصات، الطبعة الأولى، دار الشروق، عمان، الأردن، 2005، ص 245.

شكل رقم (18) : التركيب البنوي لسوق الأوراق المالية



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على المعلومات السابقة

المبحث الثاني: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية

تمثل الأوراق المالية السلعة التي يتمحور حولها نشاط سوق الأوراق المالية، ومن ثم فإن الورقة المالية تشكل عصب الحياة لهذه السوق، وتعد الورقة المالية صكا يعطي كامل الحق في الحصول على جزء من العائد، أو الحق في إمتلاك أصل معين، أو الحقين معا بعبارة أخرى تمثل الأوراق المالية إما مستند ملكية أو دين يبين بموجبه حقوق ومطالب المستثمر. هذا وتعرف الأوراق المالية بأنها الأسهم بأنواعها والسندات المختلفة التي تقوم الشركات ومنشآت الأعمال والمؤسسات الحكومية بإصدارها.

بالإضافة إلى هذا كله فقد أدت التطورات الحادثة في عالمي الإستثمار، والتمويل، وما صاحبها من تعاضم ظاهرة تقلب أسعار الفائدة، وأسعار صرف العملات الأجنبية، إلى إبتكار أدوات إستثمارية جديدة غير الأدوات التقليدية السائدة مثل الأسهم و السندات، أدوات تسهل عملية نقل المخاطر و توزيعها، مما يساعد في توفير عنصر السيولة في سوق الأوراق المالية، وقد سميت تلك الأدوات بالمشتقات المالية، ومن خلال هذا المبحث سنحاول تسليط الضوء على مختلف الجزئيات المتعلقة بالأدوات الإستثمارية المتداولة في سوق الأوراق المالية، حيث يتم التعرض إلى الأسهم في المطلب الأول، السندات في المطلب الثاني، وأخيرا المشتقات المالية في المطلب الثالث.

المطلب الأول: الأسهم

نظرا لكثرة التعريفات التي قدمت لبيان حقيقة الأسهم وإختلاف تلك التعاريف فيما بينها من جهة شمولها ووضوحها، فمن المناسب تقديم هذه التعريفات، وإيضاح مختلف القيم المتعلقة بالأسهم.

الفرع الأول: تعريف السهم

عرفت الأسهم على أنها: " أوراق تشهد بمساهمة صاحبها في رأس مال منشأة معينة، إذن فهي وسيلة قرض للنشاط، ولصاحبها الحق في التصويت يوم إجتماع المساهمين، والحق في إنتخاب مجلس إدارة المنشأة، وترجع على صاحبها بعائد سنوي هو نصيبه في ربح المنشأة، فيقسم على المساهمين ويأخذ كل واحد منهم مبلغا تابعا لعدد الأسهم التي يملكها ويكون هذا النصيب متغيرا على حسب حجم الربح المحقق، والأسهم تباع وتشتري في السوق المالية أي تسمح بتداول ملكية رأس مال المنشأة وقيمة السهم مرتبطة بالنصيب الذي يستفيد منه صاحبها، أي مرتبطة بصحة المنشأة وقدرتها على توزيع أرباح معتبرة". (1)

وهناك تعريف آخر: " السهم هو عبارة عن ورقة مالية تثبت إمتلاك حائزها لجزء من رأسمال المؤسسة التي أصدرته، مع الإستفادة من كل الحقوق، وتحمل الأعباء التي تنتج عن إمتلاك هذه الورقة". (2)

كما يتم تعريف السهم بأنه: " أصغر جزء من حق الملكية، وهو صك قابل للتداول تصدره شركة المساهمة كي يمثل حصة في رأسمالها، ومن جهة ثانية هو أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس المال في شركات المساهمة". (3)

أيضا عرف السهم على أنه: " صك ملكية يتم إصداره، وهو جزء من رأس مال الشركة، وعندما يمتلك المستثمر سهما في إحدى الشركات فهو يمتلك جزءا من رأس المال في الشركة". (4)

بناء على التعاريف السابقة يمكن ابراز الجوانب المختلفة للأسهم فيمايلي:

- السهم هو عبارة عن مستند ملكية.
- السهم هو عبارة عن ورقة مالية، تعطي الحق لصاحبها في امتلاك جزء من رأس مال مؤسسة ما.
- يحصل صاحب السهم على عائد هو نصيبه في ربح المؤسسة.
- الأسهم قابلة للتداول، أي أنها قابلة للبيع والشراء في سوق الأوراق المالية.

الفرع الثاني: القيم المختلفة للسهم

بشكل عام قيمة الشيء نابعة من منفعته وقدرته على خلق منافع جديدة، وبالتالي فإن قيمة الورقة المالية نابعة من منفعتها وقدرتها على خلق المنفعة، وعموما الدخول أو الأرباح التي تعطيها الأوراق

(1)- أحمد هني، العملة والنقود، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1991، ص 81.

(2)- Joseph Antoine, Marie-claire capiau huart, **dictionnaire des marchés financier**, boek, bruxelle, p28.

(3)- مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الإستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2008، ص154.

(4)- سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الإستثمارية، دار الراية، عمان، الأردن، ص 18.

المالية هي التي تعكس قيمتها في الحياة العملية⁽¹⁾.

يتم التمييز بين خمس قيم للسهم هي:

- القيمة الاسمية.
- القيمة الدفترية.
- القيمة السوقية .
- القيمة التصفوية.
- قيمة حسب العائد.

أولاً- القيمة الاسمية

هي القيمة المثبتة في شهادة السهم التي ينصب عليها عقد تأسيس الشركة، ويجب أن تكون هذه القيمة مساوية للأسهم المصدرة التي تتحدد من خلالها نسبة مساهمة المستثمر بحق الملكية، وقد تسمح بعض التشريعات في الدول المتقدمة للشركات باصدار أسهم دون قيمة اسمية.

كذلك تعرف القيمة الاسمية بأنها قيمة سهم الشركة في حال عدم وجود تأثير اقتصادي لأداء الشركة على قيم السهم، وفي حالة الأسهم العادية يمكن تخفيض القيمة الاسمية من خلال آلية: اشتقاق السهم، الأمر الذي يعطي للمستثمر الحق في الحصول على جزء من السهم أو السهم كاملاً أو ربما أكثر، وذلك على كل سهم يملكه، وهو ما يترتب عليه زيادة في عدد الأسهم المتداولة، والذي يتم عن طريق تخفيض القيمة الاسمية للسهم⁽²⁾.

ثانياً- القيمة الدفترية

القيمة الدفترية للسهم هي عبارة عن قيمة الشركة حسب سجلاتها المحاسبية، وهذه القيمة هي عبارة عن موجودات الشركة في وقت معين مطروحا منها جميع الإلتزامات المترتبة عليها في ذلك الوقت.⁽³⁾

$$\text{القيمة الدفترية للسهم} = \frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{عدد الأسهم المصدرة}}$$

$$\text{أو : صافي الموجودات - الديون بمختلف أنواعها} \\ \text{عدد الأسهم المصدرة}$$

$$\text{أو (في حالة وجود أسهم ممتازة) = صافي قيمة المؤسسة - القيمة الإسمية للأسهم الممتازة} \\ \text{عدد الأسهم المصدرة}$$

مثال : إذا كانت قائمة المركز المالي لشركة X تظهر أن: حقوق الملكية = 25000000 دينار
رأس مال / أسهم (قيمة السهم الإسمية 10 دينار) = 20000000 دينار

(1)- طاهر حردان، أساسيات الاستثمار، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2009، ص ص 54-55.

(2)- رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص ص 54-55.

(3)- مفلح عقل، مقدمة في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي، عمان، الأردن، 2009، ص 451.

$$\text{بالتالي فإن: عدد الأسهم} = \frac{20000000}{10} = 2000000 \text{ سهم وتكون:}$$

$$\text{القيمة الدفترية} = \frac{25000000}{2000000} = 12,5 \text{ دينار}$$

ثالثاً- القيمة السوقية

هي قيمة السهم في السوق، أو السعر الجاري للسهم، وتتغير هذه القيمة من فترة لأخرى حسب عوامل العرض، والطلب، وتتأثر القيمة السوقية بالعوامل التالية:

- سمعة الشركة ومركزها، وتوقعات المستثمرين لنتائج أعمالها والأرباح المتوقعة لها.
- الحالة الإقتصادية العامة من تضخم أو كساد أو رواج.
- معدلات الفائدة، أو معدل الخصم السائد في السوق، حيث أنه كلما زاد هذا المعدل تنخفض القيمة السوقية، نسبة التوزيع، أو نسبة الفوائد، والأرباح الموزعة، حيث أنه كلما زادت التوزيع كلما زاد معدل العائد الحقيقي. (1)

حيث أن: $\text{معدل العائد الحقيقي} = \frac{\text{القيمة الإسمية للسهم} \times \text{نسبة التوزيع}}{\text{القيمة السوقية للسهم}}$

القيمة السوقية للسهم

= $\frac{\text{التوزيعات أو الفوائد السنوية}}{\text{القيمة السوقية للسهم}}$

القيمة السوقية للسهم

ويمكن حساب القيمة السوقية للسهم مثلاً في أي وقت حسب المعادلة.

$\text{القيمة السوقية} = \frac{\text{الفوائد أو التوزيعات السنوية}}{\text{القيمة السوقية للخصم}}$

القيمة السوقية للخصم

حيث أن: $\text{الفوائد أو التوزيعات السنوية} = \text{القيمة الإسمية} \times \text{نسبة الفائدة أو التوزيع السنوي}$

نسبة الخصم = $\text{معدل العائد الحقيقي أو المطلوب للورقة المالية}$.

رابعاً- القيمة التصفوية

القيمة التصفوية لكل سهم عادي هي القيمة الحقيقية للسهم العادي التي يمكن الحصول عليها إذا تم بيع جميع أصول الشركة بقيمتها السوقية وتم سداد جميع التزاماتها بما فيها الأسهم الممتازة وما تبقى من أموال يتم تقسيمها بين المساهمين العاديين (كل حسب ما يمتلكه من نسبة أسهم في الشركة) هذا المدخل أكثر واقعية من مدخل القيمة الدفترية لأنه مبني على أساس القيمة السوقية الحالية لأصول الشركة ولكنه مازال غير قادر على أخذ أرباح الشركة المستقبلية بعين الاعتبار. (2)

(1)- طاهر حردان، مرجع سابق، ص 121.

(2)- فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار الحامد، عمان، الأردن، 2010، ص 200.

مثال: بينت الميزانية العامة إجمالي أصول شركة X بما قدره 8000000 دينار والتزاماتها وأسهمها الممتازة بما مقداره 6000000 وعدد الأسهم العادية القائمة 100 ألف سهم كما قدر سعر بيع الأصول بـ 7000000 دينار.

تحسب القيمة الدفترية كما يلي: سعر بيع الأصول – الإلتزامات (بما فيها الأسهم الممتازة)

$$\begin{aligned} & \text{عدد الأسهم العادية القائمة (المتداولة)} \\ & = \frac{(6000000 - 7000000)}{10} \text{ دينار} \\ & 100000 \text{ سهم عادي} \end{aligned}$$

إذا تجاهلنا مصاريف التصفية عندئذ: 10 دينار هي الحد الأدنى لسعر سهم الشركة.

خامسا- القيمة حسب العائد

القيمة حسب العائد هي عبارة عن الثمن الذي يقبل شخص آخر دفعه للحصول على العائد الذي يعطيه السهم المعني. فلو كان مستثمر يتطلع مثلا إلى عائد نسبته 10 % على إستثماراته، فإن السهم الذي يحقق عائدا مقداره دينار يساوي في نظره 10 دينار (دينار مقسوم على 10%) ويساوي 20 دينار للسهم الذي يحقق عائدا مقداره 2 دينار. (1)

الفرع الثالث: أنواع الأسهم

تختلف الأسهم باختلاف المعايير المتبعة في عملية التقسيم، وبصفة عامة يمكن تقسيم الأسهم:

- من حيث نوع الحصة التي تدفع مقابلها.
- من حيث الحقوق المترتبة عنها.
- من حيث تداولها.

أولا- تقسيم الأسهم من حيث الحصة التي تدفع مقابلها: هناك ثلاثة أنواع: (2)

- 1- أسهم نقدية: هي تلك الأسهم التي تستوفي شركة المساهمة قيمتها الإسمية نقدا، ويمكن دفع جزء من القيمة الإسمية عند الإكتتاب على أساس دفع باقي الأقساط في المواعيد التي تحددها الشركة.
- 2- أسهم عينية: هي الأسهم التي تستوفي شركة المساهمة قيمتها نقدا ويمكن دفع باقي القيمة على أقساط في المواعيد التي تحددها الشركة.
- 3- أسهم مجانية: هي الأسهم التي تصدرها الشركة عند زيادة رأس المال بترحيل جزء من الأرباح

(1)- مفلح عقل، مرجع سابق، ص ص 452-453.

(2)- السيد عليوة، تحليل مخاطر الإستثمار في البورصة والأوراق المالية، دار الأمين، القاهرة، مصر، 2006، ص ص 57-58.

المحتجزة، أو الإحتياطي إلى رأس المال الأصلي، وبالتالي فإن هذه الأسهم تساوي في مجموعها الزيادة المقدره في رأس المال، ويتم توزيعها مجاناً على المساهمين، حيث أن قيمتها قد سددت من الأرباح المحتجزة، أو الإحتياطي، ويكون التوزيع على المساهمين، بنية ما يملكه كل مساهم من الأسهم الأصلية.

ثانياً - تقسيم الأسهم من حيث الحقوق المترتبة عنها: تنقسم الأسهم من حيث الحقوق المترتبة عنها إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة.

1- الأسهم العادية

تمثل الأسهم العادية من وجهة نظر الشركة وسيلة من الوسائل الرئيسية للتمويل طويل الأجل وتعتمد شركات المساهمة في تمويلها اعتماداً كاملاً على الأسهم خصوصاً عند بدء التكوين.

يعرف السهم العادي بأنه: " أداة ملكية ذو صفة مالية قابلة للتداول، حاملة له الحق في الحصول على عوائد غير ثابتة، بجانب حصته برأس مال الشركة والمثبتة بشهادة السهم." (1)

تتسم الأسهم العادية بمجموعة من الخصائص، يمكن إيجازها على سبيل المثال لا الحصر فيما يلي:

- تمثل الأسهم العادية مستند ملكية ليس له تاريخ إستحقاق.
- عدم ثبات العائد، وتذبذبه، يبق ربح وخسارة تبعاً للظروف الإقتصادية المحيطة بالمؤسسة رواج (عائد ربح عالي)، وكساد (عائد سالب وخسارة).
- إن عدد الأسهم العادية محدود في القانون الأساسي لشركة المساهمة، أي أكبر عدد يمكن إصداره من تلك الأسهم دون تغيير في ذلك القانون، عادة ما تصدر الشركات عدداً من الأسهم العادية أقل من ذلك المحدد في القانون الأساسي حتى تترك مجالاً للتصرف في عدد الأسهم المتداولة بين الجمهور، ومقابلة بعض الإختيارات والأوراق القابلة للتبديل.
- الأسهم العادية أسهل من السندات من حيث الوصف، ولكن أصعب من حيث التحليل، كما أن السندات في أغلب الأحيان لها مدة صلاحية محدودة العمر، وحد أعلى لسعر الفائدة الممنوح، على عكس الأسهم العادية التي تعتبر غير محدودة العمر ولا الأرباح. (2)

(1) -أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي السلام، الإستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2004، ص31.

(2) -جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، الجزء الثاني، الطبعة الأولى، دار هومة، الجزائر، 2002، ص 9.

- تعطي نوعين من العائد: عائد رأسمالي عند بيع السهم، وعائد جاري يمثل نصيب السهم من الأرباح الموزعة، ويرتبط العائد بالحالة الاقتصادية إرتباطاً إيجابياً، فهو يحمي الأموال في حالة التضخم (إنخفاض القوة الشرائية للعملة) وحالات الرواج أي أنه إستثمار جيد في حالات الرواج والتضخم. له عدة قيم تم التعرض لها سابقاً.

من جهة أخرى يتمتع حملة الأسهم العادية بمجموعة من المزايا والحقوق التي يمكن إنجازها

فيما يلي:

- **حق أولوية الإكتتاب:** عادة ما يكون لحملة الأسهم الحق في أولوية الإكتتاب في شراء أي حصص إضافية تتبعها الشركة. وفي بعض الحالات يكون الحق في أولوية الإكتتاب مشمولاً تلقائياً في عقد كل منشأة، وفي غيرها يكون من الضروري إدخاله بصورة محددة في العقد يجعل حتى أولوية الإكتتاب حملة الأسهم الحاليين قادرين على الإحتفاظ بالتحكم ومنع نقل الثروة من حملة الأسهم الحاليين إلى حملة أسهم جدد. فإذا لم تكن هناك مثل هذه الحراسة تمكنت إدارة المؤسسة من إصدار عدد كبير من الأسهم الإضافية بسعر منخفض، واشترت هي بنفسها هذه الحصص كما يمكن أن تستولي الإدارة على التحكم في المؤسسة.⁽¹⁾

- **حق الرقابة على المشروع:** إن الجمعية العمومية للمساهمين هي التي تمتلك سلطة الإدارة العليا في مؤسسات وشركات الأعمال. فالجمعية العمومية للمساهمين هي التي تمارس الرقابة على مختلف أنشطة المؤسسة كما أنها تقوم بانتخاب أعضاء مجلس الإدارة وغيرها من أنشطة الإدارة والسيطرة على أعمال المؤسسة.

- **لا يهمل حق الإشتراك في الأرباح:** إن جميع الأرباح التي تحققها المؤسسة بعد سداد كافة إلتزاماتها المالية يعتبر حقا لها يوزع على حملة الأسهم العادية بالتساوي وفقاً لعدد الأسهم المصدرة (وذلك في حالة قيام المنشأة بتوزيع هذه الأرباح، وتمثل هذه الأرباح العائد الذي يحققه المستثمرون في الأسهم العادية مقابل مشاركتهم في رأس مال المؤسسة).

- **حق نقل ملكية السهم:** لا تلتزم المؤسسة بسداد قيمة السهم إلى حامله في تاريخ معين وإنما تبقى الأموال المتولدة من الأسهم في المؤسسة حتى تتم تصفيتها أو تنتهي حياتها الإنتاجية لأنها تمثل رأس مال المؤسسة. وبالتالي فمن حق المساهم القيام ببيع الأسهم التي يمتلكها في سوق الأوراق المالية وفي

(1) -أوجين بريجهام، ميشيل إيرادهارت، تعريب سرور علي إبراهيم سرور، تقديم عبد المنعم بن إبراهيم العبد المنعم، عبد

المرضي حامد عزام، الإدارة المالية النظرية والتطبيق العملي، الجزء الأول، دار المريخ، الرياض، السعودية، 2002، ص

الواقع تتوقف قدرة المساهم الفعلية على بيع السهم على السعر السوقي للسهم والذي يتوقف على مستوى أداء المؤسسة وحجم الإيرادات التي تحصل عليها أسهم المؤسسة. (1)

2- الأسهم الممتازة

يعرف السهم الممتاز بأنه: " أداة مالية هجينة تجمع بين صفات أداة الملكية (السهم العادي) وبين أداة المديونية (السند) ولحامله الحق في الحصول على عائد محدد سنويا إما بنسبة من القيمة الإسمية أو مبلغ محدد، بجانب المبلغ المثبت بشهادة السهم." (2)

كذلك عرفت الأسهم الممتازة على أنها: "أسهم لها قيمة اسمية محددة على أصل السهم، وأسبقية في الحصول على الأرباح، وفقا لنسبة عائد من القيمة الاسمية للسهم الممتاز محددة على أصل السهم عند الاعلان عن توزيع الأرباح ويوجد أنواع مختلفة من هذه الأسهم." (3)

يتمتع السهم الممتاز بمجموعة من الخصائص يمكن إيجازها كالتالي: (4)

- تصدر الأسهم الممتازة بقيمة إسمية مثبتة بشهادة السهم، وهي قيمة ملزمة على أساسها يحسب مقسوم الأرباح الممتاز، وليس هناك قيمة إسمية محددة إذ قد يصدر السهم الممتاز بفئات.
- للسهم الممتاز أسبقية في موجودات الجهة المصدرة له عند التصفية قبل حملة الأسهم العادية، وقد يتراكم هذا المقسوم للسنوات اللاحقة في حالة عدم دفعه إلا إذا نص على خلاف ذلك.
- معظم الأسهم الممتازة لا تتمتع بحق التصويت في مجلس الإدارة وانتخاب أعضائها، لكن قد يرد ذلك إستثناء، فقد يشارك حامل السهم الممتاز في التصويت على الإصدارات الإضافية من الأسهم العادية وفي حالات خاصة أصحاب السندات.
- بعض الشركات تخصص مبالغ دورية تسمى صناديق الإطفاء لغرض إستهلاك السهم، إما بفترات متعاقبة أو في نهاية فترة زمنية تحدد مسبقا، وطبقا لحاجة الجهة المصدرة وظروف سوق الأوراق المالية، وقد يكون الإطفاء إما بسعر السوق أو بسعر إستدعاء يحدد سابقا أيهما أقل.
- كذلك تشبه الأسهم الممتازة الأسهم العادية في أن كلاهما يمثل أموال الملكية في شركة المساهمة، وهناك تشابه بينهما أيضا من ناحية أن الشركة ليست ملزمة بدفع عائد ثابت على هذين النوعين

(1)- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية مدخل إتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004، ص 348.

(2)- علي قابوسة، أثر هيكل التمويل على ربحية السهم العادي ومعدلات نمو الوحدات الإقتصادية، مجلة الدراسات الإقتصادية والمالية، العدد 1، المركز الجامعي، الوادي، الجزائر، جانفي 2008، ص 162.

(3)- أرشد فؤاد التميمي وآخرون، مرجع سابق، ص 67.

(4)- محمد صالح الحناوي، أدوات التحليل والتخطيط في الإدارة المالية، دار الجامعات المصرية، مصر، دون سنة نشر، ص ص 453-454.

من الأوراق المالية، فالعائد في الحالتين يتوقف على تحقيق الشركة للأرباح وعلى رغبتها في التوزيع، ويشترك كل من النوعين أيضا في أنهما يستحقان العائد فقط بعد دفع أو الأخذ في الحسبان جميع التكاليف والنفقات اللازمة لقيام الشركة بأعمالها، لكن هناك ثلاث إختلافات هي⁽¹⁾:

- يتمتع حملة الأسهم الممتازة بحق الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بالحصول على الأرباح الموزعة.

- عادة نجد أن هناك حدا أقصى لمقدار العائد الذي يمكن لحملة الأسهم الممتازة للحصول عليه.

- غالبا لا يكون لحملة الأسهم الممتازة الحق الدائم في التصويت.

- الأسهم الممتازة قد تكون تراكمية أو غير تراكمية فإذا كانت تراكمية فهي تعطي الحق لحاملها في تجميع الأرباح عن السنوات التي لا توزع فيها المؤسسة الأرباح وتدورها إلى سنوات لاحقة، أما إذا كانت غير تراكمية فهي لا ترتب على المؤسسة تجميع الأرباح وتدويرها إلى السنوات اللاحقة.

• قد تكون الأسهم الممتازة مشاركة أو غير مشاركة ففي حالة كون الأسهم من النوع المشارك فإنها تعطي لحاملها الحق في مشاركة حملة الأسهم العادية إضافة إلى حصتها الثابتة من الربح، في الأرباح الفائضة بعد دفع المقسوم على حملة الأسهم العادية وكذلك حقهم في الأصول الفائضة في حالة تغطية التزامات المؤسسة عند التصفية أما النوع غير المشارك فهو لا يعطي لحامله الحق في المزايا آنفة الذكر.

بناء على ما سبق يمكن ملاحظة أن إصدار الأسهم الممتازة يساعد المؤسسات التي تعاني بعض المشاكل المؤقتة على مواجهة هذه الصعوبات لأن عدم دفع عوائد الأسهم الممتازة لا يؤدي إلى إفلاس المشروع لذلك فالأسهم الممتازة أقل خطورة من وجهة نظر المنشأة كما أن مالكيها لا يتدخل في أعمال الإدارة⁽²⁾.

ثالثا- تقسيم الأسهم من حيث تداولها: هناك ثلاثة أنواع:

1- أسهم إسمية: يسجل إسم صاحبها عليها، وعند البيع يسجل إسم المشتري الجديد للسهم عليه، كما يسجل إسم المشتري الجديد في دفاتر الشركة المصدرة لها.

يتضمن السهم الإسمي ما يلي: ⁽³⁾

- الإسم، صناعة، وطن وجنسية المساهم، ونوع ورقة الأسهم التي يمتلكها، ونوع الشركة وعنوانها ورأس مالها، مركزها.

(1)-أرشد فؤاد التميمي وآخرون، مرجع سابق، ص 67.

(2)- محمد صالح الحناوي، مرجع سابق، ص ص 453-454.

(3)-رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 56.

- بيان المدفوع من قيمة الأسهم، وذلك لأن كل مساهم مدين لكل ما اكتتب به.
- عملية التنازل التي تمت وتاريخ حدوثها، ذلك لأن القاعدة العامة تقتضي أن الشركة لاتستطيع أن ترفض الإعتراف بالمشتري الجديد.

2-أسهم لحاملها: تنتقل ملكيتها بالتداول بين البائع والمشتري، و يحتاج الرجوع للشركة المصدرة للسهم لإثبات ملكية المشتري الجديد. (1)

3-أسهم لأمر: يحق للشركة إصدار أسهمها لأمر، ويشترط فيها أن تكون كاملة الوفاء أي دفعت كل قيمتها الإسمية، إذ أن الشركة لاتستطيع أن تتعقب تداول السهم ولا تستطيع التعرف على المساهم الأخير.

رابعاً- الإتجاهات الحديثة للأسهم

إلى جانب الأسهم التقليدية التي سبق الإشارة إليها، ظهرت أنواع جديدة أخرى للأسهم العادية والممتازة.

1- الإتجاهات الحديثة للأسهم العادية: ظهرت أنواع جديدة للأسهم العادية في مقدمتها الأسهم العادية للأقساط الإنتاجية، الأسهم المضمونة القيمة، أسهم مشاركة العاملين.

- **أسهم الأقساط الإنتاجية:** الأصل أن يكون للمؤسسة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها المؤسسة ككل، غير أن شركة جنرال موتورز خرجت على أسواق رأس المال في الثمانينات بمجموعتين إضافيتين من الأسهم العادية، فإلى جانب الأسهم العادية للشركة ككل أصدرت الشركة المذكورة مجموعة من الأسهم أطلق عليها فئة إي كلاص E CLASS وربطت فيها التوزيعات التي يحصل عليها حاملها بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أنظمة المعلومات الإلكترونية، ومجموعة أخرى أطلق عليها الفئة (H CLASS) وربطت فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أجزاء الطائرات، وعلى الرغم من المزايا التي قد يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم إلا أنه خلق نوعاً من التضارب بين مصالح المستثمرين. (2)

- **الأسهم العادية المضمونة:** الأصل في السهم العادي أنه ليس لحامله الحق في الرجوع إلى المؤسسة التي أصدرته وذلك في حال انخفاض قيمته السوقية، غير أنه في عام 1984م ظهرت لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية أسهم عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المؤسسة بالتعويض، إذا ما (1)-السيد عليوة، مرجع سبق ذكره، ص58.

(2)-عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري للنشر عمان، الأردن، 2009، ص

إنخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين، خلال فترة محدودة عقب الإصدار. أما إذا لم يصل إنخفاض القيمة السوقية للسهم إلى حد معين، أو إذا تجاوز الإنخفاض الحد ولكن بعد إنتهاء الفترة المنصوص عليها ولا يكون المستثمر الحق في المطالبة بأي تعويض، وعادة ما يحصل المستثمر على عدد من الصكوك يطلق عليها حقوق التعويض وذلك مقابل الأسهم المشتراة، ويطلق على الأسهم والحقوق المقررة بالوحدات كما يطلق على المستثمر فيها حامل الوحدة، وهذا ويمكن أن يباع السهم والحق منفصلين عن بعضهما وذلك خلال الفترة المحددة للمطالبة بالتعويض. (1)

- **أسهم مشاركة العاملين:** خلال الثمانينات صدر تشريع ضريبي في الولايات المتحدة الأمريكية يسمح للشركات التي تباع حصة من أسهمها إلى العاملين، بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من صافي الربح قبل حساب الضريبة وقد نص القانون على إعفاء المنشأة المالية التي تمنح قرضاً لتمويل شراء تلك الأسهم من دفع الضريبة على 50% من الفوائد التي تحصل عليها وتتم هذه العملية من خلال قياس وحدة تنظيمية نيابة عن العاملين بالحصول على قرض طويل الأجل لتمويل شراء الأسهم العادية ويتم خدمة هذا القرض من التوزيعات النقدية على الأسهم، بالإضافة إلى مساهمة مالية تقدمها الشركة وتخصمها من صافي الربح قبل الضريبة وحددت هذه المساهمة بـ 25% من إجمالي مرتبات العاملين، ومن العوامل المساعدة لنجاح خطة المشاركة أن الخصم الضريبي الذي يستفيد منه المقرض يؤدي إلى تخفيض معدل الفائدة على القرض بنحو 4% وهو ما يعني تخفيض تكلفة التمويل كذلك فإن خصم قيمة التوزيعات من صافي الربح قبل الضريبة يعد دافعا قويا لقيام الشركة بتقديم مساهمتها الإضافية وقد توافق تقديم بعض أصولها كرهن بقية القرض. (2)

2- الإتجاهات الحديثة للأسهم الممتازة: إلى جانب الأسهم الممتازة التقليدية هناك أنواع أخرى حديثة:

- **أسهم التمتع:** في بعض أنواع الأنشطة مثل: المناجم والمهاجر وحقوق الإمتياز وحيث لا يبق عادة صافي موجودات للشركة عند إنتهاء الإمتياز فتعمل هذه الشركة على إستهلاك رأسمالها تدريجيا في السنوات الأخيرة مما تكونه من مخصصات لهذا الغرض من صافي أرباحها. وتعطي الشركة للمساهمين الذين إستهلك أسهمهم بدلا منها أسهم تمتع تتيح لهم أن يشتركوا مع باقي المساهمين

(1)- محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الإستثمار في البورصة أسهم - سندات -أوراق مالية، الطبعة الأولى، دار الحامد، عمان، الأردن، 2006، ص 95.

(2)- محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية: الإستثمار والتمويل، التحليل المالي، الأسواق المالية الدولية، الطبعة الأولى، دار الحامد، عمان، الأردن، 2008، ص 220.

- في أرباح الشركة الموزعة، لكن ليس له حق في موجودات الشركة فهي تشترك في الأرباح فقط.⁽¹⁾
- **الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة:** الأصل أن التوزيعات على الأسهم الممتازة ثابتة تتحدد بنسبة معينة من القيمة الإسمية للسهم. وفي عام 1982 ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية ولأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة ترتبط فيها التوزيعات بمعدل العائد على نوع من السندات الحكومية هي سندات الخزنة، على أن يجري تعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل ثلاث أشهر بناء على التغير الذي يطرأ على معدل العائد على تلك السندات، وللمحافظة على مستوى ملائم من الطلب على تلك الأسهم عادة ما ينص على أن نسبة التوزيعات عن 5,7% من القيمة الإسمية للسهم، وكان يشترط أن لا تزيد النسبة عن 5,15% من تلك القيمة.⁽²⁾
 - **الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت:** تعتبر هذه الأسهم بمثابة تعويض لحملة الأسهم العادية المضمونة، فعند انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي، تلجأ المؤسسة إلى تعويض الملاك الجدد عن طريق إصدار أسهم ممتازة لها سمات خاصة من بينها الحق في التصويت مثل بقية الأسهم العادية.

المطلب الثاني: السندات

يعتبر السند صك مديونية، ويمكن ايجاز مختلف المفاهيم المتعلقة بالسندات فيما يلي:

الفرع الأول: تعريف السندات

يختلف الإقتصاديون في تعريف السندات، وهناك عدة مفاهيم في هذا الإطار:

عرفت السندات على أنها " أدوات ديون تطرحها الشركات في السوق المالي لآجال طويلة تتراوح عادة ما بين خمس وثلاثين سنة، وتعتبرها شركات الأعمال مصدرا أساسيا للتمويل طويل الأجل، وتختلف تلك السندات من حيث قابليتها للإستدعاء، ومن حيث الضمانات المقدمة، وكذلك من حيث إختلاف درجة مخاطرها".⁽³⁾

أيضا عرف السند على أنه " ورقة مالية ذات قيمة واحدة قابلة للتداول تصدرها شركة المساهمة العامة، وتطرحها للحصول على قرض تتعهد الشركة بموجبها بسداد القرض، وفوائده، وفقا لشروط الإصدار".⁽⁴⁾

(1) - السيد عليوة، مرجع سبق ذكره، ص 59.

(2) - رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 60.

(3) - حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية، العدد 27، الكويت، مارس، 2004، ص 6.

(4) - زياد رمضان وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 106.

كذلك عرف السند على أنه " جزء من قرض تصدره الشركة لتمويل إستثمارات متوسطة، وطويلة الأجل، ويعتبر السند ورقة إسمية تحمل قيمة محددة وينص فيها على دفع فائدة بمعدل ثابت في موعد محدد مع رد القيمة الإسمية للسند أو أية قيمة ينص عليها في تاريخ الإستحقاق أو قبل ذلك، إن حاجة الشركة إلى تمويل كبير القيمة وطويل الأجل قد لا يتحملة مقرض واحد مما يدفع الشركة إلى إصدار سندات قابلة للدفع يقوم بشرائها جمهور من المستثمرين تتاح لهم فرصة المساهمة في هذا التمويل، وفي حال إصدار السندات فإن حامل السند يعتبر دائئا للشركة وليس من ملاكها لذلك لا يملك الحق في إدارة الشركة أو في إنتخاب أعضاء مجلس الإدارة أو حتى المشاركة في الأرباح". (1)

وهناك تعريف آخر: " السند هو أداة دين يباع من قبل الشركات أو الحكومات بغرض الحصول على الأموال ويكون مالك السند (المستثمر) هو الدائن للشركة وليس مالك الشركة كما هو الحال في الأسهم. معظم السندات تتضمن عبارة بأن المصدر (المقترض) أو بائع السند يتعهد بدفع إلى المستثمر (المقرض أو حامل السند) سلسلة من الدفعات النقدية بالإضافة إلى مبلغ واحد خلال نهاية عمر السند". (2)

كذلك تعرف السندات بأنها: " ورقة مالية ذات قيمة إسمية واحدة قابلة للتداول تصدرها الشركات وتطرحها للحصول على قرض تتعهد الشركة بموجبه بسداد القرض وفوائده وفقا لشروط الإصدار". (3)

بناءا على التعاريف السابقة يمكن إبراز الجوانب المختلفة للسندات فيما يلي:

- السندات هي أدوات مديونية طويلة الأجل.
- السند هو ورقة مالية ذات قيمة إسمية واحدة قابلة للتداول.
- ينص السند على دفع فائدة بمعدل ثابت في موعد محدد مع رد القيمة الإسمية أو أي قيمة منصوص عليها في تاريخ الإستحقاق أو قبل ذلك.

وقد إحتلت السندات مركز رئيسيا في أسواق الأوراق المالية لاسيما في دول ذات الإقتصادات المتقدمة منذ عام 1973، وتطورت، ونضجت آلياتها في عقد الثمانينات من القرن الماضي، وبشكل سهم يجذب أنظار عموم المستثمرين لاقتناء السندات ضمن محافظهم الإستثمارية، نظرا لما توفره من مزايا

(1)- وائل عودة العكشة، وليد زكريا صيام، ميشيل سعيد سويدان، حسام الدين مصطفى الخداش، محاسبة الشركات، أشخاص - أموال، الطبعة الثالثة، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2005، ص344.

(2)- إبراهيم الكراسنة، إرشادات في تقييم الأسهم والسندات، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الإقتصادية، أبوظبي، 2005، ص 49.

(3)- رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سبق ذكره، ص 108.

أساسية تتمثل بثبات وإستمرار تدفق الدخل (معدل الفائدة) مع ميزة الأمان لاسترداد أصل المبلغ المستثمر عند الإستحقاق. (1)

هذا وقد يفضل المستثمرون شراء السندات ذات العائد الثابت على الأسهم العادية لعدة أسباب أهمها أنها تمنحهم عائداً مستقراً، بمعدل الفائدة الإسمي المحدد بالسند والذي يلتزم مصدر السند بسداده لا يتغير بغض النظر عن التغييرات في معدلات الفائدة في أية قطاعات أخرى من النظام المالي، ومع ذلك فقد تتغير قيمة السند في السوق من يوم إلى آخر مع التغيير في الوضع المالي للشركة بصفة خاصة والتغيير في الحالة الإقتصادية بصفة عامة، أو وفقاً لأي عوامل أخرى، ومن الممكن أن يكون هذا مهماً للمستثمرين.

الفرع الثاني: خصائص السندات

بغض النظر عن الجهة المصدرة تشترك كافة السندات ببعض الخصائص، والتي يمكن ذكرها على سبيل المثال لا الحصر فيما يلي:

- أداة دين: يرتب السند لحامله على الشركة حقاً لدائنه، في حين يرتب السهم لحامله حق ملكية، لذا يكون لحامل السند أولوية عن حامل السهم في إستيفاء حقوقه سواء من أرباح الشركة، أو من أصولها في حال الإفلاس أو التصفية. (2)
- أداة إستثمار ثابتة الدخل: يتقاضى حامل السند فائدة ثابتة سنوياً، بينما يتغير الدخل السنوي لحامل السهم العادي تبعاً لتغير الأرباح السنوية التي تحققها الشركة المصدرة، وتبعاً لتغير نسبة توزيع الأرباح، ويشبه السند في ثبات دخله السنوي السهم الممتاز.
- محدودية الأجل: يصدر السند بأجل محدد يستحق بطوله، وينص على هذا الأجل صراحة في عقد الإصدار، هذا على عكس السهم الذي لا يحدد بأجل بل يبقى قائماً مادامت الشركة المصدرة قائمة، ويعتبر أجل السند عنصراً هاماً في تحديد معدل فائدة السند (الكوبون) وكذلك سعره السوقي.
- القابلية للتداول: يشبه السند السهم في هذه الخاصية، وتسري بخصوص تداول السند نفس الأحكام المطبقة بشأن تداول السهم. وخاصية التداول تساهم في توفير سيولة إضافية للسندات طويلة الأجل في السوق الثانوي.
- لا يشترك حامل السند في جمعيات المساهمين العامة، ولا يكون لقرارات هذه الهيئات أي تأثير بالنسبة له.

(1) - أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوردي عمان، الأردن، 2010، ص 252.

(2) - رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سبق ذكره، ص 109.

- يعتبر حامل السند دائناً بالنسبة للشركة فلا يجوز لها أن تعدل التعاقد الذي يربطه بالشركة، ولا تغير ميعاد إستحقاق الفوائد، ويستوفي حمله إسناد القرض فائدة ثابتة سواء ربحت الشركة أم لم ترباح.
- يترتب على كون السند عبارة عن قرض يقدمه شخص إلى الشركة إشتراك حملة السندات مع الدائنين عند إفلاس الشركة، ويتقدم حملة إسناد القرض على حملة الأسهم في إستيفاء قيمة إسنادهم من أموال الشركة عند تصفيتها.
- لا يحق لحملة السندات التدخل في الدعاوي القائمة ما بين الشركة والغير ما لم يكونوا حائزين على تأمينات خاصة يخشى عليها من نتيجة الدعوى القائمة.
- تتميز السندات بالقابلية للإستدعاء، حيث يمكن إستدعاء السند بسعر محدد يسمى سعر الإستدعاء Call Price وخلال مدة محددة ضمن إتفاقية العقد، والدوافع الرئيسية من إصدار هذه السندات هو الإستفادة من إنخفاض معدلات الفائدة السوقية المتوقع في المستقبل وبشكل يمنح الشركة خيار إستبدال السندات القائمة ذات الكوبون المرتفع سندات ذات كوبون منخفض وتسمى هذه العملية بإعادة تمويل السندات، وينظر المستثمر للسندات القابلة للإستدعاء بأنها أكثر مخاطرة من السندات الأخرى غير القابلة للإستدعاء. (1)
- تتميز كذلك السندات بالقابلية للإطفاء Sinking إذ تلجأ الشركات إلى تخصيص صناديق خاصة تسمى صناديق الإطفاء تخصص لها مبالغ دورية لإطفاء السندات أما بصورة متسلسلة وبنسبة معينة سنويا (مثلاً إطفاء 2 % من السندات بالقيمة الإسمية وبتسلسل من 1-100 في السنة الأولى وهكذا في السنوات اللاحقة)، أو يكون الإطفاء بالقيمة السوقية للسند خصوصا في أوقات إرتفاع أسعار الفائدة السوقية بأعلى من السند. حيث تنخفض القيمة السوقية للسند لوجود علاقة عكسية بين قيمة السند ومعدل الفائدة السوقية. (2)
- بعض السندات التي تصدرها الشركات تتضمن حقا لحاملها بإعادة بيع السند إلى الجهة المصدرة بسعر محدد مسبقا وفي الغالب البيع بالقيمة الإسمية للسند، وضمن تواريخ مجدولة، ومتعاقبة بفواصل زمنية، من خلالها يستطيع المستثمر إختيار التاريخ المناسب لإعادة البيع، ويستطيع حامل السند الإحتفاظ به حتى التاريخ اللاحق، وعليه تسمى في بعض الأحيان بالسندات القابلة للتمديد، وهذه الخاصية توفر أرضية حقيقية لسعر السند في السوق، فهي توفر حماية من إحتتمالات إرتفاع أسعار الفائدة السوقية، وبالتالي إنخفاض قيمة السند السوقية، وكذلك إحتتمالات إنخفاض الدرجة الإئتمانية للسند.

(1) - دريد كامل آل شبيب، الإستثمار والتحليل الإستثماري، دار اليازوردي، عمان، الأردن، 2009، ص 254.

(2) - أرشد فؤاد التميمي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 89.

الفرع الثالث: الأنواع المختلفة للسندات

يمكن تقسيم السندات إلى أنواع مختلفة على أسس مختلفة، إذ يمكن تقسيمها مثلا على أساس جهة الإصدار أو على أساس الضمان أو على أساس القابلية للتحويل أو الإستدعاء.

أولاً- تقسيم السندات على أساس جهة الإصدار: تقسم السندات على هذا الأساس إلى سندات حكومية وسندات شركات المساهمة (سندات أهلية).

1-السندات الحكومية: هي تلك السندات الصادرة عن الدولة ومؤسساتها ومن أمثلتها سندات الخزينة Treasury Bonds وسندات البلدية Muncipal Bond ، تمتاز السندات الحكومية بمجموعة من المزايا التي تجعلها أداة جذابة للمستثمرين مقارنة مع سندات الشركات. من أهم هذه المزايا:

- السندات الحكومية أكثر أمانا بالنسبة للمستثمر من السندات الأهلية، بمعنى أن الإستثمار فيها يكون أقل مخاطرة لأنها غالبا ما تكون مضمونة بسلطة الحكومة ومؤسساتها في تحصيل الإيرادات الحكومية كالضرائب.

- السندات الحكومية أكثر سيولة من السندات الأهلية.

- السندات الحكومية تصدر في أغلب الأحيان مقترنة بشرط الإعفاء الضريبي لفوائدها من الدخل. (1)

2-سندات شركات المساهمة (سندات أهلية): هي تلك السندات التي تصدر عن القطاع الخاص بغرض الإقتراض من الجمهور مقابل فوائد محددة وبضمان أموال الشركة المعنية، وبالتالي فإن هذه السندات لا تحظى بضمانات حكومية، فتكون أكثر خطورة من السندات الصادرة عن الخزينة المركزية أو المصالح الإقليمية (أو الهيئات المحلية)...وعليه فإن درجة خطورة هذه السندات ترتبط بالتصنيف الائتماني للشركة المصدرة لها وهذا ما يجعل تركيز عملية إصدارها في شركات متميزة بقدراتها الائتمانية العالية نسبيا أمرا ضروريا. (2)

عند إستعراض تطور الأهمية النسبية لهذه الأنواع من السندات خلال الفترة (1970-1996) في الولايات المتحدة مثلا، يلاحظ بأن السندات التي حققت إتجاها متزايدا هي سندات الرهون والتي بلغت حوالي (20%)، والسندات الحكومية المركزية التي وصلت إلى حوالي (12،5%)، بينما في المقابل إنخفضت الأهمية النسبية لكل من سندات الإدارات المحلية، وسندات الشركات، والمصارف التجارية، وقروض المستهلكين.

ثانيا-تقسيم السندات على أساس الضمان: في هذه الحالة يمكن التمييز بين السندات المضمونة وغير المضمونة.

(1)- محمد مطر وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 100.
(2)- محمد عوض عبد الجواد، مرجع سبق ذكره، ص 113.

1- السندات المضمونة: عند طرح هذا النوع من السندات تقدم الشركة بعض الأصول الخاصة بها كرهن ضمانا لجمعية حقوق حملة السندات، فإذا عجزت الشركة عن سداد التزاماتها تجاه حملة السندات سواء بالنسبة لأصل القرض، أو بالنسبة للفائدة يمكن بيع الأصول المرهونة لاستيفاء حقوق المقرضين.

2- السندات العادية (غير المضمونة): هذا النوع من السندات لا يكون له أي إمتيازات خاصة على أصول الشركة وبالتالي فإن حملة هذا النوع من السندات هم مجرد مقرضين بضمان جميع أصول المشروع، وتتوقف قدرة الشركة على إصدار هذا النوع من السندات على طبيعة الأصول، وعلى قوة المركز الإئتماني، والشركات ذات المركز المالي القوي تستطيع جذب المستثمرين إلى الإستثمار في السندات الخاصة بها دون الحاجة إلى رهن الأصول. (1)

ثالثا-تقسيم السندات على أساس القابلية للتحويل: تعتبر قابلية السند للتحويل ميزة للمستثمر، وهي بذلك عكس قابليته للإستدعاء التي تعتبر ميزة المصدر، لذا فإن شرطي قابلية السند للإستدعاء، وقابليته للتحويل، يصدران في الغالب مترافقين بقصد تحقيق نوع من التوازن بين حقوق المصدر، والمستثمر، تقسم السندات هنا إلى:

1- سندات غير قابلة للتحويل: تكون السندات غير قابلة للتحويل إلا إذا نص على خلاف ذلك تصدر السندات غير القابلة للتحويل في العادة بمعدل فائدة أعلى من معدل فائدة السندات القابلة للتحويل.

2- سندات قابلة للتحويل: تصدر هذه السندات بنص صريح في عقد الإصدار يعطي لحاملها ضمن مهلة محددة الحق في تحويل سنداته إلى أسهم عادية بسعر محدد للسهم الواحد. فمثلا إذا صدر سند بقيمة إسمية مقدارها 1000 دينار، وكان قابلا للتحويل إلى أسهم عادية بسعر 40 دينار للسهم الواحد خلال مدة ثلاث سنوات من تاريخ إصداره، فإن لحامل هذا السند الحق في تحويله في أية لحظة خلال الفترة المسموح بها للتحويل وهي 3 سنوات إلى 25 سهما عاديا، تجنب السندات القابلة للتحويل الشركة المصدرة المخاطر الناتجة عن ما يعرف بظاهرة الإغراق، ويقصد بهذه الظاهرة أنه في حال زيادة رأسمال الشركة المصدرة عن طريق إصدار أسهم عادية جديدة فإن عدد المعروض من هذه الأسهم في السوق الثانوية يزداد، كما قد يترتب عليه إنخفاض في السعر السوقي لسهم الشركة، لكن بإصدار سندات قابلة للتحويل عوضا عن الأسهم يمكن تجنب هذه المخاطر، خصوصا إذا ما أرفق الإصدار بشرط القابلية للإستدعاء، الذي يتيح للشركة إجراء إطفاء تدريجي لهذه السندات حسب برنامج محدد.

رابعا- تقسيم السندات على أساس العوائد: يمكن التمييز بين الأنواع التالية:

(1)- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى جلال إبراهيم العبد، الإستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها: مدخل التحليل الأساسي والفني،الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005/2004، ص 351.

1- سندات ذات عائد ثابت: هي من أبسط وأقدم انواع السندات، يحصل فيها المستثمر على فائدة ثابتة أو ما يسمى بالكوبون عادة كل سنة⁽¹⁾، تتعرض السندات ذات معدل الفائدة الثابت لعدة مخاطر:

- مخاطر تقلبات سعر الفائدة، وذلك للعلاقة العكسية بين سعر الفائدة في السوق النقدية وسعر السند.
- مخاطر التضخم: إذ يؤدي التضخم إلى انخفاض القيمة الحقيقية للسند وكذلك العائد المدفوع عليه.

2-سندات ذات عائد متغير: تنقسم إلى: (2)

- سندات ذات مشاركة في الأرباح.
- سندات ترتبط عوائدها بأرقام قياسية معينة مثل: معدل الإنتاجية، متوسط أسعار منتجات الشركة، الرقم القياسي للأسعار.
- سندات ترتبط عوائدها بالارتفاع والانخفاض في سعر الذهب، يتمتع أصحاب سندات المشاركة في الأرباح بالحق في الحصول على جزء من الزيادة في الأرباح بالحق في الحصول على جزء من الزيادة في الأرباح التي تحققها الشركة المصدرة.

كذلك يحصل أصحاب السندات التي ترتبط عوائدها بمقاييس معينة على عوائد متغيرة، إذ يجري باستمرار تعديل على الفوائد السنوية التي يحصل عليها المكتتبون تبعاً للأرقام القياسية المتفق عليها مسبقاً، فإذا كان معدل الفائدة الإسمي 6% وارتفع متوسط أسعار منتجات الشركة بنسبة 50% فإن سعر الفائدة الفعلي يصبح 9%، وإذا ارتبط عائد السند بالرقم القياسي للأسعار، فإن التغير في العائد سيعتمد على حساب التغير في القوة الشرائية للنقود، فعند ارتفاع معدل التضخم بنسبة 20 فإن أصحاب السندات تزداد دخولهم بمقدار 20% كذلك.

خامساً- تقسيم السندات على أساس القابلية للإستدعاء: يمكن التمييز بين:

1-السندات القابلة للإستدعاء: هناك تكون الشركة التي أصدرت السندات مسموح لها أن تقوم بسداد هذه السندات (إستدعائها)، وإطفائها (سدادها) قبل موعد إستحقاقها ضمن شروط محددة، ومنصوص عليها في عقد الإصدار كأن تقوم الشركة بدفع ما يسمى بعلاوة الإستدعاء زيادة على القيمة الإسمية للسند إذا تم إستدعاؤه قبل موعد إستحقاقه، وتتناقص علاوة الإستدعاء كلما تأجل الإستدعاء، فالسند التي يتم إستدعاؤه قبل موعد إستحقاقه بعشر سنوات مثلاً يأخذ علاوة إستدعاء تساوي ضعف ما كان سيأخذه لو تم إستدعاؤه قبل موعد إستحقاقه بخمس سنوات.⁽³⁾

(1)- Didier marteau, **les marchés de capitaux**, armand collin, paris, france, 2011, p98.

(2)- ضياء مجيد الموسوي، البورصات: أسواق المال وأدواتها، الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2008، ص 35.

(3)- زياد رمضان، مبادئ الإستثمار (الحقيقي والمالي)، دار وائل، عمان، الأردن، 1998، ص 65.

2- السندات غير القابلة للإستدعاء: إذا لم يرد أي نص في عقد الإصدار على قابلية السندات للإستدعاء فانها تكون غير قابلة للإستدعاء، وإذا أرادت الشركة أن تطفئ هذه السندات قبل موعد إستحقاقها فإن عليها تستند بها من السوق بالأسعار التي تكون سائدة عندئذ، أو حتى قد تجد الشركة نفسها مضطرة لأن تدفع أسعار أعلى لتغري حملة سنداتنا ببيع السندات لها.⁽¹⁾

سادسا- تقسيم السندات حسب طريقة تملكها وتداولها

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

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

سابعا- الإتجاهات الحديثة للسندات

في السنوات الأخيرة إستحدثت أنواع جديدة من السندات، لها سمات تختلف عن سمات السندات التقليدية في ناحية أو أخرى، فهناك السندات الصفيرية، والسندات ذات معدل الفائدة المتحرك، وسندات الدخل، والسندات منخفضة الجودة وسندات المشاركة.

1- السندات الصفيرية (بدون كوبون): Zero Coupon Bonds

لا يحصل المستثمر على فوائد دورية، وبدلا من ذلك فإنه يشتري السند بسعر أقل من قيمته الإسمية، ويمثل الفرق الفوائد المستحقة، لذا يعد السند الصفيري بمثابة سند خصم، هذا وكلما إقترب السند من تاريخ الإستحقاق، إرتفعت قيمته السوقية، بما يعني انخفاض قيمة الفوائد المستحقة لمن يشتريه، وإذا ما كان المستثمر يخضع للضريبة، فإنه يدفع الضريبة السنوية على قيمة تقديرية للفوائد، يتم حسابها بإستخدام فكرة معدل العائد السنوي التي يتم حسابه بناء على معدل العائد الداخلي.⁽²⁾

2-السندات ذات الدخل Income Bonds

تتماشى هذه السندات إلى حد بعيد مع إحتياجات البنوك الإسلامية، إذ لا يجوز لحملتها المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها الشركة أرباحا ومع هذا فقد ينص في بعض عقود الإصدار على أن يحصل حامل السند على الفوائد عن سنة لم تتحقق فيها أرباح وذلك من أرباح سنة لاحقة، كما قد

(1)- صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علميا- عمليا، الطبعة الأولى، مكتبة شعاع الفنية، الإسكندرية، مصر، 2001، 182.

(2)-منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1998، ص461.

ينص على ضرورة قيام الشركة باحتجاز جزء من الأرباح لسداد قيمة السندات عندما يحل تاريخ إستحقاقها، إضافة إلى نص ثالث محتمل وهو أن يكون لحاملها الحق في طلب تحويلها إلى أسهم عادية.

3- السندات الرديئة (متواضعة الجودة) Junk Bonds

إستحدثت في الثمانينات لتمويل إمتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس مال الشركة التي يديرونها، وذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جانب كبير من أسهمها المتداولة في السوق، وعادة ما يترتب على ذلك زيادة كبيرة في نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، بشكل يجعل الإستثمار في تلك السندات محفوفاً بقدر كبير من المخاطر. وهو ما يقتضي أن يكون معدل الكوبون مرتفعاً ليعوض المستثمر عن تلك المخاطر.

4- السندات ذات معدل الفائدة المتحرك Floating Rate Bonds .

إستحدثت في بداية الثمانينات لمواجهة موجات التضخم التي أدت إلى رفع معدل الفائدة، مما ترتب عليه إنخفاض القيمة السوقية خاصة للسندات طويلة الأجل، بشكل ألحق بحملتها خسائر رأسمالية كبيرة، وعادة ما يحدد لتلك السندات سعر فائدة مبدئي يستمر العمل به لمدة ستة أشهر، على أن يعاد النظر فيه دورياً كل نصف سنة بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة الجارية في السوق.

الفرع الثالث: مقارنة بين السندات والأسهم.

بناء على المعلومات السابقة يمكن تلخيص أهم الفروقات بين الأسهم والسندات في الجدول التالي:

جدول رقم (04) : مقارنة بين الأسهم والسندات

السند	السهم
<ul style="list-style-type: none"> • دين على الشركة. • حملة السندات لا يحق لهم التدخل في الإدارة، والتصويت، إلا إذا أعلنت الشركة إفلاسها تماما. • السندات لها مدة زمنية ثابتة. • الدخل المتحقق لحامل السند لا ينمو فهو محدد بفوائد ثابتة. • حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد وبالكامل. • حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة، أو حالة التصفية. • القيمة الجارية للسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري، وسعر الفائدة الإسمي (على السند). • أغلب السندات يتطلب رهن بعض العقارات، أو الضمانات. 	<ul style="list-style-type: none"> • جزء من رأس مال الشركة. • يحق لحامل السهم العادي التدخل في الإدارة والتصويت والترشح عند اتخاذ القرارات. • الأسهم ليس لها تاريخ إستحقاق محدد. • الدخل المتحقق لحامل الأسهم العادي ينمو بنمو الأرباح. • حامل السهم لا يسترد رأسماله إلا بالبيع في البورصة، أو عند تصفية الشركة ،ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترده فهو قابل للزيادة أو النقصان. • عند الخسارة، وتصفية الشركة، يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد سداد جميع الديون. • القيمة الجارية (السوقية) للسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم، وسعر الفائدة الجاري. • ليس ضروريا رهن الموجودات في حالة إصدار الأسهم، وبالذات العادية.

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على:

ناظم محمد نوري الشمري، طاهر فاضل البياتي، أحمد زكريا صيام، أساسيات الإستثمار العيني، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 1999، ص 220.

المطلب الثالث: المشتقات المالية

في السنوات الأخيرة ظهرت أدوات مالية جديدة تسمى بالمشتقات المالية، وسيتم توضيح مختلف العناصر المتعلقة بها فيمايلي:

الفرع الأول: أسباب ظهور المشتقات المالية

تزايدت أهمية المشتقات المالية في العقود الأخيرة بسبب التطور الكبير الذي حدث في تكنولوجيا الإتصالات والمعلومات وانعكاساتها على أسواق الأوراق المالية، التي بدخولها فيما يعرف بعض العولمة زادت عمقا، وإتساعا، وقد قادت التطورات الحديثة في عالمي الإستثمار والتمويل، وما صاحبها من تعاضم

ظاهرة تقلب أسعار الفائدة، وأسعار صرف العملات الأجنبية، إلى إبتكار أدوات إستثمارية جديدة، غير الأدوات التقليدية السائدة مثل: الأسهم والسندات، أدوات تسهل عملية نقل المخاطر وتوزيعها، مما يساعد في توفير عنصر السيولة في السوق الثانوي، وبذلك توفر لهذا السوق خاصيتي العمق والإتساع وفي إتجاه يؤدي إلى تحسين كفاءته.⁽¹⁾

وظهر في هذا المجال مصطلح الهندسة المالية، وهي تركز على التحليل والقرارات الدورية الخاصة بالأدوات المالية المختلفة التي تحقق أعلى عائد بأقل مخاطر ومحاولة تغيير الأدوات المالية لتعديلها لتجنب المخاطر وزيادة العائد مثل: تبديل أسهم بأسهم، أو أسهم بسندات، أو عملية أخرى، وذلك حسب تقلبات التوافق بأسواق الأوراق المالية ومتطلباتها، وتبذل فئة متخصصة يطلق عليها " المهندسون الماليون " جهودا كبيرة في تلقي إحتياجات المستثمرين، ورغباتهم الجديدة، عن طريق إبتداع عقود وأدوات إستثمارية مالية جديدة تلبي هذه الرغبات المتطورة، وقد أوصلتهم جهودهم إلى إبتداع ما يسمى عقودا لمشتقات بمختلف أنواعها.

لقد شهدت أسواق المشتقات نموا متزايدا في السنوات الأخيرة تمثل في أرقام خيالية من مليارات الدولارات في قطاع عريض من الأسواق المالية العالمية وذلك كنتيجة لتوفر مجموعة من المقومات والأسباب التي تقف وراء هذا النمو الهائل أبرزها:

- الإعتقاد الراسخ بأن تلك الأدوات إذا ما أحسن إستخدامها، والرقابة عليها، فإنها تساعد المنشآت في إدارة مخاطرها المالية، بشكل يسهم بفعالية في خفض مخاطر أي تغييرات مستقبلية في قيمة الأصول المرتبطة بها، عن طريق نقل عبء هذه المخاطر من طرف يتعرض لها، ولكنه لا يرغب في تحملها (مشتري العقد)، إلى طرف آخر، لا يتعرض لها، ولكنه يرغب في تحملها (بائع العقد)، وذلك مقابل تكلفة معينة تمثل قيمة العقد ذاته.

- لم يقف الأمر عند إستخدام المشتقات لأغراض التحوط ضد المخاطر المالية المختلفة، وإنما تعداها إلى تحقيق غرض المضاربة، وذلك من منطلق الإعتقاد السائد بأن الدخول في عمليات ذات مخاطر محتملة عالية، إنما يعني إمكانية الحصول على عوائد محتملة عالية، وذلك باستغلال التقلبات السوقية المتوقعة، حيث يعتقد المضارب أن الأسعار السوقية للأداة المالية، أو السلعة، أو المؤشر المرتبط، سوف تتغير، وبالتالي فإن الأداة المشتقة يمكنها أن تتيح صافي تدفق نقدي داخل أو يتم بيعها بأرباح.

(1) - أحمد صلاح عطية، آفاق جديدة لمسؤوليات مراجع الحسابات في بيئة العولمة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008، ص519.

- التوقف عن العمل بنظام أسعار الصرف الثابتة، والإتجاه نحو أسعار الصرف المعومة، والمتغيرة، مما خلق الحاجة لوسيلة لمواجهة المخاطر الناتجة عن التقلبات المستمرة في أسعار الصرف (مثل العقود الآجلة لبيع العملات وفقا لأسعار محددة مقدما).
- تطوير العديد من نماذج التسعير كما هو الحال في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ونظرية تسعير عقود الخيار.

الفرع الثاني: تعريف المشتقات المالية

نظرا لكثرة التعاريف التي سيقت لبيان مفهوم المشتقات المالية، وإختلاف تلك التعاريف فيما بينها، فمن المناسب تقديم بعض هذه التعاريف وذلك فيما يلي:

تعرف المشتقات المالية على أنها : "أدوات مالية تعتمد قيمتها على قيم متغيرات أخرى أصلية، أي تشتق قيمتها من قيم تلك الأصول، والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم، والسندات، والعملات، والسلع...الخ، وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب، أو خسائر، إعتقادا على أداة الأصل موضوع العقد، كما تستخدم هذه الأدوات في حماية الشركات من مخاطر التقلبات التي يمكن أن تتعرض لها في مجال أسعار صرف العملات الأجنبية وأسعار الفائدة وبصفة عامة المشتقات هي أدوات إستثمارية جديدة ومتنوعة وسميت بهذا الإسم لأنها مشتقة من أدوات إستثمارية تقليدية مثل الأسهم والسندات حيث تضم المشتقات مجموعة من العقود المالية التي تتنوع وفق طبيعتها ومخاطرها وآجالها.⁽¹⁾ كما عرف صندوق النقد الدولي المشتقات المالية على أنها: "عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، ولكنها لا تقتضي، أو تتطلب إستثمار الأصل المالي في هذه الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار، أو العوائد، فإن إنتقال لملكية الأصل محل التعاقد، والتدفقات النقدية يصبح أمرا غير ضروري".⁽²⁾

وبالنسبة لمحمد مطر المشتقات المالية هي: عبارة عن عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات إستثمارية (أوراق مالية: عملات أجنبية، سلع...الخ)، لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات إستثمارية مشتقة، وذلك في نطاق المصطلح المتعارف عليه حاليا بالهندسة المالية.⁽³⁾

(1)-محفوظ جبار، مريم عديلة، الهندسة المالية والتحوط من المخاطر في الأسواق الصاعدة دراسة حالة السوق الكويتية للخيارات، مجلة العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، العدد 10، لسنة 2010، ص 24-25.

(2)-سيد سالم عرفة، مرجع سبق ذكره، ص 59.

(3)- محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص 296.

وهناك تعريف آخر: " المشتقات المالية هي أدوات تشتق قيمتها من سعر عقد مالي أو معدله أو مؤشر ما، وهذا السعر أو المعدل الأساس، يمكن أن يكون سعر ورقة مالية محددة، أو سعر صرف أجنبي، أو سعر سلعة، أو معدل فائدة، أو مؤشر أسعار أو معدلات". (1)

بناءً على ما سبق، فإن تعريف المشتقات المالية يجب أن يتضمن العناصر التالية:

- المشتقات المالية هي أدوات مالية تشتق قيمتها من أدوات استثمارية تقليدية مثل: الأسهم، والسندات.
- تضم المشتقات المالية مجموعة من العقود المالية التي تتنوع حسب طبيعتها ومخاطرها وآجالها.
- تستخدم المشتقات المالية لغرض إدارة المخاطر، والمراجعة بين الأسواق، وأخيراً المضاربة.

الفرع الثالث: إستخدامات المشتقات المالية

تستخدم المشتقات المالية في مجالات أساسية المشتقات المالية في مجالات أساسية هي:

أولاً-المضاربة: عن طريق إستغلال التقلبات السوقية المتوقعة في أسعار الصرف والفائدة والتأثير المرتبط بذلك على بعض الأصول أو الإلتزامات بما يسمح بتحقيق مكاسب نتيجة حدوث زيادات سعرية في قيمة عقود المشتقات المرتبطة بتلك الأصول أو الإلتزامات. إن الإندفاع المحموم نحو المضاربة باستخدام المشتقات أصبح الشغل الشاغل لقطاع عريض من مديري الشركات خاصة في الآونة الأخيرة.(2)

ثانياً- إكتشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر: تعد المشتقات أداة هامة لتزويد المتعاملين بالمعلومات عما سيكون عليه سعر الأصل الذي برم عليه العقد في السوق الحاضر في تاريخ التسليم. فهي أداة لاستكشاف المستوى الذي يمكن أن يكون عليه السعر في السوق الحاضر في تاريخ التسليم.

ثالثاً-التحوط: تستخدم فيه المشتقات لحماية الإستثمارات من مخاطر التغيرات في الأسعار أو معدلات الصرف أو الفائدة(3)، وهي بذلك تساعد المؤسسات في إدارة مخاطرها بشكل يساهم في خفض مخاطر أي تغيرات مستقبلية في قيمة الأصول المرتبطة بها عن طريق نقل عبء هذه المخاطر من طرف يتعرض لها ولكن لا يرغب في تحملها (مشتري العقد) إلى طرف آخر لا يتعرض لها ولكن لا يرغب في تحملها (بائع مشتري العقد) إلى طرف آخر لا يتعرض لها ولكن لا يرغب في تحملها (بائع العقد) في مقابل تكلفة معينة تمثل تكلفة العقد ذاته.(4)

(1)- مروان شموط وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 165.

(2)- أحمد صلاح عطية، مرجع سبق ذكره، ص 530.

(3)-Pascal alphonse, Gérard Desmulier, pascal grandin, Michel levasseur, **Gestion de portefeuille et marchés financiers**, pearson education, paris, france, 2010, p49.

(4)- أشرف محمد دواية، المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية، بحث منشور على الموقع الإلكتروني:

lconf.uaeu.ac.ae/old_web/papers/28.swf

رابعاً- كفاءة السوق: هناك علاقة تربط بين الأسعار الحاضرة وأسعار المشتقات، فقد ساهم انخفاض تكلفة المعاملات وسهولة التعامل في أسواق المشتقات على قيام عمليات المراجعة (أو الموازنة) فيما بين الأسواق الحاضرة، أو أسواق المشتقات، وهذه العمليات من شأنها إذابة الفروق السعرية بين هذه الأسواق وإتاحة الفرص للربحية من خلالها.

الفرع الرابع: أنواع المشتقات المالية.

يمكن التمييز بين الأنواع التالية من المشتقات المالية:

أولاً-العقود الآجلة

تعتبر العقود الآجلة أحد أنواع عقود المشتقات التي من خلالها بيع أو شراء الأصول (مثال العملات، أسعار الفائدة في تاريخ لاحق، حيث يلزم البائع بأن يسلم المشتري الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق، وبسعر يتم الإتفاق عليه في تاريخ العقد ويسمى هذا سعر التنفيذ).⁽¹⁾

في الأساس العقود الآجلة هي مشتقة بسيطة أي أنها: " إتفاق على شراء، أو بيع أصل، في وقت مستقبلي معين مقابل سعر معين " ويكون العقد عادة بين مؤسستين ماليتين، أو مؤسسة مالية وأحد عملائها من المنشآت، يتخذ أحد الطرفين في العقد الآجل مركزاً طويلاً، ويوافق على شراء الأصل محل العقد في تاريخ مستقبلي محدد مقابل سعر محدد تم الإتفاق عليه، أما الطرف الثاني فيتخذ مركزاً قصيراً ويوافق على بيع الأصل في نفس التاريخ مقابل نفس السعر، ويشار للسعر المحدد في العقد الآجل مركزاً طويلاً ويوافق على شراء الأصل محل العقد في تاريخ مستقبلي محدد مقابل سعر محدد تم الإتفاق عليه

أما الطرف الثاني فيتخذ مركزاً قصيراً ويوافق على بيع الأصل في نفس التاريخ مقابل نفس السعر، ويشار للسعر المحدد في العقد الآجل باسم سعر التسليم ووقت الدخول في العقد يتم إختيار سعر التسليم حيث تكون قيمة العقد الآجل بالنسبة للطرفين ويعني ذلك أن إتخاذ مركز قصير أو طويل لا يكلف شيئاً، وتتم تسوية العقد الآجل عند إستحقاقه حيث يقوم حائز المركز القصير (البائع) بتسليم الأصول إلى حائز المركز الطويل مقابل مبلغ نقدي لسعر التسليم، ومن المتغيرات الرئيسية التي تقدر قيمة أي عقد آجل في وقت ما السعر السوقي للأصل، تكون قيمة العقد الآجل معدومة عند الدخول فيه في بادئ الأمر، وفيما بعد تكون له قيمة موجبة أو سالبة حسب التحركات في سعر الأصل على سبيل المثال تستخدم البنوك العقود الآجلة في عمليات بيع، وشراء العملة، من أجل توفير سيولة نقدية من عملة غير متوفرة لدى البنك (أرصدة لحظية منها)، كما تقوم البنوك لتجنب مخاطر، وتقلبات سعر

(1)- محمود سحنون، محسن سميرة، مخاطر المشتقات المالية ومساهماتها في خلق الأزمات، مداخلة مقدمة إلى الملتقى

الدولي الأزمة المالية والاقتصادية الدولية، جامعة سطيف ، الجزائر، ايام 21/22 أكتوبر 2009، ص3.

الصرف، باستخدام العمليات الآجلة عن طريق تغطية مراكز نقدية مفتوحة تتطلبها أغراض العميل والتي تهدد المحتفظين بمراكز نقدية غير مغطاة بخسائر فادحة، إلى جانب ما تجنيه البنوك من أرباح (غير متوقعة) نتيجة استخدام إستراتيجية العمليات الآجلة التحديد المسبق لتكلفة السلعة المستوردة، والمصدرة عن طريق الشراء أو البيع الآجل للمبالغ المتوقع سدادها خلال فترة مستقبلية (آجلة).

ثانياً- عقود الخيار

هي عبارة عن إتفاقيات تعاقدية يمنح بموجبها البائع (مصدر الخيار) الحق وليس الإلتزام، للمشتري (المكتب بالخيار) لبيع أو شراء عملة، أو بضاعة، أو أداة مالية، بسعر محدد سلفاً في تاريخ مستقبلي محدد، وفي أي وقت خلال الفترة الزمنية المنتهية في ذلك التاريخ.⁽¹⁾

إن عقد الخيار ينظر إليه في حد ذاته باعتباره أداة، أو ورقة مالية يتم تداولها في سوق الأوراق المالية، ويتأرجح سعرها هبوطاً، وصعوداً، مع أي تقلب في القيمة السوقية للأصل، أو الإلتزام المشتق منه، ومن هنا يتم استخدامه بكثافة في عمليات التحوط، أو المضاربة، بدورها تنقسم الخيارات عموماً إلى:

1- تقسيم الخيارات على أساس موعد التنفيذ: يمكن التمييز بين:

● **عقد الخيار الأمريكي:** هذا النوع من الخيارات يعطي لحامله المستثمر الحق في شراء أو بيع مجموعة من الأوراق المالية بسعر متفق عليه مقدماً، حيث أنه بالإمكان تنفيذ هذا العقد في أي لحظة منذ شرائه، وحتى قبل التاريخ المحدد لتنفيذه أو هو بمثابة إتفاق يعطي لأحد الطرفين الحق في بيع أو شراء عدد من الأسهم، و السندات، أو العملات الأجنبية من الطرف الآخر بسعر متفق عليه مقدماً، حيث يتم تنفيذه خلال الفترة التي تتم بين إبرام الإتفاق حتى التاريخ المحدد، علماً أن هذه التسمية لا ترتبط بالبلد الذي يتعامل فيه بهذه العقود فهناك خيارات أوروبية يتعامل بها في أمريكا⁽²⁾.

● **عقد الخيار الأوروبي:** يشبه هذا العقد عقد الخيار الأمريكي، ما عدا موعد التنفيذ، فإنه غير مسموح به إلا في التاريخ المحدد سلفاً، مما يعني إستطاعة مشتري حق الخيار أن يمارس حقه في التنفيذ في اليوم الأخير من إستحقاق العقد، ولا يعني هذا الخيار أنه مستعمل في أوروبا فقط، فهو مستعمل في أي بورصة مالية، مما تقدم نلاحظ أن الخيار الأمريكي يمكن ممارسته في أي وقت قبل موعد تنفيذ التاريخ، أما الخيار الأوروبي يختلف عن الأمريكي حيث يمكن ممارسته فقط في تاريخ التنفيذ.

(1)- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية المفاهيم إدارة المخاطر المحاسبية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، مصر، 2010، ص 66 .

(2)- هشام فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية، ط1، دار الوراق، عمان، الأردن، 2008، ص 96.

2- تقسيم الخيارات وفقا لنوع الصفقة: تنقسم الخيارات إلى:

● **حق إختيار الشراء:** يعطي لحامله خيارا، وليس إلزاما، شراء كمية معلومة من الأصول كالأوراق المالية، أو السلع النقدية، بسعر محدد في عقد الخيار خلال مدة سريان العقد بالنسبة للخيار الأمريكي، مقابل عمولة تدفع للجهة التي تصدر العقد، عادة يصطلح بأن بائع خيار الشراء يأخذ وضعا قصير الأجل لأنه يتوقع إنخفاض سعر الورقة المالية أو السلع موضع عقد الخيار، بينما مشتري خيار الشراء يأخذ موضع طويل الأجل لأنه يتوقع إرتفاع سعر الورقة المالية.

يتحدد في عقد خيار الشراء الآتي :

- نوع وكمية الأصول التي يشملها خيار الشراء .

- تاريخ إنتهاء صلاحية عقد الخيار .

- نوع الخيار إن كان أمريكيا أو أوروبيا .

- سعر التنفيذ وهو السعر الذي يتم عليه ممارسة شراء الأصل بموجب العقد .

- رسم أو عمولة الشراء للجهة التي تصدر للعقد، وهذه تحدد وفقا لمنهجيات تسعير عقود الخيارات .

● **حق إختيار البيع:** يعطي حامله خيار بيع كمية محددة من الأوراق المالية، أو أصول نقدية، أو سلعية، سعر تنفيذ محدد في عقد الخيار خلال فترة العقد (بالنسبة للخيار الأمريكي)، أو عند إنتهاء فترة العقد (بالنسبة للخيار الأوربي)، يتضمن عقد خيار البيع نفس الخصائص المحددة في عقد خيار الشراء أعلاه⁽¹⁾.

3- تصنيف الخيارات على أساس ملكية الأوراق المالية: تنقسم إلى: ⁽²⁾

● **الإختيار المغطى:** هو إختيار شراء، أو بيع، أو كلاهما معا، يكون فيه محرر العقد مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.

● **الإختيار غير المغطى:** هو حق إختيار شراء، أو بيع، أو كلاهما معا، لا يكون فيه المستثمر مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنه.

ثالثا-العقود المستقبلية

يعرف العقد المستقبلي على أنه إتفاق بين طرفين: الطرف البائع، يطلق عليه صاحب المركز

القصير والطرق المشتري يطلق عليه صاحب المركز الطويل⁽³⁾ ويقضي الإتفاق أن سلم البائع للمشتري

(1)- ابراهيم أحمد أنور، عقود الخيارات وإدارة المخاطر في أسواق السلع، بحث منشور متوفر على الموقع الإلكتروني:

<http://conference.qfis.edu.qa/app/media/335>

(2)- محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها: مدخل التحليل الأساسي والفني، مرجع سبق ذكره، ص 310

(3)- فاطمة الزهراء طاهري، العقود المستقبلية كوسيلة لتسيير مخاطر السعر في الأسواق الزراعية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد5، جوان2009، ص161.

أصل سلعة ما في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التسليم وذلك على أساس سعر يتفق عليه لدى التعاقد، وعلى طرفي أن يودع لدى السمسار الذي يتم التعامل معه مبلغا نقديا يمثل نسبة ضئيلة من سعر العقد، يطلق عليها الهامش المبدئي والغرض منه إثبات الجدية وحسن نية الطرف، كما يستخدم لأغراض التسوية اليومية، إذا ما تعرض أحد الطرفين للخسائر نتيجة سعر الوحدة محل العقد في غير صالحه، فالعقد المستقبلي هو عقد بين بائع ومشتري للتعامل على أصل معين، قد يكون في صورة نقدية أو أوراق مالية حكومية، مثل: أذون الخزانة والسندات الحكومية، وذلك لإثبات الجدية وحسن النية، وأيضا لحماية الطرف الآخر، ضد مخاطر التوقف عن الوفاء.

رابعا - عقود المبادلة: Swap

هو إتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية فعلى سبيل المثال الطرف (A) يوافق على دفع معدل فائدة ثابت على مبلغ معين (فرضنا مليون دولار) كل سنة لمدة 5 سنوات وذلك لطرف آخر وليكن (B) والطرف (B) سوف يدفع سعر فائدة عائم (أي سوقي ويعتمد على تفاعل قوى العرض والطلب) على نفس المبلغ المحدد وهو مليون دولار وذلك كل سنة لمدة 5 سنوات، وترتبط التدفقات النقدية التي يدخل فيها أطراف العقد عادة بأداة دين أو بقيمة عملات أجنبية⁽¹⁾.

(1)- Christine Lambert, **les techniques des marchés financiers 80 cas règles corrigés**, édition marketing, paris, france, p8.

المبحث الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية، مؤشرات أدائها وكفاءتها

إن الأطراف الأساسية في سوق الأوراق المالية هي تلك العناصر، أو الوحدات التي تصدر أوراقا مالية (الوحدات المقترضة)، وذلك في مواجهة الوحدات المقرضة (المستثمرون)، التي تقوم باستثمار أموالها في إقامة مشاريع، أو مؤسسات، تعود عليها بالنفع الوفير، ولكي تتم تلك العملية يتعين توفر وسطاء ماليين يمكن من خلالهم نقل الموارد المالية من المدخرين إلى المستثمرين، وتوافر إطار تشريعي، ومؤسسي، يكفل رقابة، وتنظيم تلك العملية بحيث تتم المعاملات بصورة سليمة، وهنا ينبغي القول أن مراقبة الوسطاء، والأطراف المتدخلة الأخرى، والإشراف على سير العمليات التي تجري في سوق الأوراق المالية، ليس بالأمر السهل، فالتنظيم والتحكم في إدارة أسواق الأوراق المالية يلعب دورا رئيسيا بارزا في نجاح البورصات، بل إن ذلك التنظيم يؤثر على كفاءة سوق الأوراق المالية مما ينعكس كذلك إيجابا على أدائها، لتوضيح ما سبق سيتم التعرض في هذا المبحث لتنظيم سوق الأوراق المالية، مؤشرات أداء ها، وأخيرا كفاءتها.

المطلب الأول: تنظيم سوق الأوراق المالية

إن التنظيم الجيد لأسواق الأوراق المالية يسمح بتسهيل التعاملات ويسهل تحويل الأموال المدخرة إلى أموال مستثمرة، وفيما يلي نتناول هذا التنظيم بشيء من التفصيل.

الفرع الأول: المتدخلون في سوق الأوراق المالية

تتكون سوق الأوراق المالية من ثلاث فئات رئيسية هي:

- فئة المقرضين أو المستثمرين.
- فئة المصدرين أو المقترضين.
- فئة الوسطاء.

من خلال الفئات السابقة يتم إنسياب التدفقات المالية بين عارضي وطالبي الأموال. وقد تناسب هذه الأموال إما بصورة مباشرة (إصدارات مباشرة أو قروض) أو بصورة غير مباشرة (عبر فئة الوسطاء).

أولا- فئة المقرضين (المستثمرين)

هم تلك الهيئات التي يتجلى دورها في الحياة الإقتصادية في تجميع المدخرات الآتية من مختلف القطاعات في الدولة، وتقوم بتوظيف هذه المدخرات في شكل أوراق مالية، ويعتبرون كذلك من أكبر المالكين للسيولة، ومن أهم المتدخلين في سوق الأوراق المالية. (1)

(1)- جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، الجزء الثالث، ط1، دار هومة، الجزائر، 2002، ص ص 8-9.

هذه الفئة تقوم بالإستثمار في سوق الأوراق المالية إذا ما إستطاعت الحصول على عوائد مقبولة إضافة إلى توفر عاملي الأمان والسيولة في آن واحد وأهم هؤلاء المستثمرين: الأفراد المستثمرون التأسيسيون Institutional Investors ، ويتكون هؤلاء أساسا من البنوك وشركات التأمين، هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية، صناديق الإستثمار ونوادي الإستثمار التي لديها إحتياجات نقدية كبيرة تحتاج إلى إستثمارها.

ثانيا-المقترضين (المصدرين)

هي الفئة التي تحتاج إلى أموال حيث تؤمن هذا الإحتياج عن طريق إصدار الأوراق المالية القابلة للتداول. (1)

يشترط في مصدر هذه الأوراق أن يكون مؤسسة أو بيت سمسرة أو شركة إستثمار، كما يمكن أن تتضمن الأوراق المالية بعض السندات الصادرة عن الهيئات الخاصة أو الحكومية (البنك المركزي-الخزينة)، ويمكن تقسيم إصدارات الأوراق المالية إلى:

- إصدارات أهلية: هنا تصدر الأوراق المالية من قبل مؤسسات، أو شركات مالية، في شكل أسهم عادية، أو ممتازة أو في شكل سندات خاصة.
- إصدارات حكومية: الأوراق المالية تكون صادرة عن هيئات حكومية مثل: البنوك المركزية، أو وزارة المالية.

● إصدارات دين وإصدارات ملكية: يعتبر الإصدار دينا إذا رتبت الورقة المالية المصدرة لحاملها حقا لدائنيه وينقضي هذا الحق بانقضاء الدين، ويعتبر الإصدار حق ملكية إذا رتبت الورقة المالية المصدرة لحاملها نفس حقوق الملاك في حجة الإصدار لذا من المنطقي أن تنعكس القيمة الإسمية لإصدار الدين في شكل زيادة في خصوم جهة الإصدار، بينما تنعكس القيمة الإسمية لإصدار حق الملكية في شكل زيادة رأس المال. (2)

● إصدارات مضمونة وغير مضمونة: هذا التقسيم يتم حسب درجة ضمان الورقة المالية، فهناك إصدارات تكون مضمونة بأصول حقيقية كالعقارات والمعدات مثلا: كتأمين حق المقرض في الحصول على الدين، وفوائده، وعادة ما يتوافق شرط الضمان مع إصدارات الدين متى كانت من النوع طويل الأجل، أما السندات العادية تصدر حسب نصيبه من رأس مال الشركة.

(1)-خيرة الداوي، تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية ما بين الفترة 2005-

2009، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2011-

2012، ص 26.

(2)-محمد سحنون، الإقتصاد النقدي والمصرفي، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع، قسنطينة، الجزائر، 2003، ص 136.

● **إصدارات مسجلة (إسمية) وإصدارات لحاملها:** يكون الإصدار إسمياً متى تم تسجيل إسم المستثمر على الصك، ويكون لحامله متى كان خالياً من إسم المستثمر وإنما يحمل عبارة لحامله. ومتى كان الصك المصدر إسمياً فإن أي تصرف قانوني يجري عليه لا بد أن يكون من قبل الشخص المثبت عليه إسمه، أما إذا كان لحامله فتخضع التصرفات القانونية التي تجري على الصك لآخر من يحمله أياً كانت طريقة حيازته له. (1)

ثالثاً- الوسطاء الماليون

يمكن توضيح فكرة الوسطاء الماليين من خلال العناصر الموالية:

1- ماهية الوسطاء الماليين: يقوم الوسطاء في سوق الأوراق المالية بدور حلقة الوصل بين جمهور المستثمرين في الأوراق المالية من جهة والجهات المصدرة للأوراق المالية من جهة أخرى، ويقوم بدور الوسيط عادة شخص طبيعي، أو معنوي، بشرط أن يكون مرخصاً بموجب قانون سوق الأوراق المالية، وأنظمتها، وتعليماتها، وتضم فئة الوسطاء في العادة ثلاث مجموعات هي: السماسرة، صانعو الأسواق ومتعهدوا تغطية الإصدارات المالية. (2)

كل من يقصد الوسطاء العاملين في سوق الأوراق المالية مهما كان شكلهم أفراد أو شركات أو غيرهم من الأشكال يجب أن يحدد مسبقاً طبيعة العمليات المالية أي يحدد فيما إذا كان يريد(3):

- **التعامل فقط:** حيث يقوم الوسيط بتنفيذ أوامر الزبون من بيع وشراء للأوراق المالية المختارة من طرفه، دون إعطاء رأيه حول تلك الأوراق كما يسهر على تمام الصفقة أي يتأكد من أن المشتري قد تحصل على أوراقه، وأن البائع قد تحصل على المبلغ المقابل لذلك.
- **تقديم الإرشادات والنصائح:** حيث يمكن للمستثمر أن يناقش مع الوسيط مزايا وعيوب الشركات التي يريد الإستثمار في أوراقها، كأن يشتري يحتفظ أو يبيع أسهمها، كما يمكن له أن ينصحه عن نوع معين من الأوراق المالية الموجودة في محفظته.
- **التسيير:** حيث يقوم الوسيط بتسيير المحفظة المالية كلية، على أن يقدم للمستثمر المعني بصورة دورية كافة المعلومات عن الصفقات البرمة من بيع وشراء، قيمة المحفظة والأرباح المحصلة وغيرها من المعلومات.

(1)- رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سبق ذكره، ص 39.

(2)- محمد براق، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي، بحث مقدم إلى الندوة العلمية الدولية حول: التكامل الإقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية الأوروبية، كلية العلوم الإقتصادية والتسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 8-9 ماي 2004، ص 15.

(3)- جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، الجزء الثالث، الطبعة الأولى، دار هومة، الجزائر، 2002، ص ص 8-9.

2- أنواع الخدمات التي يقدمها الوسطاء الماليون: يمكن حصر الخدمات التي يقدمها الوسطاء المتعاملون في سوق الأوراق المالية بشكل عام فيما يلي:

● السمسرة Brokerage:

يلعب السماسرة دورا حيويا في أسواق الأوراق المالية وقد كانت العلاقة بين السماسرة والمستثمرين علاقة قوية تعتمد على الإتصال الشخصي، أما في الوقت الحاضر ومنذ بداية التسعينات من القرن الماضي أصبحت العلاقة بين الطرفين علاقة غير مباشرة حيث إتجه المستثمرون نحو الإتصال بالهاتف أو بواسطة الحواسب الآلية، وعندما يقوم الوسيط المالي بدور السمسار **Broker**، فإنه يؤدي خدماته للعميل في حدود أنواع الأوامر التي يصدرها إليه العميل وتختلف الأوامر التي يصدرها المتعاملون في السوق إلى السماسرة أو الوسطاء تبعا لاختلاف الصلاحيات التي تمنح للوسيط في تنفيذ الأمر. (1)

● صناعة السوق Market Maker:

صناع السوق هم جهات مرخص لها بالعمل باستمرار على تحديد سعر لسهم معين هو منخصص به أو أكثر، بهدف تحقيق عرض وطلب (سيولة) دائمة ومستمرة على ذلك السهم، ويلتزم صانع السوق في كل يوم من أيام التداول بوضع أسعار معلنة لشراء، وبيع ورقة مالية معينة أو أكثر بحيث يفصل هامش صغير بين السعرين، ويشترط في صانع السوق ما يلي:

- أن يكون متواجدا على مدى طويل.
- أن تكون لديه القدرة على تأمين كمية الأسهم المطلوبة.
- أن يكون لديه نظام إشرافي وتنفيذي.
- يجب أن تكون علاقة صناع السوق عكسية مع إتجاه السوق، لأن صناعة السوق هي خلق إستقرار واضح للسوق. (2)

الفرع الثاني: العمليات المرتبطة بسوق الأوراق المالية

يقصد بها تلك العمليات المتعلقة بشراء أو بيع القيم المنقولة في البورصة ويمكن تقسيم العمليات حسب الإلتزامات الزمنية المترتبة عن الصفقات المبرمة في سوق الأوراق المالية إلى نوعين رئيسيين هما:

● العمليات العاجلة (الفورية).

● العمليات الآجلة .

(1)- محمد الحناوي، نهال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الإستثمار، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2006، ص 37.

(2)- رمضان الشراح، صناع السوق التجريبية الكويتية، متوفر على: www.uniovrivest.org/A/MARKET/A/1Markers%20Makers2.doc

أولاً- العمليات العاجلة

هي تلك التي تتم فوراً، وذلك بأن يلتزم كل من المتعاقدين بتنفيذ عقودهما، فيسلم البائع الأوراق المالية، والمشتري ثمنها حالاً، أو في مدة لا تتجاوز 48 ساعة، وحينئذ يحتفظ المشتري بها، ويستفيد من أرباحها ويتحمل خسارتها كذلك، وتقوم البورصة بإتمام الصفقة بصفتها الوكيل عن الطرفين، ويرسل أوراق الطرفين للتوقيع عليها. (1)

يجب أن تتضمن أوامر البورصة في العمليات العاجلة العناصر التي من شأنها أن تعين يكل وضوح الصفقة كبيان نوع، وصفة الورقة المالية، وكمية الأوراق المالية المطلوبة، أو المعروضة، وتحديد السعر الذي يرغب المتعامل في البورصة أن ينفذ أوامره بموجبه، ويجري تحديد نوع الورقة المالية موضوع الصفقة بكل دقة كبيان ما إذا كان المقصود أسهم رأسمال، أسهم للبيع، أسهم عادية أم أسهم إمتياز، وإذا كانت الأوراق المالية موضوع الصفقة هي سندات قروض يجب أن يبين تاريخ الإصدار ونسبة الفائدة والحقوق المنبثقة عن السند.

ثانياً-العمليات الآجلة

تتميز العمليات الآجلة بأن دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية لا يتم لدى عقد الصفقة، بل بعد فترة تعين مسبقاً، تدل على موعد التصفية، وتجري هذه التصفية عادة في كل شهر مرة، وذلك قبل آخر جلسة من جلسات البورصة، حيث تسوى الصفقات نهائياً بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية بيعاً، وشراءً، ويتم دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية فعلياً خلال عدة أيام من تاريخ التصفية، ولما كان دفع الثمن وتسليم الأوراق الآجلة يتم بعد فترة يختلف بدؤها حسب الإتفاق المعقود بين لطرفين، فإن أنظمة البورصة إشترت على المتعاملين في السوق الآجلة تقديم تأمين مالي حتى إبرام الصفقة نهائياً بشكل لا يلحق الضرر بأحد المتعاقدين ويدعى هذا التأمين بالتغطية. (2)

تنقسم العمليات الآجلة إلى:

1- العمليات الباتة والقطعية: هي التي يتم تحديد موعد لتنفيذها يسمى موعد التسوية النهائية حتى موعد لاحق. يجب أن تتضمن أوامر البورصة في العمليات الباتة نوع، ووصف الورقة المالية، كبيان صفة الأسهم، والسندات، كما أن اللوائح تحدد الحد الأدنى للأوراق المالية التي يمكن إجراء الصفقة عليها.

2- العمليات الآجلة بشرط التعويض: هي تلك التي تخول للمتعاملين إما تنفيذ الصفقة في تاريخ الصفقة أو الإمتناع عن تنفيذ الصفقة في تاريخ التصفية لقاء تعريض يعين مقداره مسبقاً. ويسمى اليوم

(1)- علي محي الدين القرة داغي، الأسواق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، متوفر على الموقع:

<http://qaradaghi.com>

(2)-شمعون شمعون، البورصة بورصة الجزائر، دار أطلس للنشر، الجزائر، 1993، ص 55.

الذي يسبق تاريخ التصفية بيوم جواب الشرط.⁽¹⁾

3- البيع الشرطي مع خيار البائع: في هذا النوع من البيع يحق للبائع في يوم جواب الشرط. إما تنفيذ الصفقة أو التنازل عنها مقابل دفع تعويض متفق عليه للشاري، في هذه الحالة يتمتع البائع بمركز مختار بالنسبة للشاري فإذا إنخفضت الأسعار عن سعر البيع كان البائع غير محدود إما إذا ارتفعت الأسعار فخسارته غير محدودة في حال إنخفاض السعر.

4- العمليات الآجلة بشرط الإنتقاء: تتميز هذه العملية في أن المتعاملين لهم الخيار بموجب هذا الشرط في إبرام الصفقة في موعد التصفية بصفتهم من الشارين أو البائعين لقيمة من الأوراق المالية المتفق عليها مسبقاً، فترتكز هذه العملية الآجلة على سعرين وللمتعامل الخيار، الشراء بالسعر الأعلى أو البيع بالسعر الأدنى.

الفرع الثالث: الأوامر في سوق الأوراق المالية

لا يمكن تناول تنظيم سوق الأوراق المالية من دون استعراض ماهية الأوامر في سوق الأوراق المالية.

أولاً- مفهوم الأوامر

يعتبر الأمر بمثابة التفويض الذي يمنحه المستثمر للوسيط المالي (وكيل، شركة... الخ)، بغرض شراء، أو بيع الأوراق المالية المتداولة بصفة عامة يتطلب هذا التفويض تحرير أمر مكتوب يحتوي عادة على أهم التوجيهات للمستثمرين المتعلقة بالعمليات التي يقوم بها الوسيط، إذ يقوم المتدخلون في سوق الأوراق المالية بتحرير الأوامر لعقد الصفقات المختلفة، بغرض تحقيق الأرباح وتنويع محافظهم المالية، والحصول على مصادر التمويل وغيرها من الأغراض التي تختلف باختلاف المتدخل المستثمر.⁽²⁾

إن أوامر البيع، والشراء في سوق الأوراق المالية تعتبر نقطة البدء في معاملاتها، وبمقتضاها يصدر أمر من العميل إلى السمسار الذي يختاره، يخطر فيها برغبته في إجراء عملية من عمليات سوق الأوراق المالية ويسمى الأمر شراء إذا كانت رغبة العميل هي الشراء، ويسمى أمر بيع إذا كان غرض العميل هو البيع.⁽³⁾

يشترط في أمر البورصة أن يكون صادراً عن شخص تتوفر فيه الأهلية، ولذلك لا يكون أمر البورصة صحيحاً إذا صدر عن شخص عديم الأهلية، أو منعدم الأهلية أو الرضا أو كان إرضاءه معيباً أو منقوصاً لذلك فإن من واجب شركة السمسرة التحقق من هذه الشروط خاصة.

(1)- خيرة الداوي، مرجع سبق ذكره، ص 60.

(2)- جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، مرجع سبق ذكره، ص 76.

(3)- محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص 123.

ثانياً - أنواع وتقسيمات الأوامر: يمكن تقسيم الأوامر إلى أربع مجموعات هي:

1- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ: يقصد بها تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفيصل في تنفيذ الصفقة من عدمه حيث يضع العميل سعراً معيناً لتنفيذ الصفقة، لكن من عيوبها أن سعر السوق قد لا يصل إلى السعر المحدد وبالتالي لا تنفذ الصفقة، حتى وإن كان سعر السوق مساوياً للسعر المحدد فإن قاعدة الوارد أولاً ينفذ أولاً قد يعني عدم إمكانية عدم إمكانية تنفيذ الأمر بالسعر المعلن إذا كان ترتيبه متأخراً. (1)

في هذا الصدد يوجد بديلان من الأوامر:

● **أوامر السوق:** يتم تنفيذ أوامر السوق بأقصى سرعة ممكنة وعلى أساس أفضل سعر يمكن الحصول عليه في السوق، وفي حالة أمر الشراء يكون أفضل سعر هو أقل سعر يمكن الحصول أما في حالة البيع يكون أعلى سعر هو أفضل سعر للبيع ويأخذ أمر الشراء على أساس سعر السوق (2).

ورغم تميز أوامر السوق بسرعة التنفيذ إلا أن معرفة المستثمر بالسعر الذي تم على أساسه التنفيذ الفعلي للصفقة يتم الحصول عليه من السمسار بعد أن يحصل الأخير على التأكيد الخاص بإتمام العملية، ويظهر العيب بشكل ملموس عند التعامل في الأوراق المالية غير النشطة، أو الأوراق المالية ذات الأسعار المتغلبة. (3)

● **الأوامر المحددة:** نظراً لأن الأمر لا يتضمن سعراً معيناً فإن الصفقة عادة ما تنفذ في دقائق محدودة، من مزاياها السرعة وضمان التنفيذ، ومن عيوبها أن عدم معرفة العميل بالسعر إلا عند إخطاره به، ولكن في الأسواق ذات الكفاءة العالية لا تكون لتلك العيوب وزن على أساس أن التغيرات السعرية من لحظة لأخرى عادة ما تكون محدودة.

2- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ: هي تلك الأوامر التي يكون الزمن هو الفيصل في تنفيذها أو عدم تنفيذها، وقد تكون مدة الأمر يوماً أو أسبوعاً أو شهراً، أو قد يكون الأمر مفتوحاً. (4)

● **الأوامر المحددة بيوم واحد:** يستمر الأمر لمدة يوم واحد في التعامل، وهو ساري المفعول حتى يتم إنتهاء اليوم الواحد، أو حتى يتم تنفيذه، أو إيقافه بواسطة العميل، ويقوم السمسار بإدخال كافة الأوامر التي ترد إليه كأوامر لمدة يوم واحد. (5)

(1) - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر، الأردن، 2008، ص 88.

(2) - Didier vitrac, **parler en bourse en 2000 mots**, gualino, france, 2010, p238.

(3) - صلاح الدين جودة، مرجع سبق ذكره، ص 45.

(4) - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 129.

(5) - صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص 48.

● **الأوامر المحددة بأسبوع أو شهر:** بالنسبة للأمر الذي مدته أسبوع، فإنه ينتهي نهاية الأسبوع الذي صدر فيه، كذلك الأمر الذي مدته شهر، ينتهي سريانه بنهاية الشهر الذي صدر فيه.

● **الأوامر المفتوحة:** يظل الأمر ساري المفعول حتى يتم تنفيذه أو إلغاؤه غالباً ما يشار إليه بـ "ساري حتى الإلغاء" وغالباً ما يرتبط الأمر المفتوح بالأوامر محددة السعر ويتطلب إصدار الأمر المفتوح أن يكون المستثمر على دراية بظروف العرض والطلب وأن يشعر المستثمر بالثقة الكافية بأن إعطاء مزيد من الوقت الكافي للأمر سيؤدي إلى تنفيذه في ظل ما هو محدد به من شروط.

3- **الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ:** هي تلك الأوامر التي يكون فيها الزمن فيصلاً في تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها، وتتراوح مدة الأمر بين يوم أو أسبوع أو شهر أو قد يكون الأمر مفتوحاً (لا يوجد تاريخ للتنفيذ). (1)

4- **الأوامر الخاصة:** هي تلك الأوامر التي تقيد من حرية السمسار بالأوامر التي لا تنفذ إلا إذا بلغ سعر الورقة المالية مستوى معين و تعدها، وقد يضع العميل حداً أدنى لسعر البيع وحد أقصى لسعر الشراء ولا يتم التعامل إلا بذلك أو أفضل منه. (2)

تتفرع الأوامر الخاصة إلى: (3)

● **أوامر الإيقاف (Stop ORDER):** لا تنفذ إلا إذا بلغ السهم سعراً معيناً أو تعدها، ويوجد نوعان من أوامر الإيقاف:

- **النوع الأول:** أوامر تتعلق بالبيع: يصبح لزاماً على السمسار أن ينفذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم إلى المستوى المحدد أو إنخفض عنه.

- **النوع الثاني:** أوامر تتعلق بالشراء: يقوم السمسار بشراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معيناً أو تعدها.

● **أوامر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال:** يترك للسمسار الحق في إبرام الصفقة حسب ما يراه، وعادة ما يقتصر التعامل بهذا النوع من الأوامر على العملاء الذين تتوفر لديهم ثقة كاملة في أمانة، وكفاءة السمسار، وقدرته على الحكم.

المطلب الثاني: مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية

يقاس أداء أسواق الأوراق المالية بواسطة مجموعة من المؤشرات نتعرف عليها من خلال العناصر

التالية:

(1) - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 88.

(2) - محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص 126.

(3) - متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 172.

الفرع الأول: تعريف مؤشر سوق الأوراق المالية STOCK MARKET INDEX

نظرا لكثرة التعاريف التي سيقف لبيان مفهوم مؤشر سوق الأوراق المالية، واختلاف تلك التعاريف

من جهة شموليتها و وضوحها، فإن من المناسب تقديم بعض هذه التعاريف فيما يلي:

يعرف المؤشر على أنه : " أداة تستعمل للتعرف على اتجاهات، وسلوك السوق المالية بصدق، أو كأداة

لقياس التغيرات في الأسعار، ومحاولة التنبؤ بها من خلال استخدام المؤشرات المالية". (1)

كذلك عرف المؤشر على أنه : " قيمة تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية، ويتم تكوين

المؤشر، وتحديد قيمته في مرحلة البداية، ثم تتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة رسمية،

وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء إلى الأعلى أو الأسفل، إذ يعكس المؤشر أسعار السوق

وإتجاهاتها، وليس الورقة المالية، والذي يعطي بدوره مؤشرا واضحا للإقتصاد ككل". (2)

وهناك تعريف آخر : " 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 إختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال الذي

يستهدف المؤشر قياسه". (3)

كذلك عرفت على أنها : " مؤشرات إحصائية تستخدم كمعيار لقياس الأداء الكلي لسوق الأوراق

المالية حسابها وعدد الأدوات المالية وتختلف هذه المؤشرات من حيث أسلوب حسابها وعدد الأدوات

المالية التي تعتمد لغرض إستخراج المؤشر، وهناك مؤشرات عامة ذات شهرة دولية تستخدم من قبل

الكثير من المستثمرين لتقدير اتجاهات السوق ومستوى الأسعار للفترات القادمة والمؤشر المالي هو الذي

يعبر عن مجموع قيم الأسهم المتداولة في سوق معين". (4)

على أنها مجموعة من الأدوات المهمة التي يسترشد بها المستثمرون في الأسواق المحلية والدولية

من أجل توقيت إستثماراتهم و تنفيذها، كذلك في رصد التطورات التي تستهدفها الأسواق ودرجة فعاليتها

(تقييم أسواق الأوراق المالية)، وبالتالي التعرف على اتجاهات الأداء فيها، ومقارنتها بغيرها من الأسواق

(1)-حسين قبلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية (دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية)، مجلة العلوم

الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، العدد 11، 2011، ص 94.

(2)-عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص 174.

(3)-Robert fernandier , vincent KOEN, **Marchès de capitaux et technique financieres**, 4e édition, ECONOMICA, paris ,france ,1997 ,P 248.

(4)- حسين قبلان، مرجع سابق، ص 96.

المالية)، الأمر الذي يمنح فرصة أخرى للمستثمرين لاتخاذ قرارات الإستثمار". (1)
بناء على التعاريف السابقة فإن:

- المؤشر هو عبارة عن قيمة تقيس مستوى الأسعار في السوق.
- المؤشر يقيس مستوى الأداء الكلي لسوق الأوراق المالية.
- تساعد المؤشرات المستثمرين على إتخاذ قرارات الإستثمار.
- تمكن المؤشرات من التعرف على إتجاهات الأداء في سوق الأوراق المالية.

الفرع الثاني: مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية

هنالك عدة مؤشرات يتفق عليها الإقتصاديون لقياس أداء سوق الأوراق المالية، ولمعرفة درجة تقدم السوق و نضجها، فإن هنالك مجموعة من المؤشرات تعبر عنها، وفي الوقت نفسه تعكس أدائها وتستخدم هذه المؤشرات أو المعايير لقياس مدى تحقيق السوق لأهدافه، ومن أهم المؤشرات التي يمكن أن تعبر عن درجة سوق الأوراق المالية ونضجها وتقدمها هي:

أولاً- المؤشر العام لأسعار الأسهم

هو مؤشر احصائي يستخدم لقياس الأداء الكلي للسوق الذي يتم إحتساب المؤشر له، والذي يتكون من معدل أسعار مجموعة من الأسهم يفترض إنها تستخدم كمقياس للحركة العامة لسوق الأوراق المالية. (2) ويكتسب المؤشر العام لأسعار الأسهم أهمية كبيرة لمختلف المتعاملين في سوق الأوراق المالية، إذ جرت العادة في تقييم نشاط السوق و لاسيما من طرف المستثمرين متابعة مؤشرات الأسواق، مما يساعدهم في تحديد قراراتهم الإستثمارية بالنسبة للبيع والشراء، وإلى أبعد من ذلك أصبحت المقارنة بين كفاءة الأسواق تتم من خلال هذه المؤشرات، وغالبا ما تنتشر الصحف العالمية المختلفة يوميا قائمة بمختلف التطورات الطارئة على أسعار الأسهم، الأمر الذي يعطي صورة واضحة للمستثمرين عن أوضاع إستثماراتهم، وبالتالي في زيادة توجيه أموالهم نحو الأسواق الأكثر كفاءة، و إستقرارا.

ثانيا- مؤشر حجم السوق : غالبا ما يقاس حجم السوق بمؤشرين أساسيين هما:

1- مؤشر القيمة السوقية (معدل رسملة السوق): تقاس بقيمة الأسهم المدرجة في السوق نسبة إلى

إجمالي الناتج المحلي الإجمالي للدولة. (3)

(1)-عباس كاظم الدعيمي، مرجع سابق، ص 174.

(2)-المرجع نفسه، ص 176.

(3)- الشريف ريحان، الطاوس حمداوي، بورصة الجزائر(رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية)، مجلة التواصل في العلوم

الاجتماعية والانسانية، العدد34، جامعة باجي مختار، عنابة، الجزائر، جوان2013، ص12.

$$\frac{\text{قيمة الأسهم المدرجة في السوق}}{\text{الناتج المحلي الإجمالي}} = \text{الرسملة السوقية}$$

2- مؤشر عدد الشركات Number of companies: يقصد بهذا المؤشر عدد الشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية يستخدم هذا المؤشر للدلالة على حجم السوق بالإضافة إلى المؤشر العام للأسعار، وتشير الزيادة في عدد الشركات إلى تطور سوق الأوراق المالية في البلد المعني، لئلا من دلالة مهمة على التطور السريع، إلا أن هذا المؤشر قد يفقد دلالاته إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية (السابق الذكر)، فقد يكون عدد الشركات المدرجة كبيراً، ولكن إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغيراً.

ثالثاً- سيولة السوق: تعني سيولة السوق القدرة على شراء الأوراق المالية وبيعها في السوق الثانوي بسهولة، وهناك مؤشران لقياس السيولة هما:

1- مؤشر حجم التداول (TV) Trading volume Index: يقيس حجم التداول حجم، ومستوى "الأسهم أو السلع" التي تم تداولها في فترة زمنية محددة سواء كانت سنة، أو يوماً، أو أسبوعاً، أو شهراً أو غير ذلك. (1)

يقاس معدل التداول من خلال قسمة مجموع الأسهم المتداولة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي، ويقاس هنا مؤشر التداول المنظم لأسهم الشركات كنسبة من الناتج المحلي، وبالتالي فهو يعكس السيولة في الاقتصاد بصفة عامة، ويكمل هذا المؤشر مؤشر رسملة السوق، إذ يعكس الأخير حجم السوق، على الرغم من أن السوق قد تكون كبيرة، إلا أن حجم التداول قد يكون صغيراً، ومن ثم يتعين استخدام المؤشرين معاً وذلك لتسهيل الحصول على معلومات سليمة عن سوق الأوراق المالية المحلية.

2- مؤشر معدل الدوران (Shares Turnover Ratio (%))

خلال قسمة إجمالي الأسهم المتداولة على رسملة السوق (القيمة السوقية) خلال العام أو خلال أي مدة زمنية كالآتي:

$$\text{معدل دوران السهم} = \frac{\text{إجمالي الأسهم المتداول} - \text{حجم التداول}}{\text{رسملة السوق} - \text{القيمة السوقية}}$$

(1)- Ross Levine & Sara Zervos, **Capital Control Liberalization and stock market Development**, The W.B, policy research, working paper, Washington, 1996, p1172.

ويستخدم هذا المؤشر في الغالب مقياسا لانخفاض تكلفة المعاملات، كما أنه يكمل مؤشر رسملة السوق في توضيح درجة نشاطه، إذ أنه من الممكن أن تكون سوق كبيرة ولكنها غير نشطة، إذا كانت رسملتها السوقية كبيرة ولكن معدل الدوران فيها منخفض⁽¹⁾.

رابعاً- درجة التركيز : يقصد بدرجة تركيز التداول، ما إذا كان حجم التداول مركز في عدد محدد من الشركات المقيدة، أو موزعا على عدد كبير، ويمكن قياس درجة التركيز من خلال حساب مدى مساهمة أكبر عشر شركات في كل من القيمة الإجمالية للتداول، وقيمة رأس مال السوق.

كل هذه المؤشرات تعمل على توضيح الميل والاتجاه العام لتطور السوق، وتقدمه ونضجه، كما تسهل عملية المقارنة بين مختلف أسواق الأوراق المالية⁽²⁾.

الفرع الثالث: أساليب بناء مؤشرات سوق الأوراق المالية

يجب أن يحقق تكوين المؤشر الأهداف التالية : ⁽³⁾

● أن يكون للمؤشر مغزى إقتصادي.

● أن يراعي القواعد الإحصائية.

● أن يكون قابلا للتسعير.

هذا وتتخذ مجموعة من الأمور في عين الإعتبار في عملية تكوين وبناء المؤشرات هي:

أولاً- ملائمة العينة

يقصد بالعينة مجموع الأوراق المالية المستخدمة في حساب مؤشر معين، وحتى تمثل هذه العينة

أساسا ملائما لحساب المؤشر، يجب توفر الشروط التالية: ⁽⁴⁾

ثانياً- حجم العينة

كلما زاد حجم العينة كلما أدى ذلك إلى زيادة مصداقية المؤشر، نظرا لتمثيله أكبر عدد ممكن من

الأوراق المالية.

ثالثاً- إتساع العينة

نعني به التوازن في التمثيل، فإذا كان المؤشر يقيس الإقتصاد يجب أن تتضمن العينة مؤسسات

(1)-عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 312.

(2)-Jean-marc bèguin, arnaud bernard, **l'essentiel des techniques bancaires**, eyrolles, paris, France, 2010, p135

(3)-حسين قبلان، مرجع سابق، ص 95.

(4)-إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، **التسيير المالي: الإدارة المالية دروس وتطبيقات**، الطبعة الأولى، دار وائل،

عمان، الأردن، 2006، ص 447.

من مختلف القطاعات الممثلة للاقتصاد وإذا كان المؤشر يمثل قطاع معين، يجب أن يتضمن أهم المؤسسات الكبرى المسيطرة على ذلك القطاع.

رابعاً- مصدر العينة

يقصد بها مصدر المعلومات المتعلقة بسعر الأسهم الداخلة في حساب المؤشر، يتمثل هذا المصدر في سوق الأوراق المالية الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية.

خامساً- الأوزان النسبية لمفردات العينة

يقصد بالأوزان القيمة النسبية للسهم داخل العينة، في هذا الصدد هناك مدخلان:

1- مدخل الوزن على أساس السعر price weighting : في هذا المدخل يوجد سهم واحد لكل منشأة م

ختارة لبناء المؤشر، وبالتالي فإن وزن كل سهم يتحدد آلياً على أساس نسبة سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية التي يقوم عليها المؤشر فلو أن المؤشر يتكون من ثلاثة أسهم فقط على التوالي A°, B, C وأن أسعار هي 50 دينار، 40 دينار، 10 دينار على التوالي، حينئذ تصبح القيمة الكلية لمجموع الأسهم التي يتكون منها المؤشر أي القيمة المطلقة للمؤشر تساوي 100 دينار. وإذا ما طرأ تغير على أسعار الأسهم لتصبح 75 دينار، 35 دينار، 10 دينار على التوالي، حينئذ ترتفع القيمة المطلقة للمؤشر إلى 120 دينار مما يعني أن متوسط العائد على المؤشر Return on Index قد بلغ معدله 20%⁽¹⁾. ويقصد بمتوسط عائد المؤشر أن المستثمر سبق له أن اشترى الأسهم الثلاثة بمتوسط سعر قوامه 33.33 دينار، محققاً ربحاً قدره 6.67 دينار. وهو ما يعني معدل عائد عن الفترة قوامه 20% .

$$\left(100 \times \frac{6.673}{33.33} \right)$$

جدول رقم (05) : حساب عائد المؤشر باستخدام مدخل السعر

السهم	x1	x2
A	50	75
B	40	35
C	<u>10</u>	<u>10</u>
	100	120
القيمة المطلقة للمؤشر 33.33 نقطة		
متوسط العائد على المؤشر = $100 / (40 - 33.33) = 20\%$		

المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر 1998، ص 97.

(1)- منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 96.

2- **مدخل الوزن على أساس القيمة** : يقوم هذا الأسلوب على ترجيح سهم في شركة ضمننت في المؤشر من خلال القيمة السوقية الكلية (السعر X الكمية)، (1) ومن أهم أشهر المقاييس المستخدمة لمدخل الوزن على أساس القيمة هو ستندرانديبور (Stander spoor) الذي يضم 500 شركة تمثل: 400 شركات صناعية، 20 شركة نقل، 40 شركة وخدمات(2).

الفرع الرابع: المؤشرات الرئيسية في البورصات العالمية

نستعرض على سبيل المثال لا الحصر مجموعة من المؤشرات في عدد من البورصات العالمية:

أولاً- الولايات المتحدة الأمريكية

1- **مؤشر دواجونز (Dow Jones Industrial Avantage DJIA)**: هو عبارة عن متوسط 30 سهم من الأسهم المسجلة لدى بورصة نيويورك، وبذلك يمثل دواجونز 30 ورقة مالية تمثل 30% من بورصة نيويورك. (3)

2- **مؤشر ستاندر آندبور 500 (88 p 500)**: يحتوي على خمسمائة ورقة مالية تمثل 80% من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك وهناك (S8p 100) ، (S8p 400).

ثانياً- إنجلترا

1- **FT- 30**: يجمع هذا المؤشر ثلاثين من الأوراق المالية الأكثر أهمية في بورصة لندن.

2- **100FTSE** : المؤشر الأكثر شهرة، ويحتوي على 100 ورقة مالية تمثل 70 % من إجمالي رسملة البورصة.

ثالثاً- فرنسا

1- **مؤشر CAC40** : يتكون من 40 ورقة مالية للشركات أهمية في بورصة باريس. (3)

رابعاً- ألمانيا

1- **مؤشر DAX** يحتوي على 30 ورقة مالية تمثل 70% من رسملة البورصة.

خامساً- اليابان

1- **مؤشر Nikkei** يحتوي على 225 ورقة مالية تمثل: حوالي 70% من رسملة بورصة طوكيو.

(1)-محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص307.

(2)-عبد الغفار حنفي، الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004، ص77.

(3)- متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص198.

سادسا- بعض مؤشرات الأسواق الناشئة

OCBC Index	1-سنغافورة
KCS Index	2-كوريا الجنوبية
STE Index	3-تايلاندا
TSE Index	4-تايوان
HANA SANG Index	5-هونغ كونغ
KLSE Index	6-ماليزيا

سابعا- مؤشرات الأسواق العربية

BSE	1-البحرين
ASE	2-الأردن
CMA	3-مصر
BSI	4-لبنان
MASI	5-المغرب
MSM	6-عمان

المطلب الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية

يعتبر مفهوم الكفاءة من بين المفاهيم التي تم اكتشافها بالصدفة من قبل موريس كاندال عندما حاول دراسة سلوك أسعار الأسهم في محاولة منه لضبط نماذج متكررة من تلك الأسعار وفي مدد زمنية مختلفة من الزواج والكساد، وفيمايلي نحاول توضيح الكفاءة بشيء من التفصيل.

الفرع الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

يختلف الإقتصاديون في تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية، وهناك عدة اتجاهات في هذا الإطار: يعرف مثنى عبد الإله ناصر السوق الكفاء على أنه ذلك السوق: "الذي يعكس سعر السهم فيه توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية، وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وتجدر الإشارة هنا إلى أن إتاحة المعلومات للجميع لا تعني بأن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية، والمخاطر المحيطة بها متطابقة تماما، فقرارات المستثمرين قليلي الخبرة قد تأخذ بالأسعار نحو القيمة الحقيقية، ولكن ليس هذا هو المهم لمفهوم كفاءة السوق، فالمهم هو أن يكون كل مستثمر مقتنعا بأن تقديراته سليمة ولا مبالغة فيها." (1)

(1)- صالح مفتاح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية

وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2010/2009، ص 182.

من جهة أخرى يرى محمد أحمد عبد النبي أنه : " يقصد بكفاءة سوق الأوراق المالية مدى توفر المعلومات اللازمة والمناسبة للمستثمرين للتعرف إلى أي مدى تعكس الأسعار السائدة في هذا السوق موقف المؤسسات المصدرة للأوراق المالية، كما أن كفاءة السوق تعني أن الأسعار المفروضة للأوراق تعكس واقع تلك الأوراق من حيث قوتها وضعفها. والسوق الكفاء هي السوق التي تكون في حالة توازن مستمر بحيث تتساوى فيها أسعار الأوراق المالية مع قيمتها الحقيقية وتتحرك هذه الأسعار بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها، والسوق الكفاء هو الذي يحقق تخصيصاً كفوفاً للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية. (1)

كذلك يعرف عصام حسين السوق الكفاء على أنه : " السوق الذي يعكس سعر سهم المنشأة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات على شكل : قوائم مالية، معلومات بثتها وسائل الإعلام، السجل التاريخي لسعر اليهم، أو تحليلات وتقارير حول الحالة الإقتصادية العامة على أداء المنشأة. " (2)

من جهة أخرى عرف السوق الكفاء بأنه : " المكان الذي تتساوى فيه أسعار الأوراق المالية مع قيمتها الحقيقية، وتتمثل هذه الكفاءة في مجالين هما : الكفاءة الخارجية والكفاءة الداخلية. (3)

بناء على ما سبق فإن السوق الكفاء هو :

- ذلك السوق الذي تكون فيه أسعار الأوراق المالية متساوية مع قيمتها الحقيقية.
- الأسعار في السوق الكفاء تتحرك بطريقة عشوائية.
- الأسعار في السوق الكفاء تعكس المعلومات المتاحة التي تكون غالباً قوائم مالية، معلومات تبثها وسائل الإعلام وتقارير حول الإقتصاد العام لأداء المؤسسة.
- السعر في السوق الكفاء يعكس توقعات المستثمرين مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه المعاملات (الصفقات).

الفرع الثاني: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

السوق الكفاء هو ذلك السوق الذي يحقق تخصيصاً كفوفاً للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، ويتطلب تحقيق هذا الهدف توفر سمتين أساسيتين هما: كفاءة

(1)-عصام حسن، مرجع سبق ذكره، ص 31.

(2)- قاسم نايف علوان، إدارة الإستثمار (بين النظرية والتطبيق)، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 163.

(3)- رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سبق ذكره، ص 35.

التسعير، وكفاءة التشغيل، بالإضافة إلى عدالة السوق، درجة الأمان و الإنضباط بين المتعاملين بالإضافة إلى كفاءة التخصيص.

أولاً- كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية): Price Efficiency

يقصد بها قدرة السوق على تحديد السعر المعروض بحيث يكون قريب من القيمة الحقيقية وذلك بأن يقوم السوق بتزويد المستثمرين بكافة المعلومات عن الشركات بسرعة وبدون كلفة، بحيث تعكس هذه المعلومات الأسعار في السوق، فتكون الفرصة تحقيق عوائد عادلة ومتوفرة لجميع المستثمرين لا يوجد فرصة لمستثمر متميز يحقق عوائد غير عادية لكن في واقع الأمر إن تحقيق عوائد غير ممكنة وليس مستحيلة وذلك بسبب إختلاف خلفيات المستثمرين وقدرتهم على تحليل المعلومات وسرعة إستثمار هذه المعلومة للحصول على نتائجها فمنهم النشط، ومنهم الكسول في ذلك، وأيضا يمكن أن تتسرب المعلومات من خلال مجلس الإدارة لأقاربهم، أو أصحابهم، وتكون هذه المعلومات متوفرة لديهم قبل غيرهم. فتكون الفرصة متاحة لهم من خلال الزمن لحين وصول المعلومة إلى المستثمرين. (1)

ثانياً - كفاءة التشغيل: Operational Efficiency

تسمى كذلك بالكفاءة الداخلية، ويقصد بها قدرة السوق على خلق توازن بين العرض و الطلب، دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمرسة، ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (صناع السوق) فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح فعال فيه، وكما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل. (2)

ثالثاً - عدالة السوق

بمعنى أن يتيح السوق فرصة متساوية لكل من يرغب في أن يبرم فيه الصفقات.

رابعاً - درجة الأمان و الإنضباط بين المتعاملين

يقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق ومن الأمثلة على تلك المخاطر، مخاطر الغش والتدليس وغيرها من الممارسات غير الأخلاقية التي يعمد إليها بعض الأطراف إضافة إلى مخاطر إفلاس السماسرة الذين يحتفظ لديهم عملائهم بالأوراق المالية الخاصة بهم. (3)

(1)-غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الإستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 144.

(2)- ضياء مجيد الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص12.

(3)-هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص75.

خامسا - كفاءة التخصيص Allocational Efficiency

تعتمد على توجيه الأموال المتاحة نحو الأصول المتسمة بأعلى قيمة صافية مقارنة (بعد طرح هامش المخاطرة)، وذلك توافقا مع هدف المستثمر في توفير أدوات ذات أسعار أعلى وبيعها عند هبوط الأسعار أو بشراء أسعار منخفضة قبل أن تبدأ هذه الأسعار بالارتفاع وإن الأهم من ذلك هو الحصول على أدوات تضمن عوائد مستقرة أو متنامية.

الفرع الثالث: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية

تتخذ صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية في ضوء سعة، وشمول المعلومات التي تنعكس بالأسعار السوقية بشكل كامل و سريع، وفي ضوء سعة وشمول المعلومات التي تنعكس بالأسعار السوقية بشكل كامل و سريع، وفي ضوء ذلك صنفت معظم الأدبيات كفاءة سوق الأوراق المالية إلى ثلاث صيغ هي:

أولا-الصيغة الضعيفة weak form

تقتضي فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية أن سعر التداول للأوراق المالية يعكس المعلومات التاريخية فقط، كالتغيرات في أسعار، وأحجام المعاملات، وعوائد الأوراق المالية للفتترات السابقة، وأسعار الفائدة، وعليه فإن المعلومات التي أدت إلى ارتفاع سعر سهم ما في الفترة السابقة عديم الجدوى لمستثمر. (1)

بموجب هذه الصيغة، إن المعلومات التي تعكسها الأسعار السوقية للأسهم معلومات تاريخية بتحركات الأسعار وأحجام التداول السابقة وعليه فإن المعلومات التي أدت إلى ارتفاع سعر سهم ما في الفترة السابقة ليست ذي جدوى وأهمية في التنبؤ بالسعر مستقبلا، ويعود السبب في ذلك أن كافة المتعاملين في السوق قد حصلوا على هذه المعلومات التي إنعكست بأسعار اليوم.

وفي ضوء ذلك سوف تكون التحركات في أسعار الأسهم والعوائد مستقبلا مستقلة بشكل كامل عن التغيرات التي طرأت في تلك الأسعار أو العوائد في الفترات الماضية، وبعبارة أخرى إن التغيرات المتتالية في الأسعار مستقلة تماما عن بعضها البعض، وغياب الأنماط الدورية ذات الأهمية التنبؤية بالأسعار المستقبلية، يتضح مما تقدم أن المشتركين في ظل إفتراضات هذه الصيغة يستجيبون للمعلومات والأحداث الإقتصادية الجديدة فقط، وتنعكس هذه الإستجابة في أسعار الأسهم المستقبلية وعليه لا يمكن للمضاربين أن يحققوا أرباحا غير إعتيادية عند الإعتماد على تحليل المعلومات التاريخية لأسعار الأسهم. (2)

(1)- بن أمر حسين، لحسين جديدين، محمد بن بوزيان، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية: دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012، ص 239.

(2)-رشد فؤاد التميمي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 143.

ثانيا - الصيغة شبه القوية Semi- strong form

تقتضي صيغة فرص السوق متوسطة القوة بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التنبؤات التي تقوم على تلك المعلومات سواء تمثلت تلك المعلومات فيما ينشر عن الشؤون الدولية، أو الظروف الاقتصادية في الدولة، أو ظروف الصناعة أو المنشأة بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور. (1) وفي ظل القرض متوسط القوة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات حقا قد لا تكون الإستجابة صحيحة في بداية الأمر نظرا لأنها عادة ما تكون إستجابة مبنية على وجهة نظر أولية بشأن أن تلك المعلومات، غير أنه بمضي وقت قصير سوف يتوفر التحليل النهائي للمعلومات لينعكس أثره على أسعار الأسهم. (2)

ثالثا - صيغة الفرض القوي The strong efficiency.

أساس الافتراض أن الأسعار الحالية للأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات والبيانات المنشورة المتاحة للمستثمرين وإنما كل ما يمكن أن يكون معلوما عن الشركة وتعتبر السوق ذات كفاءة قوية، إذا كان العائد المتوقع يتساوى مع سعر العائد الخالي من المخاطرة مضافا إليه نسبة تمثل علاوة المخاطرة والتي تختلف من مشروع لآخر باختلاف الهيكل التمويلي للشركة، بمعنى آخر تعتبر السوق على درجة عالية من الكفاءة إذا كانت القيمة السوقية لأية ورقة مالية تعبر عن قيمتها الذاتية. (3)

ومن هنا فإن القيمة المتوقعة للأرباح غير العادية = صفروحيث لا يكون في هذا المستوى مجال لاحتكار المعلومات ولكن هذا المستوى لا يعني عدم قدرة المحللين على معرفة بعض الأرقام والمعلومات غير المعلنة وبالتالي تحقيق أرباح غير عادية، ولكن يلاحظ على هذا المستوى أنه بعد فترة وجيزة ستعود الأرباح لوضعها الحالي لما يتعرض له هؤلاء المحللون إلى خسائر غير متوقعة نتيجة ظهور ظاهرة المضاربة. (4)

(1) - عماد صلاح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، أبو ظبي، 2002، ص 239.

(2) - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 507.

(3) - وليد صافي البكري وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 20.

(4) - سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية: دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 66.

خلاصة الفصل الثاني:

تناولنا في هذا الفصل الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية وخلصنا إلى النتائج التالية:

1. إن التطور المادي الذي صاحب مراحل الإنتاج الصناعي، وكذلك ضخامة المشاريع وزيادة الدخل بالإضافة إلى رواج التعامل في الأوراق المالية ألقى ضرورة قيام أسواق للأوراق المالية، وتعتبر هذه الأخيرة أحد أهم مكونات السوق المالي حيث يتم فيها تداول الأوراق المالية بيعة و شراء، وهي تمكن من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات ذات الفائض المالي إلى القطاعات ذات العجز المالي، هذا وتعد أسواق الأوراق المالية على جانب كبير من الأهمية نظرا لكونها تساهم في تعبئة المدخرات وتوفير السيولة لكل من المستثمرين والمدخرين كما تعمل على تخصيص رؤوس الأموال نحو الإستثمار المحلي في كافة مجالات النشاط الإقتصادي وبالتالي فهي تساعد على رفع معدلات النمو الإقتصادي ودفع عجلة التنمية الإقتصادية.

2. من الناحية النظرية تنقسم سوق الأوراق المالية إلى سوق أولية يتم فيها إصدار وبيع وشراء الأوراق المالية للمرة الأولى بالإضافة إلى سوق ثانوية وهي تلك السوق المختصة بعمليات تداول القيم المنقولة. تتنوع الأدوات الإستثمارية المتداولة في سوق الأوراق المالية، حيث يمكن تقسيمها إلى أوراق مالية تعبر عن الملكية وهي الأسهم سواء كانت عادية أو ممتازة، بالإضافة إلى أوراق مالية تعبر عن المديونية وهي السندات بمختلف أنواعها، وعادة ما يفضل المستثمرون شراء السندات على الأسهم نظرا لأنها توفر عوائد مضمونة وثابتة.

3. مع التطور والثورة التكنولوجية التي شهدتها أسواق الأوراق المالية ظهرت مجموعة من الأدوات والوسائل المالية التي توفر المزيد من المرونة والسيولة والتغطية ضد مخاطرالسوق وقد سميت بـ " المشتقات المالية".

3. هنالك عدة معايير أو " مؤشرات " إتقنت عليها الأدبيات الإقتصادية لقياس الأداء في أسواق الأوراق المالية، ولمعرفة درجة نضج السوق ومدى تقدمها، والمؤشر أساسا ما هو إلا عبارة عن قيمة رقمية تقيس مستوى الأسعار السائد في السوق وتختلف المؤشرات وتتباين من دولة لأخرى.

الفصل الثالث:

قنوات ومحاور تأثير السياسة المالية

على أداء سوق الأوراق المالية

تمهيد

من خلال المقاربة النظرية التي تم طرحها سابقا يمكن استنتاج أن أسواق الأوراق المالية تعد مرآة عاكسة للوضع الاقتصادي العام في أي دولة، واستقرارا هذه الأسواق يعد مقياسا لمدى نجاح السياسة الاقتصادية العامة، ومن ثم تكون محاولة فهم تقلبات أسعار الأوراق المالية وعلاقتها بالمتغيرات الاقتصادية والمالية والنقدية والأزمات المالية، أي أن هناك عوامل موضوعية تلعب دورا محوريا في تقلبات أسعار الأسهم والسندات، وفي هذا المجال تبرز السياسة المالية كأحد أهم المتغيرات الاقتصادية المالية المؤثرة على أداء سوق الأوراق المالية من خلال أدواتها المتعارف عليها: الضرائب، الإنفاق العام سياسة العجز الموازي.

تؤثر الإيرادات الضريبية على سلوك كل الأطراف الناشطين في سوق الأوراق المالية سواء كانوا مستثمرين، وسطاء ماليين ومدخرين، كذلك تأثيرات السياسة المالية لا تقتصر على المجال الضريبي بل تمتد أيضا إلى النفقات العامة التي بإمكانها أيضا التأثير على أسعار الأوراق المالية، ويبدو ذلك واضحا خاصة فيما يتعلق بالإنفاق على مشاريع البنية التحتية، وبالإضافة إلى كل ما سبق فإن أسواق الأوراق المالية ليست معزولة عن " سياسة العجز الموازي حيث تؤثر هذه الأخيرة على حركات التداول ومجمل العمليات القائمة في أسواق الأوراق المالية، وهكذا فإن السياسة المالية لها تأثير هام على أداء أسواق الأوراق المالية، ولهذه الأسباب يولي المستثمرون اهتماما كبيرا بالسياسة المالية حيث أن أي إجراءات تتخذ بناء عليها يمكن أن يكون لها تأثير كبير على أداء أسواق الأوراق المالية.

من خلال هذا الفصل سيتم التعرض إلى قنوات ومحاوّر تأثير السياسة المالية على أداء أسواق

الأوراق المالية وذلك من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: الإنفاق العام وأثره على سوق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: الإيرادات الضريبية وأثرها على أداء سوق الأوراق المالية.

المبحث الثالث: تمويل عجز الميزانية العامة وأثره على أداء سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول: الإنفاق العام وأثره على أداء سوق الأوراق المالية

عرفنا من خلال الفصل الأول أن الآثار الاقتصادية للنفقات العامة قد تكون مباشرة، فالإنفاق الحكومي يؤثر على الناتج القومي، حيث أن النفقات الإنتاجية والاستثمارية تعمل على إنتاج السلع المادية، والخدمات العامة، وإشباع الحاجات الاستهلاكية للأفراد، وتعمل على تكوين رؤوس الأموال العينية المعدة للإستثمار، أيضا تحدث النفقات العامة أثارا غير مباشرة من خلال ما يعرف بدورة الدخل أي: أثر المضاعف والمعجل، من جهة أخرى يمكن القول أن تأثير الإنفاق العام لا يقتصر فقط على المجالات السابقة بل يمتد ليشمل أسواق الأوراق المالية، حيث يؤثر الإنفاق العام على مشاريع البنية التحتية على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، كذلك تؤثر النفقات الحكومية على الطلب الخاص، وعرض الأوراق المالية.

المطلب الأول: الإنفاق على مشاريع البنية التحتية وأثره على أداء سوق الأوراق المالية

تلعب البنية التحتية دورا أساسيا في تعزيز نوعية حياة المواطنين، كما يعد رفع مستوى البنية التحتية عاملا حيويا للتحويل الاقتصادي والاجتماعي، إذ أن وجود بنى تحتية ذات كفاءة متميزة، ومردود عال يعتبر من أهم عناصر جذب الاستثمار في المجالات الصناعية والتجارية، الأمر الذي له تأثير مباشر على تنافسية الشركات والاقتصاد ككل.

الفرع الأول: نشأة مفهوم البنية التحتية (infrastructure concept)

مر مفهوم البنية التحتية بعدة مراحل نستعرضها فيمايلي⁽¹⁾:

- **المرحلة الأولى:** هي مرحلة النشأة حيث كان مفهوم البنية التحتية يعني بعض المنشآت العسكرية military installations وقد استمر هذا المفهوم إلى النصف الأول من القرن العشرين.
- **المرحلة الثانية:** مرحلة ما بعد النصف الأول من القرن العشرين إلى أواخره حيث تطور المفهوم إلى معنى الأشغال العامة مثل: الطرق والشوارع والجسور، النقل الجماعي، الخطوط والمطارات، إمدادات المياه والموارد المائية، إدارة المياه، معالجة النفايات الصلبة والتخلص منها، إدارة النفايات الخطرة، الإتصالات، توليد الطاقة الكهربائية ونقلها.
- **المرحلة الثالثة:** توسع مفهوم البنية التحتية ليشمل الإطار الداخلي لأي نظام تقني أو منظمة تجارية.

(1) - علي محي الدين القرن داغي، التعريف بالبنية التحتية، مقال متوفر على الموقع الإلكتروني: <http://www.qaradaghi.com>

الفرع الثاني: تعريف البنية التحتية

اختلفت الرؤى و التعاريف بشأن مشروعات البنية التحتية، بحسب طبيعتها والغرض منها، والهدف الذي تساهم في تحقيقه، فهي إما أن تكون ذات طبيعة إقتصادية، أو إجتماعية، أو تجمع بين الإثنين معا.

عرف البنك الدولي البنية التحتية على أنها: " رأس المال العيني المستثمر في المرافق والخدمات العامة في مجالات النقل والطرق والاتصالات والمياه والصرف الصحي ومحطات توليد الطاقة الكهربائية والسكك الحديدية والموانئ والمطارات، وقطاع الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات والخدمات البريدية، قطاع حماية البيئة وإستدامتها(1)

كذلك عرفت البنية التحتية على أنها: " كل ما يتعلق بالمرافق، والهياكل، والنظم، والعلاقات، والمهارات التي تساعد المؤسسات على إنجاز أهدافها، وعموما فإن البنية التحتية هي مجموعة مترابطة من العناصر الهيكلية التي توفر إطار دعم هيكلي، وبالتالي فهي الخدمات التي تمثل العمود الفقري من تجهيزات يتم تشييدها لكي تلبي الإحتياجات الحضرية، والرفاهية للمواطنين، وتساند الاقتصاد الوطني، وتلعب دور الرابط الذي يربط المجتمعات ويجعلها متلاحمة، وهي قد تكون البنية التحتية اقتصادية أو الفيزيائية تشمل خدمات المرافق المختلفة، مثل شبكات المياه والصرف الصحي والسطحي... الخ، كذلك قد تكون إجتماعية تشمل تسيير منشآت التعليم، والمستشفيات، وخدمات الأمن، والدفاع المدني، والترفيه، وخلافه" (2)

أيضا يعرف المفهوم الواسع للبنية التحتية بأنه: " مجموع الخدمات التي تتولى الدولة تقديمها والمنشآت التي تتولى تشييدها وتشغيلها، إضافة إلى الخدمات التي تعتمد على العمالة الكثيفة، كجمع النفايات، تقديم خدمات النقل العامة، وتشكل البنية التحتية من الطرق، والمطارات، والموانئ، والسكك الحديدية، ومحطات مياه الشرب، وشبكتها، ومحطات توليد الكهرباء وشبكتها، وشبكات الغاز الطبيعي، والصرف الصحي، والاتصالات ومرافقها، بالإضافة إلى الخدمات الصحية." (3)

(1)- محمود محمد الداغر وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص116.

(2)- المجلس الاقتصادي الفلسطيني للتنمية والإعمار، البنية التحتية التي تحتاجها التجارة الفلسطينية، تقرير منشور على الموقع الإلكتروني: [http:// www. Pecdar. Ps/userfiles/file/trading IS NEEDS .PDF](http://www.Pecdar.Ps/userfiles/file/trading%20IS%20NEEDS.PDF)

(3)- محمد كريم قروف، تقدير فعالية سياسة الإنفاق العام في دعم النمو الاقتصادي بالجزائر خلال الفترة 2002/2001 ، مداخلة مقدمة إلى المؤتمر الدولي حول: تقييم آثار برامج الاستثمارات العامة وإنعكاساتها على التشغيل والنمو الاقتصادي خلال الفترة 2001/2014، جامعة سطيف، الجزائر، أيام 12/11 مارس 2013، ص9.

بناء على التعاريف السابقة يمكننا إستنتاج ما يلي:

- البنية التحتية هي رأس المال العيني الذي تستثمره الدولة في تقديم الخدمات وتشييد وتشغيل المؤسسات وإقامة المرافق العامة.
- تشمل البنية التحتية عدة محاور هي: النقل، والمواصلات، المياه، والطاقة الكهربائية، الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات، حماية البيئة، و إستدامتها.

الفرع الثالث: خصائص البنية التحتية

تتميز البنية التحتية بمجموعة من الخصائص تتمثل في ما يلي: (1)

- إن السمة الغالبة بالنسبة للبنية التحتية هي تقديم الخدمات من خلال نظام الشبكات مثل شبكات الكهرباء، والمياه والغاز والاتصالات، وهذا النوع من الأنشطة يتطلب إستثمارات إبتدائية ضخمة، لا يستطيع القطاع الخاص القيام بها ولذلك يطلق عليها وصف (الإحتكارات الطبيعية) إذ لا يمكن لكل مشروع خاص أن تكون له شبكته الخاصة، وإلا كان معنى ذلك إهدار الموارد وتدني كل من كفاءتي الأداء والتخصيص.
- نظرا لطول الإستفادة من الإستثمارات في مجالات البنية التحتية ولأنها تحقق فوائد للمجتمع بطرق غير مباشرة، فإنه يتعذر حساب المردود الاقتصادي للتوظيفات الاستثمارية في هذه المجالات بمقاييس القيمة والأسعار كتكاليف الإنتاج والأرباح وتظهر نتائج مثل هذه الإستثمارات في زيادة (الحيوية) العامة للإقتصاد الوطني، وخلق الشروط لضمان ربحية الإستثمارات في مجالات أخرى.
- من خدمات البنية التحتية ما يعتبر سلعا عامة، ومنها ما يعتبر سلعا خاصة، يتم التمييز بين هذين النوعين تبعا لمعيار (المنافسة)، والقابلية للإستبعاد).
- إن إستثمارات البنية التحتية تكون في الكثير من الأحوال (غير مجزأة) إذ لا بد من توفير الطاقات الجديدة بزيادات كبيرة، لذا يصعب على المخططين أن يوائموا توفر العرض والطلب في جميع الحالات، كثيرا ما تنشأ حالات مكلفة مقترنة بالعجز أو الفائض في الطاقات.

الفرع الرابع: المجالات الرئيسية للإنفاق العام على مشاريع البنية التحتية.

يشمل الإنفاق العام على مشاريع البنية التحتية مجموعة من المجالات يمكن إيجازها فيما يلي:

- أولاً- الإنفاق على قطاع النقل: تمارس خدمات النقل بمختلف أنواعه (البري، المائي، الجوي)، دورا حيويا في دفع عملية الإنماء الاقتصادي، و الإجتماعي في كافة دول العالم، وذلك بغض النظر عن
- (1)- سليمان علي القطايري، البنية الأساسية ودورها في التنمية السياحية، مقال متوفر على الموقع الإلكتروني:

تباين الفلسفة الاقتصادية التي تعتنقها هذه الدول، والتي تحدد بدورها نوعية ونطاق تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، وكذلك بغض النظر عن مختلف أنماط التنمية الاقتصادية وإستراتيجياتها المستهدفة، بحيث يمكن القول أن خدمات النقل هي أساس التقدم الحضاري عامة والتقدم الاقتصادي بصفة خاصة إذ أن توفير وسائل النقل المناسبة هي ضرورة لا تقتصر على حمل ونقل البضائع والأشخاص فقط، بل أيضا نقل المعارف والتقنيات من مكان لآخر عبر المسافات المتباينة بسرعة ومرونة وأمان، وفق أقصر السبل وأيسرها بأقل تكلفة لتوليد وتعظيم المنافع الزمنية والمكانية و الإستهلاكية والإنتاجية من أجل من أجل زيادة الإنتاج والتخصص وتوسيع نطاق السوق، مما يحقق و فورات إقتصادية هامة لمختلف الصناعات، كما يدعم نشاط النقل الإتصالات والعلاقات ويقارب بين الشعوب من خلال توثيق أواصر الجوار بتسهيل السفر ودعم الجوانب الاجتماعية بجانب الأنماط الاستهلاكية وزيادة التبادل التجاري سواء على المستوى المحلي أو الإقليمي أو العالمي. (1)

كذلك تساهم نظم النقل في إتاحة فرص التنقل للسلع والأفراد إلى الأماكن التي يمكن الإنتفاع بها ومن ثم فهي تؤدي إلى إتساع السوق من خلال إزالة عدم المنفعة الذي يفرضه بعد المسافة، أيضا تساهم النظم الجيدة للنقل في إمكانية الإنتقال للموارد وعناصر الإنتاج، ومن ثم يمكن إستغلال الموارد البشرية، والمادية إستغلالا يؤدي إلى زيادة الإنتاجية، حيث تنتقل للموارد دور وعناصر الإنتاج ومن ثم يمكن إستغلال الموارد البشرية والمادية إستغلالا يؤدي إلى زيادة الإنتاجية، حيث تنتقل السلع والأيدي العاملة إلى الأماكن التي تكون فيها أكثر نفعاً. (2)

إلى جانب ما سبق يساهم نشاط النقل في تنمية ودعم الأنشطة السياحية المتزايدة الأهمية محليا ودوليا، عن دوره الملموس في تحقيق التخصص الأمثل للموارد الإقتصادية، وإختيار مواقع التوطن الصناعي الكفاء، إضافة إلى دوره في تعظيم الوفورات الاقتصادية، والاجتماعية الناتجة عن إقتصاديات الحجم الإنتاجي الكبير، والتي تعتمد على قطاع النقل من توسيع السوق، ودعم المعلومات، وتدفعها عبر شبكات المعرفة، وبنوك المعلومات والأجهزة الإلكترونية.

يمكن التمييز بين خطوط النقل التالية:

1- النقل البحري: يعد النقل البحري احد ركائز التنمية الاقتصادية لمختلف دول العالم حيث يسهم

في نقل ما نسبته 75% من التجارة العالمية نظراً للمميزات العديدة التي يمتاز بها كمساهمته في نقل

(1)- سميرة إبراهيم أيوب، إقتصاديات للنقل دراسة تمهيدية، الدار الجامعية،الإسكندرية، مصر، 2003/2002، ص 15.

(2)- فتحي السيد التونسي، النقل متعدد الوسائط: التطبيقات والفوائد والتحديات، بحث منشور على الموقع الإلكتروني:

كميات كبيرة من السلع و البضائع و رخص التكلفة مقارنة مع وسائل النقل الأخرى كما يساهم في تحسين ميزان المدفوعات لتلك الدول، و اتاحه فرص التوظيف للعمالة الوطنية، و بناء و ازدهار المدن التي تقع على البحار من خلال بناء المشاريع البحرية كالموانئ، و أحواض بناء السفن، و الشركات الملاحية، و المصانع و غيرها.

2- النقل البري: يتم النقل عن طريق البر باستخدام قطارات السكة الحديدية أو السيارات الكبيرة (الشاحنات) و ذلك في حال وجود طريق بري يربط بين البلد المصدر و البلد المستورد، و يعتبر النقل البري ضروريا خاصة بين الدول التي ليس لها منافذ بحرية، و لها حدود جغرافية برية متصلة، ووسيلة النقل البري رغم تزايد حجم الشاحنات، و تطورها إلا أن استعمالها محدود بأوزان معينة إلى جانب الوقت الذي تستغرقه الشاحنات، ووسيلة النقل البري هي السائدة لنقل البضائع داخل الدولة ابتداء من رصيف الميناء إلى مكان التخزين، أي كوسيلة نقل مساعدة ومكاملة في بعض الأحيان. (1)

3- النقل الجوي: يكون النقل الجوي في حالات البضائع سريعة التلف، أو الكميات، أو العينات، أو الطرود متوسطة الأوزان، وقد أصبح الآن لدى كثير من شركات الطيران طائرات شحن للبضائع، و نجد أن وسيلة النقل الجوي تستخدم عادة في بعض الخضروات الطازجة، و السلع التي تكون ذات طبيعة خاصة.

ثانيا- الإنفاق على قطاع تكنولوجيا المعلومات و الإتصالات: تم تعريف صناعة تكنولوجيا المعلومات و الإتصالات حسب منظمة التعاون الإقتصادي و التنمية (OECD) بأنها: "مجموعة الخدمات و المنتجات المتعلقة بالصناعة الالكترونية القادرة على تلبية الوظائف و المهام المتعلقة بنقل و تشغيل المعلومات و الوظائف الالكترونية".

التي يتم توظيفها لمعالجة المضمون أو المحتوى المراد توصيله من خلال عملية الإتصال الجماهيري، و التي يتم من خلالها جمع المعلومات و البيانات المسموعة، المكتوبة، المصورة المسموعة المرئية أو المطبوعة أو الرقمية (من خلال الحاسبات الالكترونية، ثم تخزين البيانات، و المعلومات، و إسترجاعها في الوقت المناسب، ثم عملية نشر هذه المواد الإتصالية، أو الرسائل، أو المضامين مسموعة، مسموعة مرئية، مطبوعة أو رقمية و نقلها من مكان لآخر و تبادلها، و قد تكون تلك التقنيات يدوية، آلية، إلكترونية أو كهربائية" (2)

(1)- محمود حامد محمود عبد الرزاق، إقتصاديات النقل الدولي البري والبحري والجوي، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2013، ص31.

(2)- فاطمة الزهراء غربي، خديجة بلعيا، تكنولوجيا المعلومات و أثرها في تحقيق الميزة التنافسية في ظل إقتصاد المعرفة، بحث منشور على الموقع الإلكتروني:

Http://RATOULRECHERCHE.ARABBLAGS.COM/GHARB+BELDIA.PDF.

تتكون البنية التحتية لتكنولوجيا المعلومات مما يلي: (1)

- **المكونات المادية:** تشكل تقنية أجهزة الحاسوب الأساس المادي للبنية التحتية لتكنولوجيا المعلومات والمكونات الأخرى (البرمجيات، البيانات، الشبكات) بحاجة إلى أجهزة الحاسوب لإنجاز مهامها، والمكونات المادية هي عبارة عن حاسوب وأجهزة ملحقة به.
- **البرمجيات:** تتألف برمجيات الحاسوب من تعليمات مبرمجة ومفصلة بهدف السيطرة على مكونات الأجهزة المادية في نظام المعلومات، والبرمجيات هي برامج الحاسوب التي تحكم عمل المكونات المادية وتتولى مهام تطبيقات مختلفة.
- **شبكات الإتصال:** هي الوسيلة المستخدمة لإرسال البيانات والمعلومات وتلقيها، إذ تتألف من مجموعة من المحطات تتواجد في مواقع مختلفة ومرتبطة مع بعضها بوسائل تتيح للمستخدمين إجراء عملية الإرسال والتلقي.
- **قاعدة البيانات:** هي مجموعة المعلومات والبيانات المترابطة والمخزنة في أجهزة تخزين البيانات.
- **مهارات الموارد البشرية:** تتمثل الموارد البشرية بمجموعة من المهارات والمعارف لإنجاز المهام.

ثالثاً- الإنفاق على قطاع التعليم: يعتبر هذا الإنفاق من مقومات تحقيق تنمية بشرية مستدامة الإستثمار في رأس المال البشري، الذي بات يشكل بحق " ثروة الأمم في زمن العولمة، هذا ما تؤكد نظريات خلاصة الأدبيات الحديثة المستندة إلى نظرية رأس المال البشري ونظرية النمو الداخلي، وهو ما تؤكد عملياً تجربة الاقتصادات الصاعدة التي ركزت في إستراتيجيتها التنموية في أولوية الإستثمار في الإنسان، في هذا السياق ينظر للإنفاق على التعليم على أنه إستثمار في رأس المال البشري يدر كثيراً من العوائد الاقتصادية وغير الاقتصادية التي تعود على الأفراد في المجتمع. (2)

الإنفاق على التعليم هو إستثمار في رأس المال البشري له عائد إيجابي ملموس ليس على مستوى الدخل الفردي فحسب، بل وعلى الدخل القومي أيضاً، وليس على المستوى الاجتماعي والسياسي والتنموي بصفة عامة، هذا ما تعلمنا إياه أدبيات التنمية ونظريات النمو الاقتصادي والتجاري الناجحة للعديد من الدول التي حققت نجاحات مشهودة في مجال النمو الاقتصادي والعدالة الاجتماعية، ولا شك أن الولوج

إلى عصر المعرفة، بما تضمنه من تكنولوجيات متطورة وتغيرات متسارعة، وتحديات متنامية، وفرص

(1)- غسان قاسم داود اللامي، تحليل مكونات البنية التحتية لتكنولوجيا المعلومات (دراسة إستطلاعية في بيئة عمل عراقية)، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد الثاني، العراق، 2013، ص ص 10-11.

(2)- فيصل بوطيبة، **العائد من التعليم في الجزائر**، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2009/2011، ص 10.

واسعة، قد ضاعف من أهمية التعليم بإعتباره المحدد الرئيسي للحاق بالركب العالمي للتنمية. (1)

رابعاً- الإنفاق على قطاع الطاقة: تسهر العديد من دول العالم على الإنفاق على هذا القطاع الإستراتيجي نظراً لأهميته في الإقتصاد، وتسخر لذلك مبالغ طائلة ضمن نفقاتها العامة، إذ تكلف عملية توفير هذه المصادر الطاقوية الدولة ثمناً غالياً وبالنسبة للغاز الطبيعي يحتاج توفيره إلى :

- إستثمارات كبيرة لتجميعه، إذ أن نسبة كبيرة من الغاز الطبيعي تكون من النوع المصاحب للبتروك.

- إستثمارات كبيرة لإقامة خطوط أنابيب نقل الغاز الطبيعي، وهو ليس بالأمر الهين إقتصادياً.

- إستثمارات ضخمة لإنشاء مصالح لإسالة الغاز وناقلات خاصة، تتقل الغاز تحت ضغط عال،

ودرجة حرارة منخفضة جداً، وهي ناقلات عالية الثمن. (2)

خامساً- الإنفاق على قطاع الموارد المائية: خلال مسيرة التاريخ حتى مرحلة عصر الصناعة، تعددت إستخدامات المياه ولم تعد قاصرة على إستخدام المياه وسيلة للنقل أو مصدراً للغذاء لتعزيز الإقتصاد المبني على الزراعة، وظهرت جوانب أخرى لم تكن معروفة للإستغلال المياه باعتبارها مورداً إقتصادياً لعل أبرزها: إستخدامات المياه في جميع الصناعات الأساسية، والتحويلية، إما للتبريد، وإما كمدخل أساسي في المنتج الصناعي، و إستخدامات المياه في العلاج الطبي، ولا يمكن إغفال أن ثلث إنتاج الطاقة عالمياً يتم الحصول عليه من الطاقة الكهربائية المتولدة من المياه. (3)

تشكل الموارد المائية اليوم واحدة من أهم المعضلات التي تواجه دولاً عديدة في العالم، وتهدد إقتصاداتها بالتراجع بل أخطر من ذلك تهدد أمنها القومي، وتضعه على فوهة بركان، وخاصة للدول التي تأتيها المياه من خارج حدودها، وهو ما جعل من مستقبلها المائي، وأمنها الإقتصادي مرهوناً بالظروف السياسية، والقانونية التي تطرأ على هذه الدول.

إن البعد الحيوي للمياه يكسبها أهمية بالغة في تحديد مسار التنمية ودفع عجلتها للأمام، لما تلعبه من دور في مجال ترقية الإستثمار وضمان أمن وتلبية إحتياجات المواطنين وكذا المستثمرين من هذه الثروة الحيوية، لذلك تسعى العديد من دول العالم إلى توفير هذه السلعة الإستراتيجية للمستهلك، أو المستثمر من (1)- أشرف العربي، تقييم سياسات الإنفاق العام على التعليم في مصر في ضوء ومعايير الكفاية والعدالة والكفاءة، ورقة مقدمة لـ المؤتمر الدولي حول: تحليل أولويات الإنفاق العام بالموازنات العامة في مصر والدول العربية، معهد التخطيط القومي، مصر، فيفري 2011، ص1.

(2)- عبد الباسط بوزيان، مرجع سبق ذكره، ص 164.

(3)- علي نور الدين إسماعيل، المياه مورد إقتصادي مستدام، مقال متوفر على الموقع الإلكتروني:

[http:// www.aleqE. COM/2008/09/18/article-13618.html](http://www.aleqE.COM/2008/09/18/article-13618.html)

خلال إنفاقها على بناء السدود، تجميع مياه الأمطار، حفر الآبار لإستغلال المياه الجوفية، أو عن طريق الطرق الحديثة من خلال تحلية مياه البحر، أو تصفية المياه المستعملة. (1)

الفرع الخامس: الإنفاق العام على مشاريع البنية التحتية وعلاقته بأداء سوق المالية

لا يخفى على أحد ما للبنية التحتية من أهمية بالغة في دعم التنمية وتطوير الاقتصاد الوطني، إذ يشكل قطاع الطاقة، والكهرباء، والمياه، وقطاع النقل، والمواصلات بما في ذلك للموانئ والمطارات، وقطاع الإتصالات وتكنولوجيا المعلومات، و الخدمات البريدية، و الخدمات الإجتماعية المختلفة، عاملا حيويا للتحول الاقتصادي والاجتماعي، وهي تمثل العمود الفقري لأي إقتصاد، إذ ترتبط بعلاقة طردية مع الإستثمارات المحلية والأجنبية على حد سواء، حيث تعد عاملا مهما في جذب المستثمر، بالتالي يسهم ذلك في تحقيق النمو الاقتصادي، وخلق فرص عمل جديدة تساهم في القضاء على البطالة والتحقق من حدة الفقر (2).

إن الإستثمار في البنية التحتية يسهم في تحقيق العلامة الفارقة بين الدول، فالدول المتقدمة إستطاعت أن تقدم على سلم دول العالم من خلال البنية التحتية المتقدمة التي أدت إلى تقديم خدمات متقدمة ومشاريع مميزة، وصناعات فريدة فدائرة العمل الاقتصادي والاستثماري المدعومة بالعامل البشري المؤهل أسهمت في إرتقاء هذه الدول، و إنعكس كل ذلك على المستوى المعيشي للمواطن وتحسين ظروف الحياة الاجتماعية فمتطلبات المعادلة تقتضي بالمساواة في الحقوق والواجبات بين العمل الجاد والمخلص من قبل المواطن والبنية التحتية القوية والاستثمارات النوعية، إذن فالإستثمار في البنية التحتية يساعد على إرساء أسس التنمية والنمو الاقتصادي، وتوفير مناصب الشغل، وزيادة ثروة المجتمع وتحسين المستوى المعيشي للمواطنين.

وبالنسبة للعلاقة بين الإنفاق على مشاريع البنية التحتية وسوق الأوراق المالية، فإنه يمكن إيجازها في النقاط التالية:

- ترفع البنية التحتية عائدات الإستثمار في قطاعات الإنتاج المباشر، خاصة التي تستخدم التكنولوجيا الحديثة في الإنتاج، بالطريقة نفسها فإنها تحفز على وجود الإستثمارات الكبيرة الحجم في أنشطة الإنتاج المباشر، كذلك تؤدي تجهيزات البنية التحتية إلى إحداث آثار إيجابية في مدخلات المشاريع
- (1)- عبد الباسط بوزيان، مرجع سابق، ص 164.

(2)- Anonyme auteur, **better infrastructure brings economics growth**, SEE IN

[http:// photos. Stqte.gov/ libraries/133183/ English/ p-. better infrastructure brings economics growth PDF](http://photos.Stqte.gov/libraries/133183/English/p-.better%20infrastructure%20brings%20economics%20growth.pdf)

الصناعية، تتمثل في الوفورات الاقتصادية بأنواعها، مما يساعد على إنخفاض الانتاج ويزيد من أرباح الشركات، ويرفع من قيمة أسهمها وبالتالي يرفع مؤشرات أدائها. يحفز الإنفاق على البنية التحتية الطلب الكلي على السلع والخدمات، ويؤدي إلى زيادة الإنتاجية، وزيادة الدخل القومي، وزيادة أرباح الشركات، وبالتالي ارتفاع مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية.

ومجمل القول أن قيام الحكومة بزيادة الإنفاق الحكومي (الجاري أو الإستثماري الرأسمالي) من شأنه أن يؤثر في الدخل سواء تعلق ذلك بمستوى الدخل القومي، أو حجم الدخل الفردية المعدة للإنفاق، وبالتالي فإن زيادة الإنفاق الكلي نتيجة زيادة الإنفاق الحكومي بوصفه جزء من مكونات الإنفاق الكلي، سينعكس على حجم الدخل الكلي ويؤدي بدوره إلى زيادة أرباح الشركات، وهو ما يفسر وجود علاقة إيجابية بين الإنفاق العام، ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية. (1)

المطلب الثاني: العلاقة بين الإنفاق العام والإستثمار الخاص ودورها في التأثير على أداء سوق الأوراق المالية

حظيت العلاقة بين القطاع العام والقطاع الخاص باهتمام كبير، حيث تركز الدراسات على طبيعة هذه العلاقة وأهميتها وانعكاساتها، وتركز الجدل فيها بشكل رئيسي حول دور كل من القطاع العام والقطاع الخاص، لذلك سنحاول من خلال هذا المطلب إبراز العلاقة بين الإنفاق العام والاستثمار الخاص وانعكاساتها على أداء سوق الأوراق المالية.

الفرع الأول: تعريف القطاع الخاص

يعرف القطاع الخاص بشكل عام على أنه: "ذلك الجزء من الإقتصاد غير الخاضع لسيطرة الحكومة ويدرار وفقا لاعتبارات الربحية المالية". (2)

وهناك تعريف آخر: "القطاع الخاص هو عنصر أساسي ومنظم في النشاط الاقتصادي، يكتسي الملكية الخاصة، تقوم فيه عملية الإنتاج بناء على نظام السوق والمنافسة، وتحدد فيه المبادرة الخاصة، وتحمل المخاطر، القرارات والأنشطة المتخذة، إذ أنه وفي ظل إقتصاديات السوق التي تقوم على أساس نشاط إقتصادي قوامه القطاع الخاص، فإن آلية السوق وفي ظل نظام المنافسة هي التي تحدد ما ينتجه وما يستهلكه، حيث يشمل القطاع الخاص كل الأعوان الخواص سواء كانوا أفرادا، أو جماعات، أغنياء، أو فقراء، ولا يقتصر فقط على رجال الأعمال، حيث أنه يشمل بذلك جميع الفئات التي تقبل تحمل

(1) - عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص 354.

(2) - شعيب بونوة، لخضر عبد الرزاق مولاي، متطلبات تنمية القطاع الخاص بالدول النامية (دراسة حالة الجزائر)، مقال

المخاطرة من خلال ممارسة نشاط ما لأجل تحقيق أرباح، و مداخل في إطار تعظيم المصلحة الخاصة".(1)

بناء على التعاريف السابقة فإن القطاع الخاص هو ذلك الجزء من الاقتصاد الذي يعتمد في تسييره على آليات السوق الحرة والمنافسة، بحيث يشمل كل الأعوان الخواص والفئات التي تمارس نشاطا ما وتهدف إلى تحقيق أرباح و مداخل في إطار تعظيم المصلحة الخاصة.

تعود جذور البيئة المثلى لعمل المشروع الخاص إلى بيئة الانعدام التام لتدخل الدولة، وترك الأمور الخفية لآدم سميث A.SMITH الذي أشار: "إن الفرد مسير بيد خفية بهدف تحقيق غاية لا تعتبر جزء من نوايا الشخص، ولا يمثل ذلك أمرا سيئا بالنسبة للمجتمع، فمن خلال إتباع الفرد لمصالحه الفردية يقوم آليا بخدمة مصالح المجتمع بشكل أفضل، مما لو كان الشخص ينوي عمل ذلك بالفعل" وقد ترجمت تلك البيئة المثلى حديثا بأدبيات الرفاه الاقتصادي WELFARE ECONOMIC حيث ترجمت آراء سميث بالنظريتين التوأم TWIN THEOREMS للرفاهية: التوازن التنافسي، والأمثلة الاجتماعية.(2)

من جهة أخرى يعتبر القطاع الخاص أحد المحركات الرئيسية الحاسمة لديناميكية النمو الاقتصادي خاصة في الدول الناشئة، والدول النامية على وجه الخصوص، والناجمة إلى حد كبير عن التفاعل الحر القائم بين قوى السوق أي بين العرض والطلب، فاستثمار القطاع الخاص غالبا ما يكون السباق في إستعمال التكنولوجيات الجديدة في عملية الإنتاج وما يترتب عن ذلك من مزايا مرتبطة من شأنها إحداث النمو الاقتصادي وتعزيزه.(3)

الفرع الثاني: متطلبات تنمية القطاع الخاص

تتطلب تنمية وتطوير القطاع الخاص وتوفير مجموعة من العوامل الأساسية المرتبطة بمناخ الإستثمار، ويقصد بهذا الأخير: "مجمل الأوضاع والظروف المؤثرة في تدفق رأس المال وتوظيفه، (1)- كريم بودخدخ، مسعود بودخدخ، رؤية نظرية حول إستراتيجية تطوير القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الوطني الأول حول: دور القطاع الخاص في رفع تنافسية الاقتصاد الجزائري والتحصير لمرحلة ما بعد البترول، جامعة محمد الصديق يحي، جيجل، الجزائر، يومي 21/20 نوفمبر 2011، ص3.

(2)- أحمد الكواز، بيئة ممارسة أنشطة الأعمال ودور القطاع الخاص، المعهد العربي للتخطيط، سلسلة إجتماعات الخبراء، العدد رقم 28، الكويت، يونيو 2008، ص 7.

(3)- أدريوش محمد دحماني، ناصر عبد القادر، دراسة قياسية لمحددات الاستثمار الخاص في الجزائر باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية، مداخلة مقدمة إلى المؤتمر الدولي الأول حول: تقييم آثار برامج الاستثمارات العامة و انعكاساتها على التشغيل والاستثمار والنمو الاقتصادي خلال الفترة 2001-2012، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، أيام 12/11 مارس 2013، ص 3.

فالوضع السياسي للدول ومدى ما يتسم به من إستقرار، وتنظيماتها الإدارية، وما تتميز به من كفاءة وفاعلية، ونظامها القانوني، ومدى ثباته وتوازن ما ينطوي عليه من حقوق وأعباء، وسياسات الدول الاقتصادية وإجراءاتها، وطبيعة السوق وآلياته وإمكاناته من بنى تحتية وعناصر الإنتاج، وما تتميز به الدول من خصائص جغرافية، وديمغرافية على ذلك بشكل ما أصطلح على تسميته بمناخ الاستثمار. يلاحظ من خلال هذا التعريف، أن مناخ الاستثمار يعبر عن مفهوم شامل للأوضاع والظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية والأمنية والتنظيمات الإدارية التي يجب أن تكون ملائمة ومناسبة لجذب وتشجيع الاستثمارات سواء كانت محلية أو أجنبية، يجب التأكيد هنا على أن السلامة مبدأ أساسي يحكم القرارات الإستثمارية في كل زمان ومكان. (1)

من أهم العوامل المحددة لنمو القطاع الخاص نذكر ما يلي:

أولاً- معدل نمو الناتج: هناك علاقة مزدوجة بين الاستثمار الخاص ومعدل نمو الناتج، فزيادة الإستثمار سواء في تنمية الموارد أو في البحث والتطوير والتعليم والتدريب ومن خلال تأثيرها الإيجابي على الإنتاجية تسهم في زيادة معدل نمو الناتج الإجمالي، كما أن زيادة معدل الناتج من شأنها أن تعطي المستثمرين مؤشرا تفاؤليا عن مستقبل الطلب الكلي والأداء الاقتصادي مما يحفزهم على تنفيذ مشاريع إستثمارية جديدة، وقد وجد " جرتين" و " فيلانوفنا" (greene and villanuva 1991) دلائل على أن هناك علاقة موجبة بين معدل نمو الناتج والاستثمار الخاص، وتمتد جذور هذه العلاقة بطبيعة الحال إلى نظرية المعجل المرن، بافتراض أن دالة الإنتاج تعكس علاقة ثابتة بين مخزون السلع الرأسمالية في الاقتصاد، ومستوى الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي. (2)

ثانيا- توفر الإئتمان المحلي: إن عدم أو نقص تطوير أسواق المال (خاصة أدوات حقوق الملكية) تجعل المشروعات أو الشركات تعتمد بدرجة عالية على الإئتمان المصرفي ليس فقط لاحتياجات رأس المال التشغيلي (مثل إحتياجات دفع أجور العمال وشراء المواد الخام) ولكن أيضا لاحتياجات التمويل طويل الأجل (التراكم الرأسمالي)، وفي الاقتصاديات حيث أسعار الفائدة تحدد بالقرارات الادارية (مما ينتج عنه أسعار فائدة حقيقية سالبة) فإن ذلك يسفر عن وجود طلب زائد على الإئتمان المصرفي مما يدفع البنوك لتقنين منح القروض، ونظرا لأن تلك المصارف قد تعاني من نقص المعلومات عن جودة المشروعات

(1)- حربي محمد موسى عريقات، مناخ الاستثمار في الوطن العربي (الواقع والعقبات والآفاق المستقبلية)، مداخلة مقدمة إلى المؤتمر العلمي الخامس " نحو مناخ إستثماري وأعمال مصرفية إلكترونية"، جامعة فيلاديلفيا، عمان، الأردن، أيام 5/4 جويلية 2007، ص8.

(2)- شعيب بونوة وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 7.

الاستثمارية، فإن تقنين الائتمان المصرفي قد يكون سياسة داخلية للمصارف، في مثل هذه الحالات، يجب إعتبار كمية الائتمان المصرفي المتاحة وليس أسعار الفائدة هي محدد الاستثمار.

ثالثاً- التضخم: إن الاستثمار مرتبط بوجود درجة من عدم اليقين، قد يكون لها تأثير على قرار الاستثمار من خلال الانخفاض غير المتوقع في الطلب الكلي، لذلك هناك العديد من الدراسات التجريبية التي تعتبر التضخم كمؤشر مقبول للتعبير عن درجة اليقين في الاقتصاد، فكلما إستقرت الأسعار، مكن ذلك من تقديم معلومات مفيدة حول نظام الأسعار مما يسمح بتخصيص مناسب للموارد (أفضل الفرص هي التي تسهل تميزها)، كما أن التضخم وما يعنيه من إنخفاض للقوة الشرائية للنقد سيؤدي إلى إنخفاض القيم الحقيقية للموجودات والأصول الاستثمارية مما يؤدي إلى مشاكل مالية وربما عسر مالي لصاحب المشروع جراء عدم تمكنه من سداد ما عليه من التزامات مالية. (1)

رابعاً- سعر الفائدة: فيما يتعلق بأثر سعر الفائدة على الاستثمار الخاص فممازالت هناك إختلافات حول هذا الأثر على المستويين النظري والتجريبية، وطبقاً للنظرية الكنزيرة والنيوكلاسيكية، تخفيض أسعار الفائدة يشجع الإنفاق الاستثماري، أما الأدب الاقتصادي المعاصر والذي بدأ مع ظهور "ماكينون - شو" في أوائل السبعينات من القرن العشرين، وتبني صندوق النقد والبنك الدوليين لسياسات الإصلاح الاقتصادي، طالب بإزالة التشوهات في سعر الفائدة الحقيقية إلى قيم موجبة بهدف زيادة حجم الاستثمار، وذلك على إعتبار أن أسعار الفائدة المرتفعة ستؤدي من ناحية إلى تشجيع المدخرات، ومن ناحية أخرى إلى التوظيف الكفئ لهذه المدخرات على أساس من المنافسة التي تؤدي في النهاية إلى سيادة الاستثمارات الأكثر كفاءة وربحية، أما على المستوى التجريبي فإن التطبيق العملي لسياسات أسعار الفائدة قد أسفر عن وجود إختلاف بين الباحثين حول أثر سعر الفائدة على الاستثمار، بمعنى أنه ليس هناك إتفاق عام حول هذا الأثر على الاستثمار، فضلاً عن أن عن الدراسات التجريبية لم تحقق النتائج المرجوة. (2)

خامساً- مدى توفر النقد الأجنبي: من المفهوم أن السلع الرأسمالية مثل الآلات والمعدات التي تحتاجها الاقتصاديات النامية غالباً ما يتم إستيرادها من الخارج، بذلك تنشأ الحاجة إلى النقد الأجنبي (السداد ثمن هذه الواردات) الذي ربما لا يكون متاحاً أو متوفراً كنتيجة لاختلالات ميزان المدفوعات أو بسبب الأولويات الاقتصادية، أو الضروريات مثل: سداد أعباء خدمة الدين الخارجي مما يؤثر على القرار الاستثماري.

(1)- عادل عبد العظيم، محددات الاستثمار الخاص، مقال متوفر على الموقع الإلكتروني:

[/http://iefpedia.com/arab](http://iefpedia.com/arab)

(2)- خديجة ثابتي، دراسة تحليلية حول الضريبة والقطاع الخاص (دراسة حالة تلمسان)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات

نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2012/2011، ص 65.

سادسا- مزاحمة الإستثمار العام للإستثمار الخاص.

سابعا- سعر الصرف الحقيقي: سعر الصرف الحقيقي (الذي يتم قياسه بسعر السلع غير القابلة للتجارة الدولية نسبة إلى سعر السلع القابلة للتجارة الدولية)، يؤثر في الاستثمار الخاص من خلال قناتي العرض، والطلب كما يلي:

1- جانب الطلب: تخفيض سعر الصرف الحقيقي الناجم عن تخفيض في سعر الصرف الاسمي، يؤدي إلى تراجع القيمة الحقيقية لثروة القطاع الخاص، وبالتالي الإنفاق الخاص، من خلال تأثير هذا التخفيض على المستوى العام للأسعار، وبالتالي فإن الإنخفاض في الإستيعاب المحلي ربما يدفع الشركات لمراجعة توقعاتها المستقبلية عن الطلب، ومن ثم تخفيض الإستثمارات من خلال أثر المعجل.

2- جانب العرض: نظرا لأن تخفيض سعر الصرف الحقيقي يرفع من سعر المنتجات القابلة للتجارة الدولية.

ثامنا- البنية الأساسية المناسبة: يعتبر توفير بنية أساسية محددا هاما ومناسبا في جذب الاستثمار الخاص، إذ أنها تساهم في تخفيض تكلفة الأعمال للمستثمر ومن ثم رفع معدل العائد على الاستثمار الخاص، فخطوط النقل الحديث بأنواعها المختلفة تسهل من عملية الوصول داخل الدولة وكذلك للعالم الخارجي، كما أن وجود وسائل إتصالات ذات كفاءة عالية تمكن من سهولة، وسرعة الاتصال بين فروع الشركات فضلا من أنها تسهل عملية تبادل البيانات، والمعلومات. (1)

تاسعا- الضرائب: تؤثر الضرائب المباشرة سلبيا على الاستثمار الخاص من خلال من خلالها تأثيرها على الدخول المتاحة للقطاع العائلي، مما يؤدي إلى نقص الادخار والحد من الاستثمار، وتفسير ذلك يكمن في أن هناك علاقة طردية بين حجم الدخل ومستوى الإدخار، وأن الضرائب على الدخل تقترض أساسا على أصحاب الدخل المرتفعة ذوي الميل الحدي المرتفع للإدخار، ومن ثم الحد من إستثماراتهم، كما أن الضرائب التي تصيب أرباح بعض الأنشطة في المشروعات تحد من الاستثمار إلى نفقته، الأمر الذي يؤدي إلى الحد من الاستثمار في حالة توقع المشروعات زيادة سعر الضرائب، يضاف إلى ذلك أن الضرائب المرتفعة على أرباح المشروعات تدفع أصحابها إلى المبالغة في النفقات عند تقدير المادة الخاضعة للضريبة مما يؤدي إلى إنخفاض الحصيلة مع عدم زيادة الادخار الخاص، وكذلك يمكن أن تؤدي ضرائب الاستهلاك إذ من شأنها رفع أسعار المنتجات، وهو ما يتوقف على مدى مرونة الطلب

(1)- شعيب بونوة، لخضر عبد الرزاق مولاي، دور القطاع الخاص في التنمية الاقتصادية بالدول النامية دراسة حالة

الجزائر، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2010/2009، ص 139.

على هذه المنتجات ، مما قد يؤدي إلى خفض الاستثمار، في هذه الحالة يظهر خفض الاستثمار كأثر غير مباشر للضريبة. (1)

عاشرا- تأثير عبء الدين الخارجي: إرتفاع أعباء خدمة الدين الخارجي يثبط تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وذلك بزيادة احتمال لجوء الحكومة إلى فرض قيود على سداد الالتزامات الخارجية (بما في ذلك دخل الاستثمار الأجنبي المباشر، وبارتفاع درجة تكامل الاستثمار الأجنبي المباشر مع الاستثمار الخاص المحلي، فإن تراجع الاستثمار المباشر قد يؤدي حتما إلى تراجع الاستثمار المحلي، من جهة أخرى فإن إرتفاع التزامات الشركات المحلية للعمليات الأجنبية يجعلها أكثر عرضة لتحركات وتقلبات سعر الصرف، ومثال على ذلك: فإن تخفيض سعر الصرف الإسمي يزيد تلقائيا من أعباء الدين ويقلل من صافي ثروة الشركات، كما أن زيادة مخاطر التوقف عن خدمة الدين الخارجي يدفع المصارف إلى تقييد السياسة الإئتمانية ومنح القروض مما يثبط الاستثمار.

احدى عشر- إستقرار ووضوح السياسات الاقتصادية: إن المناخ، والمحيط الاقتصادي الذي يمتاز باستقرار ووضوح ومصداقية للحكومات المتعاقبة بعدم التراجع عن السياسات السابقة يكون عاملا محفزا للإستثمار، فتغيير القوانين عشوائيا، وبدون مبرر يعتبر عن عدم إستقرار النظام الاقتصادي. (2)

اثنا عشر- الإستقرار السياسي: يتأرجح الإستقرار السياسي بين ترتيبه في المقام الأول، أو الثاني كعامل لتمتية الاستثمارات الخاصة، حيث ترتبط العوامل السياسية بالمخاطر السياسية التي يمكن أن يواجهها المستثمر، مصادر الخطر السياسي هي: الايديولوجيات السياسية، الصراع الديني، عدم الاستقرار الاجتماعي، الصراع المسلح، الانقلابات العسكرية... الخ، كلما قلت هذه المخاطر يكون هذا عاملا محفزا للإستثمار الخاص. (3)

فيما يتعلق كذلك بشأن العلاقة بين الاستقرار السياسي والاستثمار على المستوى التجريبي أولت الدراسات لهذه العلاقة أهمية خاصة بمختلف أشكالها ونتائجها أهمية خاصة، ففي عينة من 28 دولة نامية لدراسة العلاقة بين الصدمات الخارجية والأمور السياسية والاستثمار الخاص، توصل كل من DANIR و sule.o.and إلى أن المتغيرات السياسية (درجة تحضر السكان، والحقوق السياسية والحريات المدنية)

(1)- شعيب بونوة وآخرون، نفس المرجع أعلاه، ص 140.

(2)- غريب بولرباح، العوامل المحفزة لجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة وطرق تقييمها دراسة حالة الجزائر، مجلة الباحث، العدد10، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، الجزائر، 2012، ص 102.

(3)- عمار زودة، محددات قرار الاستثمار الأجنبي المباشر دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2008/2007، ص 127.

تؤثر على إستجابة الاستثمار الخاص للصدمة الخارجية (ظروف التبادل التجاري، أسعار النفط، سعر الفائدة)، وأن أثر الصدمات الخارجية في الاستثمار يكون كبيراً في الدول ذات الأنظمة السياسية الأكثر تعقيداً.

ثلاثة عشر - الإطار القانوني والتشريعي: تعد قدرة الدولة على بناء قاعدة قانونية مساندة للتشريعات الدولية محفزاً للإستثمارات، وتكون هذه القاعدة في شكل توفير إطار تشريعي وقانوني للإستثمار. يمثل الإطار التشريعي والتنظيمي الكيان الحاكم لكافة أوجه النشاط الاقتصادي الذي يعمل فيه المستثمر بقدر ما يكون محكماً ومنظماً وغير معقد يكون محفزاً للإستثمار، كذلك يجب توفر مجموعة من المقومات أهمها: (1)

- وجود قانون موحد للإستثمار يقسم بالوضوح والاستقرار والشفافية، وعدم التعارض مع التشريعات الأخرى ذات الارتباط وأن يكون متوافقاً مع القواعد والتنظيمات الدولية الصادرة للحكم وحماية المستثمر.
- وجود ضمانات كافية لحماية المستثمر من المخاطر السياسية.
- وجود نظام قضائي قادر على تنفيذ القوانين، التعاقدات وحل النزاعات التي تنشأ بين المستثمر والدولة المضيفة بكفاءة عالية.

الفرع الثالث: الإنفاق العام: علاقته بالقطاع الخاص ودورها في التأثير على أداء سوق الأوراق المالية
إن علاقة سياسة الإنفاق العام بأسواق الأوراق المالية، تحكمها عدة عوامل منها: حجم الموارد المتوفرة في القطاع الخاص، وقدرة هذا الأخير على الاستثمار، وحاجته للتمويل، مع الأخذ بعين الاعتبار أن الإنفاق العام جزء من مكونات الطلب الكلي، بالإضافة إلى اعتبارات أخرى تتعلق بكون الإنفاق العام يؤثر في الطلب الخاص، والعرض الكلي، بالإضافة إلى ما سبق فإن أي زيادة أو نقص في حجم النفقات العامة من شأنه أن يحدث تغييراً في هيكلية الطلب الكلي بنسب متفاوتة، وهذا التغيير الأخير يختلف بحسب المقاربة بين الإنفاق العام، والإنفاق الخاص، وما ينجم عنها من استقطاعات تطول موارد القطاع العائلي، وقطاع الأعمال الخاص، وهو ما يضعف من قدرة القطاع الخاص على الاستثمار، ويسمى هذا النوع من المنافسة بظاهرة المزاحمة، أو الإقصاء، أو الإبعاد. (2)

يقصد بأثر الإزاحة "إبعاد وإقصاء القطاع الخاص من النشاط الاقتصادي"، والفكرة الرئيسية التي تفسر

(1) - خديجة ثابتي، مرجع سبق ذكره، ص ص 69-70.

(2) - قطان السيوبي، دور أدوات السياسة المالية وتأثيرها على أسواق الأوراق المالية، مقال متوفر على الموقع

من هذا التعريف هي مشكلة ندرة الموارد، إذ أن ارتفاع الإنفاق العام يؤدي إلى تحول الموارد النادرة من القطاع الخاص إلى القطاع العام نتيجة ارتفاع معدلات الفائدة. (1)

تعد فرضية المزاحمة من أقدم التحاليل الاقتصادية والتي تعود إلى نظرية التعادل بين الدين العام والضرائب، وتأخذ ظاهرة الإزاحة شكلين:

1- الإزاحة المباشرة: تتمثل بحلول الإنفاق العام محل الإنفاق الخاص باعتبارهما بدائل قريبة (كالإنفاق على التربية والتعليم)، وتبعاً لذلك فإن بعض أشكال الإنفاق العام التي تعتبر مكملة للإنفاق الخاص كاستثمارات البنية التحتية التي لا يترتب عليها عملية إزاحة مباشرة.

2- إزاحة مالية (financial lawding): تتمثل في أن زيادة الإنفاق العام ينجم عنها زيادة في الإنفاق المحلي بمقدار أقل، وتؤدي الزيادة في الإنفاق المحلي إلى التأثير على أسعار الفائدة، وأسعار الصرف بشكل يؤثر على تدفق الموارد المالية تجاه القطاع الخاص، تتوقف الإزاحة المالية على عوامل عدة أهمها:

- الكيفية التي يتم بها تمويل الزيادة في الإنفاق العام.
- موقف السياسة النقدية ومرونة الطلب النقدي تجاه تغيرات أسعار الفائدة.
- مدى حركية رأس المال الدولي ونظام الصرف الأجنبي.

عندما يتم تمويل الزيادة في الإنفاق العام بزيادة مماثلة في الضرائب، أي بدون تغيير مستوى العجز المالي، بافتراض ثبات العرض النقدي، وأن الطلب النقدي غير مرّن تجاه التغيرات في أسعار الفائدة ترتفع بشكل حاد، وتعمل مع الزيادة في الضرائب على إلغاء الدفعة المبدئية في الطلب الكلي، وتنخفض من ثم الاستثمارات الخاصة التي تتميز بارتفاع درجة حساسيتها للتغيرات في أسعار الفائدة، وإذا كان الطلب النقدي مرّن تجاه التغيرات في أسعار الفائدة، فإن الزيادة في أسعار الفائدة تكون أكثر اعتدالاً، ويكون الانخفاض في تلك الحالة أقل من الزيادة في الإنفاق العام، تكون الإزاحة في تلك الحالة جزئية. (2)

في إقتصاد مفتوح يسمح فيه بحرية الاستيراد وانتقال رؤوس الأموال، حيث يمكن إشباع جزء من الطلب المحلي الإضافي من خلال الواردات، يصبح مضاعف الميزانية المتوازنة أقل من الوحدة، الأمر الذي يترتب عليه مع بقاء العوامل الأخرى على حالها، زيادة عجز الحساب الجاري، وتبعاً لذلك يتغير هيكل الواردات ليعكس الجزء الإضافي من الإنفاق الذي يأخذ الشكل الحكومي، وثمة أنواع من الإنفاق الحكومي كالإنفاق العسكري والمشروعات الاستثمارية، تتسبب في إحداث زيادة كبيرة في الواردات خاصة في الدول (1)- كريم بودخدخ، مرجع سبق ذكره، ص 156.

(2) - عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص156.

النامية، فإذا واكبت تلك الزيادة زيادة جوهرية في أسعار الفائدة، فإنه في ظل السماح لحرية حركة رأس المال سوف تزيد التدفقات الداخلة من الأموال الأجنبية، فإذا كانت الدولة تتبع سياسة سعر الصرف المرن، فإن سعر الصرف سوف يرتفع مع تزايد التدفقات الداخلة من الأموال الأجنبية، وسوف يؤدي ذلك إلى إتساع العجز في الحساب الجاري حتى نصل في نهاية الأمر لظاهرة الإزاحة الكاملة، ويختلف الوضع في ظل إتباع نظام الصرف ذو السعر الثابت ووجود قيود مبنية على حركة تدفقات رأس المال، حيث تصبح الإزاحة جزئية، إذ يتم في تلك الحالة إشباع جزء من الزيادة الصافية في الطلب الكلي الناتجة عن الزيادة في الإنفاق الحكومي من خلال الزيادة الصافية في الطلب الكلي الناتجة عن الزيادة في الإنفاق الحكومي من خلال الزيادة في الناتج المحلي طالما هناك طاقة فائضة في الاقتصاد تم استغلالها في رفع الناتج المحلي تلبية للزيادة في الطلب الكلي، وإذا كان الاقتصاد يعمل بكامل طاقته فإن ظاهرة الإزاحة يصعب تجنبها على الأقل في الأجل القصير، إذن فزيادة الإنفاق العام في ظل الاستغلال الكامل للموارد يمكن أن يؤثر على أسواق الأوراق المالية بالسلب من خلال الآتي:

- أثر سلبي يتمثل في خفض الاستثمارات الخاصة نتيجة لسحب جزء من موارد القطاع الخاص للإنفاق العام.

- أثر سلبي ينشأ نتيجة زيادة أسعار الفائدة ومن ثم معدلات العائد المطلوبة على الأوراق المالية، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض أسعارها، ومن ثم انخفاض جاذبيتها مقارنة بالأصول المالية الأخرى كالودائع.

ومجمل القول إن زيادة الإنفاق العام الذي يرافقه استغلال الموارد بشكل كامل ينعكس سلبيًا على سوق الأوراق المالية، فهو يؤدي إلى خفض الاستثمارات الخاصة بسبب تحويل جزء من سيولة القطاع الخاص إلى الإنفاق العام من ناحية، كما أن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى إحداث جاذبية أكبر للودائع على حساب الأوراق المالية من ناحية أخرى، ومن ثم فإن الإنفاق العام يمكن أن يكون مكملًا للإنفاق الخاص حينما يتركز على الأنشطة التي لا يدخلها القطاع الخاص، أو يدخلها بشكل محدود، ومن شأن ذلك أن يساهم في إنتعاش الاستثمار الخاص، ومن ثم يؤثر إيجابًا على أداء سوق الأوراق المالية. (1)

(1) - قحطان السيوفي، مرجع سابق، متوفر على الموقع الإلكتروني: <http://www.iqtissadia.com>

المطلب الثالث: العلاقة بين الإنفاق العام و الخصخصة ودورها في التأثير على أداء سوق الأوراق المالية

أصبحت ظاهرة الخصخصة وتوسيع قاعدة الملكية، ظاهرة عالمية تقوم بها العديد من الدول، خاصة تلك التي يمثل فيها القطاع العام القطاع الرئيسي للاقتصاد الوطني، من هذا المنطلق يهدف هذا العنصر إلى توضيح العلاقة بين الإنفاق العام والخصخصة ودورها في التأثير على أداء سوق الأوراق المالية.

الفرع الأول: مفهوم الخصخصة

يمكن إرجاع فكرة تطبيق الخصخصة، والتي تهدف إلى نمط الإنتاج الخاص إلى العالم بن خلدون، عندما تحدث في مقدمته عن أهمية إشراك القطاع الخاص بالإنتاج، كذلك نادى بالخصخصة آدم سميث في كتابه الشهير " ثروة الأمم" الذي نشر عام 1776م، عندما أشار في كتابه الشهير " ثروة الأمم" الذي نشره عام 1776، إلى الاعتماد على قوى السوق والمبادرات الفردية من أجل التخصص وتقسيم العمل، وبالتالي تحقيق الكفاءة الاقتصادية على المستوى الكلي والجزئي. (1)

يرجع تاريخ أول عملية خصخصة في العالم بمعنى قيام شركة خاصة بخدمة عامة كانت تضطلع بها مؤسسة حكومية إلى سماح بلدية نيويورك لشركة خاصة بأن تقوم بأعمال نظافة شوارع المدينة عام 1676، أما استخدام الخصخصة كسياسة اقتصادية أو وسيلة عملية لإحداث تحول مبرمج في إقتصاديات الدول فقد بدأ في السبعينات من القرن العشرين، حين ظهرت الموجة الأولى للخصخصة في عهد مارغريت تاتشر في بريطانيا في الفترة ما بين 1979 م و 1982 م التي إستطاعت بإرادة حديدية أن تمضي في تطبيق سياستها الاقتصادية بالرغم من المعارضة العمالية لها، وكانت الخصخصة أحد الأدوات الهامة التي أتخذتها ضمن إطار فكري، وفلسفي، يتبنى أفكار الاقتصاديين الكلاسيكيين الجدد الداعين إلى إقتصاد السوق، وفسح المجال أمام القطاع الخاص للقيام بالدور الأساسي في الانفتاح الاقتصادي، وقد أدى نجاح برنامج الخصخصة البريطاني إلى إنتشار الخصخصة في أكثر من نحو 100 دولة من دول العالم، حيث أصبحت من البنود الأساسية التي يتبناها كل من البنك والصندوق الدوليين كإحدى المعالجات للأوضاع المالية المتدهورة في الدول النامية، وقد تزايدت وتيرة الأخذ بها باعتبارها عنصرا حاسما في عملية التحول الاقتصادية في جميع الدول المتقدمة، والنامية على حد سواء. (2)

(1) - فؤاد خليل لطيف، الخصخصة (نشأتها، إيجابياتها، سلبياتها)، بحث منشور على الموقع الإلكتروني:

[http:// www.ircoedu.uobaghd.edu.iq/uploads/44](http://www.ircoedu.uobaghd.edu.iq/uploads/44)

(2)- بدون مؤلف، الخصخصة، العدد السادس، نشرة توعوية صادرة عن معهد الدراسات المصرفية، الكويت، يناير 2011، ص 1، متوفرة على الموقع الإلكتروني: http://www.kibs.edu.kw/upload/Privatization_381.pd تستحوذ عبارة " الخصخصة " أو " التخصيص " أو " الخصخصة " على إهتمامات معظم دول العالم، سواء كانت متقدمة أو نامية وهي جميعها تسميات لمصطلح اقتصادي باللغة الانجليزية أو الفرنسية (parivatization)، هذا ولا يوجد مفهوم دولي متفق عليه لكلمة الخصخصة، إلا أننا نستطيع التمييز بين التعاريف التالية:

تعرف الخصخصة وفقا لـ savas بأنها: "تقليل دور الدولة مقابل زيادة دور القطاع الخاص في ملكية، وإدارة الأنشطة المختلفة في الاقتصاد." (1)

أما بالنسبة للبنك الدولي: "الخصخصة هي زيادة مشاركة القطاع الخاص في إدارة ملكية الأنشطة والأصول التي تسيطر عليها الحكومة أو تملكها." (2)

بالنسبة لـ RANDAL: "الخصخصة هي عملية التحول من السيطرة أو الملكية الحكومية إلى الملكية الخاصة." (3)

أيضا عرفت الخصخصة على أنها " إنتقال الوحدات الانتاجية السلعية والخدمية العائدة ملكيتها والتي تخضع للقطاع العام إلى الأشخاص المعنويين أو الماديين بشكل جزئي أو كلي ومن خلال مرة واحدة أو على شكل مراحل أو أساليب مباشرة أو غير مباشرة وبشكل مخطط ومهيا له بظروف تمهيدية مما سيؤدي إلى إعادة هيكلة الوحدات الإنتاجية المعنية ومن ثم العمل على تغيير قوى الإنتاج وعلاقاته وزيادة ربطها بألية السوق بطريقة تتوافق في النهاية مع ما يشهده الاقتصاد العالمي من تغيرات." (4)

كذلك عرفت الخصخصة على أنها: "تحويل الملكية العامة إلى القطاع الخاص إدارة أو إيجارا أو بيعا و شراء في ما يتبع الدولة أو تنهض به أو تهيمن عليه، في القطاعات الاقتصادية المختلفة أو في مجال الخدمات العامة." (5)

(1)- إياد عبد الفتاح النصور، أساسيات الاقتصاد الكلي، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص 312.

(2)- بدون مؤلف، الخصخصة، مرجع سابق، ص 1.

(3)- إياد عبد الفتاح النصور، نفس المرجع أعلاه، ص 312.

(4)- شهاب حمد شيحان، إشكالية الخصخصة وانعكاساتها في رفع الأداء (دراسة تحليلية تطبيقية)، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والادارية، العدد الثاني، العراق ، 2008، ص 4.

(5) - حسن عبد الكريم سلوم، خديجة جمعة الزويني، الأزمة المالية العالمية وخصخصة الشركات، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي السابع حول: تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال " التحديات - الفرص، الآفاق"، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، 10/11 نوفمبر 2009، ص6.

من جهة أخرى الخصخصة هي: " عملية الانتقال من آلية الاقتصاد المركزي إلى آلية الاقتصاد الحرفي إنتاج السلع والخدمات، أي هي العملية التي يتم بموجبها حلول القطاع الخاص محل القطاع العام في ممارسة النشاط الاقتصادي المنتج للسلع والخدمات، و الخصخصة باتجاهها العام تعني تحويل ملكية الدولة (العامة) إلى الملكية الخاصة في عملية تحويل الاقتصاد العام إلى اقتصاد السوق، وإذا ما أخذت المفهوم العام تعني تحويل ملكية الدولة (العامة) إلى الملكية الخاصة في عملية تحويل الاقتصاد العام إلى اقتصاد السوق، وإذا ما أخذت المفهوم العام لاقتصاد السوق، فهو يعني إقتصاد العرض والطلب، والعنصر الأساسي في هذا الاقتصاد هو النشاط الخاص بأشكاله المختلفة والنشاط الفردي، وإلا أنه لا ينفى بأي شكل من الأشكال دور الدولة في الإسهام في الاقتصاد، أو إصدار القوانين اللازمة لحماية الاقتصاد الخاص وتنظيمه وتشجيعه، أو محاربة الاحتكارات. " (1)

بناء على ما سبق فإن أي تعريف شامل للخصخصة لابد وأن يشمل على العناصر التالية:

- الخصخصة تركز على تضيق نطاق التدخل الحكومي وتوسيع الملكية الخاصة؛
- الخصخصة هي تلك الآلية التي يتم بموجبها نقل ملكية أو إدارة الأنشطة الاقتصادية من القطاع العام إلى القطاع الخاص وذلك إما جزئياً أو كلياً؛
- تهدف الخصخصة إلى إعادة هيكلة الوحدات الإنتاجية ورفع كفاءة إدارة وتشغيل المؤسسات العامة من خلال التحول إلى إقتصاد السوق؛
- إن الخصخصة لا تلغي أبدا دور الدولة في حماية الاقتصاد وتنظيمه وتحفيزه.

الفرع الثاني: أهداف الخصخصة

يمكن ايجاز أهداف الخصخصة المتمثلة فيما يلي: (2)

- رفع مستوى الكفاءة الاقتصادية لإدارة الأموال داخل الدولة ؛
- تخفيض العبء عن الميزانية العامة للدولة، فيما يتعلق بالدعم الذي تقدمه الدولة للشركات العامة وتعويض خسارتها ؛
- توسيع قاعدة الملكية للأفراد، والحصول على زيادة الإنتاج والتصدير وتحسين الجودة؛
- توافر حصيلة لدى الدولة من بيع الوحدات العامة، تستطيع أن تواجه بها عجز الميزانية العامة؛

• التغلب على عدم كفاءة نظم الرقابة والمحاسبة في الوحدات العامة؛

(1)- محمد معن ديوب، المتطلبات الأساسية لنجاح برنامج الخصخصة، مجلة جامعة تشرين للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 28 العدد الثاني، سوريا، 2006، ص 100.

(2)- بدون مؤلف، الخصخصة، مرجع سابق، ص2.

• دعم واقتناع وتفهم من الجماهير العريضة في المجتمع لعملية الخصخصة؛

• إتزام الحكومة بعملية الخصخصة بعملية إصلاح إقتصادي شاملة، وذلك على أساس أن

الخصخصة جزء من سياسات الإصلاح الاقتصادي وما تشمله من إجراءات تعمل على تحرير

الاقتصاد وتنمية روح المنافسة في السوق، الجدير بالذكر، الآن قرار الخصخصة يحمل في طياته

درجة عالية من المخاطرة للحكومات، التي يكون عليها دائما التخفيض من درجة المعارضة

السياسية والوصول بها إلى معدلات مقبولة، إلى جانب إتخاذ إجراءات مناسبة يمكن أن ينجم

عنها برنامج خصخصة ناجح لاحداث نوع من الرضا والتأثير الشعبي.

الفرع الثالث: أساليب وطرق الخصخصة

للخصخصة طرق مختلفة ولكل منها مزايا وعيوبها، ويعد إختيار الطريقة المناسبة من أهم عناصر

نجاح عملية الخصخصة، ويتوقف هذا الاختيار بدوره على عدد من العناصر أهمها: أهداف الخصخصة،

وحجم الشركات التي ستتم خوصصتها ومدى تطور الأسواق المالية وخصائص المشتريين والمستثمرين،

ويمكن إيجاز أساليب الخصخصة في النقاط التالية:

أولاً- طرح الأسهم في إكتتاب عام (الطرح الكلي أو الجزئي): يقصد بالطرح الكلي قيام الحكومة بطرح

كل أو جزء من أسهم رأسمال المؤسسة للبيع للجمهور من خلال سوق الأوراق المالية، يعتبر هذا الأسلوب

أفضل الأساليب من وجهة النظر الاقتصادية لأنه يؤدي إلى توسيع نطاق الملكية وقاعدة المنافسة، في

حال قيام الحكومات ببيع نسبة من أسهمها في الشركة، فإن النتيجة هي أن تصبح الشركة مختلطة "

حكومية / قطاع خاص، قد يكون الغرض من هذا التصرف تنفيذ سياسة التحرير الاقتصادي أو الرغبة

من جانب الحكومة في الاحتفاظ بوجود لها في الشركة، وأن يكون بمثابة الخطوة الأولى نحو الخصخصة

الكاملة لها.

لنجاح هذه الطريقة يتعين توفر الشروط التالية:

- أن تكون الشركة مستمرة وذات سجل مالي معقول ومبشر في المستقبل؛

- أن يكون هناك قدر كبير ومتاح من المعلومات المالية والإدارية عن الشركة ويتم الإفصاح عنه

للمستثمرين؛

- توفر قدر محسوس وملموس من السيولة النقدية في السوق المحلي لتمويل الشراء؛
- وجود سوق نشط للأسهم. (1)

(1) - عبد السلام مسعود رحومة، تجارب الخصخصة وآثارها في رفع الكفاءة الاقتصادية، بحث منشور على الموقع الإلكتروني: [http:// www.silronline org/ ala bwab / derasat](http://www.silronline.org/ala%20bwab/derasat)

ثانياً - طرح الأسهم في إكتتاب خاص: يقصد بالطرح الخاص بيع أسهم لمؤسسة أو جزء منها لمستثمر واحد أو مجموعة مختارة من المستثمرين، بل وقد يتم البيع لمؤسسة أخرى قائمة بالفعل أو مؤسسة مالية⁽¹⁾، يمكن التمييز بين أسلوبين شائعين للطرح الخاص هما: المعاطات والتفاوض المباشر، كما يفضل هذا الأسلوب في حالة الشركات ذات الأداء الضعيف، أو الشركات التي تحتاج إلى مالكيين تتوفر لديهم الخبرات الصناعية والمالية، يلاحظ أن الطرح الخاص بأسلوبيه يعتبر طريقة مجدية، أو المخرج الوحيد لخصوصية الملكية العامة في غياب سوق نامية للأوراق المالية، أين تنعدم الآلية التي يمكن من خلالها الوصول إلى جمهور المستثمرين، علاوة على أن حجم المؤسسة قد لا يكون من الكبر الذي يبرر الإكتتاب العام، رغم ما يحققه هذا الأسلوب من مزايا إلا أنه يعمل على منع صغار المستثمرين من فرص الاستثمار، مما يؤدي إلى عدم توسيع قاعدة الملكية وما يترتب عليها من تزايد المشاكل المرتبطة بالعمالة. (2)

ثالثاً - الخصخصة من خلال بيع أصول المؤسسة: في هذه الطريقة يتم تقسيم أصول المؤسسة وبيعها مجزأة أو مجمعة في وحدات جديدة، تأخذ الخصخصة من خلال بيع أصول المؤسسة الأشكال التالية: (3)

- بيع أنشطة المؤسسة العمومية، فبدلاً من خصخصة جزء من رأسمال الاجتماعي، يتم اللجوء إلى بيع نشاط نظراً لعدم كفاءته الاقتصادية أي أن تشغيل هذه الأصول غير إقتصادي بمعنى أن القيمة المتوقعة للمكاسب المستقبلية لو تم الاحتفاظ بتلك الأصول ضمن العمليات هي أقل من القيمة التي يمكن أن تباع بها تلك الأصول، أو لعدم إتساقه مع باقي الأنشطة، يتم اللجوء إلى هذا الشكل من أجل إيقاف الخسارة المالية التي يسببها هذا النشاط للمؤسسة.
- الشكل الآخر هو قيام الحكومة بإنشاء شركة مختلطة مع القطاع الخاص على أن تقدم تلك الأصول كجزء من مساهمتها، يمكن أن تقوم الحكومة في مرحلة ثانية ببيع أسهمها في هذه الشركة المختلطة في البورصة⁽⁴⁾.
- بيع الأصول يمكن أن يتم على أساس دفتر الشروط الذي يتم فيه تحديد الأسعار وكذا الشروط الأخرى للشراء، مع ذلك اللجوء إلى البيع بالمزاد يجعل العملية أكثر شفافية والوصول إلى الأسعار الأكثر عدالة، وتجدر الإشارة إلى أن هذا الأسلوب للخصخصة يناسب المؤسسات التي لا يمكن بيعها

(1) - موسى سعداوي، مرجع سبق ذكره، ص 109.

(2) - سعيدة بوسعدة وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 3.

(3) - سامية جدو، مرجع سبق ذكره، ص ص 9-10.

(4) - فؤاد خليل لطيف، مرجع سبق ذكره، متوفر على الموقع الالكتروني:

[http:// www.ircoedu.uobaghd.edu.iq/uploads/44](http://www.ircoedu.uobaghd.edu.iq/uploads/44)

كمؤسسة مستمرة، إذ يقتضي ذلك القيام بإجراءات قانونية طويلة ومعقدة لتحويل المؤسسة من مؤسسة عامة إلى مؤسسة خاصة أو أن يتطلب إعادة تأهيل المؤسسة، كما قد يتم اللجوء إلى هذه الطريقة من أجل تحقيق وفورات ضريبية، فمثلا في إيطاليا بيعت أصول شركة الفاروميو alfaromea التي تعرضت لخسائر كبيرة وانتقلت لإتزاماتها إلى شركة جديدة أنشأتها شركة فيات - لانشيا fiat- lancia، والسبب هو تخفيض الضرائب المدفوعة، فخسائر شركة الفاروميو إمتصت جزء من مكاسب الشركة المندمجة فيها، لينتقل الوعاء الضريبي وبالتالي الضريبة المستحقة على الشركة الجديدة، هذه الطريقة إتبعته كذلك خوصصة صناعة النسيج في توجو البرازيل، طريقة الخوصصة من خلال بيع أصول المؤسسة لها نفس مزايا الطرح الخاص وفي مقدمتها فرصة إختيار المشتري الذي تتوافر له الإمكانيات المادية والخبرة التقنية والإدارية، أيضا تمتاز بالمرونة حيث تسمح ببيع أصول المؤسسة الواحدة تلو الأخرى، في الوقت الذي يصعب فيه بيع أصول المؤسسة كوحدة واحدة، أو بيع المؤسسة على أنها مستمرة.

رابعا- البيع إلى العاملين بالمشروع: تقوم هذه الطريقة على تحويل الشركة العامة إلى شركة خاصة من خلال تملكها إلى العاملين بالشركة، وهذا يحتمل عدم قدرة العاملين على شراء أسهم الشركة، مما يتطلب كشرط أن تتوفر للعاملين الإداريين فرص الحصول على الإئتمان، وقد يكون الإئتمان من مصادر متنوعة مثل: بنك أو مستثمرين يدخلون كمقرضين أو ضامنين للعماله، وفي نفس الوقت يمتلكون جزءا آخر من أسهم الشركة.⁽¹⁾

خامسا- أسلوب مقايضة الديون بالملكية: يناسب تطبيق هذه الآلية بشكل أساسي الدول المثقلة بالديون، بحيث تصبح هذه الديون تشكل عبئا لا يطاق، و على كل فهو أسلوب مفيد للتخلص من الديون الخارجية، مادامت كل الدول أصبحت تنافسه على استقطاب الاستثمار الأجنبي، وباعتباره أسلوبا التحويل الملكية (تحويل ديون إلى حقوق ملكية)، بحيث يجب تقويم المؤسسة أو المؤسسات المعنية تقويما حقيقيا، كما يتم التفاوض مع المستثمرين المعنيين وفق دفتر الشروط المقترح، وتتوج العملية بالتنازل، إذا ما تم التوصل إلى تفاه على شروط التنازل يتحقق تكافؤ القيمتين: قيمة المؤسسة و قيمة الديون، و على غرار الآليات الأخرى، تنطوي هذه الآلية أيضا على مزايا وعلى مخاطر، فرغم أنها قد تسمح بالنهوض

بالمؤسسات الفاشلة و الاحتفاظ بالمناصب العمل أو زيادتها و تخفف من عب الدين و خدماته، إلا أنها قد لا تخدم تنمية المجتمع و لا المؤسسة على المدى البعيد، خاصة إذا أصبحت المؤسسة التي تمت (1)- رحيم حسين، أساليب وآليات بيع القطاع العام: الشروط والضوابط مع إشارة إلى التشريع الجزائري، مداخلة مقدمة إلى الملتقى حول اقتصاديات الخصخصة والدور الجديد للدولة، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، أيام 3-7 أكتوبر 2004، ص 10.

مقايستها مجرد فرغ تابع لشركة عالمية، ويتم لتحويل الأرباح إلى جهات أخرى خارج الوطن، كما أن تحويل جزء من الدين إلى أصول حقيقية سيضطر البنك المركزي إلى إصدار إضافي، وهو ما يؤدي إلى زيادة التضخم، وفي هذا الصدد يذكر أن تحويل 5 % من الدين المستحق في أربع دول في أمريكا اللاتينية قد أدى إلى زيادة عرض النقود المحلية بنسب تتراوح بين 33-59 %.

سادسا- عقود التأجير والإدارة: عقد الإدارة هو إتفاق تتعاقد من خلاله مؤسسة عمومية مع شركة خاصة لإدارة هذه المؤسسة، ففي هذه الحالة تتحول فقط حقوق التشغيل إلى الشركة الخاصة وليس حقوق الملكية، وتحصل الشركة الخاصة على رسوم مقابل خدماتها، بالإمكان ربط هذه الرسوم بأرباح الشركة وأدائها، كما تبقى المؤسسة العمومية مسؤولة عن نفقات التشغيل و الإستثمار، تستخدم هذه الطريقة خاصة في حالات تزيد الحكومة فيها تنشيط شركات خاسرة وبذلك بإدخال طرق إدارة القطاع الخاص من أجل رفع قيمة هذه الشركات وأسعارها حين تعرض للبيع، والميزة الرئيسية لعقد الإدارة من نظر الدولة، أنه يسمح لها بالإحتفاظ بملكية الشركة، كما يمكنها من حل مشكلة القصور الإداري وذلك بالحصول على أحسن الخبرات الإدارية في الوقت نفسه التحكم في نطاق و إستخدام هذه الخبرات من خلال عقد الإدارة، لكن لهذه الأخيرة عيوب تكمن خاصة في إزدواجية الإدارة الخاصة والملكية العامة، فالمتعاقد مع الدولة لا يتحمل المخاطر حيث تتحمل الدولة أي خسائر ناجمة عن عمليات الشركة، و الإتفاق الذي يضمن لإدارة رسوما ثابتة بغض النظر عن أداء الشركة لا يعطي هذه الإدارة أية حوافز لرفع الكفاءة والحفاظ على قيمة الأصول، ويمكن معالجة هذه العيوب من خلال ربط جزء من رسوم الإدارة بالأرباح أو الإنتاج أو المبيعات التي تحققها الشركة حسب طبيعة هذه الشركة. (1)

الفرع الرابع: الخصخصة وأداء أسواق الأوراق المالية

إن تخفيض حجم نطاق القطاع العام من خلال تخلي الحكومة عن دورها كمنافس للقطاع الخاص وذلك بإستخدام آلية الخصخصة يؤدي إلى زيادة عدد الشركات والمؤسسات الخاصة، وما ينتج عن ذلك هو زيادة حاجتها إلى التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية، كما تعمل الخصخصة على تنشيط أسواق

الأوراق المالية من خلال زيادة قاعدة الملكية والأسهم، وجذب المستثمرين الراغبين في تنويع المحافظ المالية.⁽²⁾

(1) - رياض دهال، حسن الحاج، حول طرق الخصخصة، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، بحث متوفر على الموقع

الإلكتروني: <http://www.arab-api.org>

(2) - ندرين بودة، الأسواق المالية ودورها في تنشيط الخصخصة دراسة لواقع التجربة المغربية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014/2015، ص152.

كذلك فإن اللجوء إلى قناة سوق الأوراق المالية لبيع المؤسسات العمومية يؤثر بالإيجاب على أداء أسواق الأوراق المالية، فهو يشتمل على زيادة في نسبة الأسهم المسجلة أو قيد أسهم جديدة لم تكن مسجلة من قبل مما يؤدي إلى التأثير على شقي السوق " الإصدار والتداول"، فبالنسبة لسوق الإصدار، فإنها تؤثر عليها ن جهتين، الأولى تنشيط العرض إذ تغذي السوق بحصص ضخمة من الأسهم، ترجع لضخامة رؤوس أموال هذه المؤسسات، والثانية تنشيط الطلب إذ أن إصدار تلك الأسهم من خلال السوق يؤدي إلى حدوث طلب إضافي من المستثمرين القدامى ووصول أفواج جديدة من المستثمرين الراغبين في الاستثمار في تلك الأسهم، وتتمية الطلب بهذه الصورة يرجع أساسا لما تتميز به تلك الأسهم من جاذبية خاصة باعتبارها من الأسهم الجيدة، إضافة إلى إصدارها بأسعار أدنى من القيمة نسبيا فتحتوي من ثم على علاوة سوق، وهكذا يتم بفضل هذه الطريقة زيادة أعداد المساهمين، أحيانا قد تتضاعف بالمقارنة بعددهم الأصلي، أما بالنسبة لسوق التداول فإن معاملاتها تكتسب قدرا أكبر من الحيوية والنشاط، يرجع ذلك إلى أن تلك الأسهم تعد من أحسن الصكوك المسجلة في السوق، لذلك فإنها تصنف عادة في قسم الأسهم الأكثر نشاطا إذا نظرنا إلى حجم المعاملات اليومية التي ترد عليها، لكهذه الأسباب لجأت كثير من الدول إلى إتخاذ البورصة كطريق رئيسي لتحويل الملكية.⁽¹⁾

تعد جاميكا كدولة نامية مثلا لتطور سوق الأوراق المالية خلال الثمانينات والنصف الأخير منها بصفة خاصة حيث زادت نسبة القيمة المرسلطة للسوق ومعدل دوران السوق كنسبة من إجمالي الناتج من (3) (2،0 % ، 11،0%) إلى (25،0% ، 32،2%) عام 1989 ويرجع هذا النمو إلى تنفيذ برنامج الخصخصة.

(1)- مختارحميدة ، الخبصبة عن طريق أسواق الأوراق المالية (المبررات وشروط النجاح)، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2009 / 2010، ص300.

المبحث الثاني: الإيرادات الضريبية وأثرها على أداء سوق الأوراق المالية

للضريبة آثار على المتغيرات الاقتصادية مثل: حجم الاستهلاك والادخار والإنتاج، وكذلك على البنيان الاجتماعي للطبقات، وإن تأثير الضرائب على مختلف المجالات الاقتصادية، يتم من خلال تخفيض الدخل النقدي أو من خلال رفع أسعار المنتجات، لكن تأثير الإيرادات الضريبية مباشر ومهم على القطاعات المالية بما في ذلك أسواق الأوراق المالية من خلال التأثير على ربحية الشركات، ومن ثم الطلب على الاستثمار، ورأس المال، وعلى الأموال الجاهزة للإقراض، وكذلك عرض الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، وأيضا من خلال التأثير على تكلفة رأس المال وقرارات التمويل، من جهة أخرى تؤثر الضريبة على قرارات المدخرين، كما تؤثر على أسعار الأصول المالية وعلى عوائدها لتأثيرها على الضريبة على الطلب على الأوراق المالية والعوائد بعد الضريبة، من خلال هذا المبحث سيتم تسليط الضوء على مختلف الجزئيات المتعلقة بتأثير الضرائب على أداء أسواق الأوراق المالية .

المطلب الأول: المعاملة الضريبية للشركات وأثرها على أداء أسواق الأوراق المالية

تؤثر الإيرادات الضريبية على عرض الأوراق المالية من خلال تأثيرها على حجم الاستثمار، كذلك القرارات التمويلية للشركات، وأخيرا الهيكل القانونية للشركات.

الفرع الأول: تأثير الإيرادات الضريبية على سلوك الشركات (عرض الأوراق المالية)

تؤثر الضريبة على سلوك الشركات من خلال مايلي:

أولا- أثر الضريبة على حجم الاستثمار

يمكن تحديد عدد من النماذج والمدارس الرئيسية التي تطرح نظريات، وفرضيات بديلة تحاول تفسير سلوك الاستثمار من خلال تحديد طبيعة العوامل المحددة له، ومن ذلك تلك النظريات: نظرية المعجل، نظرية توبن، ونظرية التقليديين المحدثين.

1- نظرية المعجل Théorie de l' accélération: تنسب هذه النظرية لكلاارك والذي قام بتطوير أسسها بداية لتغيير سلوك الإستثمار في المخزون من السلع، وتقترض هذه النظرية أن حجم الاستثمار

يعتمد على تغيرات حجم الطلب، ويقاس حجم الطلب في الاقتصاد بالدخل أي أن الاستثمار يعتمد على

تغيرات مستوى الدخل ويمكن التعبير عن ذلك بالعلاقة التالية: $I = F(\Delta y)$ حيث أن: $\Delta y = y - y_{-1}$

أما: الناتج (الدخل) المتحقق في الفترة السابقة y_{-1}

في الواقع أن للعلاقة بين المتغيرين هي علاقة طردية، وللحصول على تلك العلاقة تبدأ من العلاقة التي تجمع بين رأس المال والدخل الناتج.

لدينا: $k = vY$ حيث v تشير إلى معامل رأس المال المطلوب لزيادة مستوى الناتج بوحدة واحدة، وبأخذ

التغيرات على جانبي العلاقة نجد:

$$k - k_{-1} = vY - vY_{-1}$$

أو: $\Delta k = v\Delta Y$ غير أن: $k = 1\Delta$ وعليه نحصل على دالة معجل الاستثمار على النحو التالي:

$$I = V(\Delta y)$$

$$I = V(y - y_{-1})$$

تفيد هذه الدالة بأن حجم الاستثمار يعتمد على تغيرات الناتج (الدخل) في الاقتصاد والتي تعتبر مقياساً لحجم الطلب في الاقتصاد، وتبعاً لهذا فإن الاستثمار يحدث فقط إذا تنامي الدخل في الاقتصاد، أما إذا كان مستوى الدخل ثابتاً أن تغيرات الدخل تساوي صفراً فإن الاستثمار يساوي صفراً، أي أنها دالة معجل لأن الاستثمار يحدث فيها بسبب تسارع أو تعجل الناتج (الدخل) ويفترض المعجل البسيط ضمناً أن الرصيد الأمثل لرأس المال k^* يتم بلوغه دائماً بنهاية كل فترة زمنية أي: $k = k^*$. (1)

وهكذا فإن معجل الاستثمار يظهر مدى تأثر الاستثمارات نتيجة لزيادة الطلب على السلع والخدمات، فإذا ما ازداد الطلب الفعلي على السلع الاستهلاكية فإن الطلب على الاستثمارات لإقامة المشاريع الإنتاجية سوف يزداد هو الآخر، وذلك بنسب مئوية أكبر من زيادة الطلب على السلع الاستهلاكية، وهو ما يطلق عليه مصطلح الاستثمارات المشتقة، أو الطلب المشتق، إذن معجل الاستثمار يبين العلاقة بين حجم الإنتاج النهائي من السلع (المخرجات) وما يقابلها من حجم رأس المال المطلوب لعملية إنتاج تلك السلع (المدخلات)، فإذا ما ازداد الطلب الفعال على السلع الاستهلاكية، فإن حجم الاستثمارات الجديدة سيزداد بهدف مواجهة الطلب المتزايد، ولهذا فإن عملية الاستثمار تتحدد بمدى تغير حجم الطلب الاستهلاكي، ويطلق على معجل الاستثمار بالطلب المشتق، وهكذا فإن عملية الاستثمار هو عكس مكاشر الاستثمار حيث أن الأول يوضح تعلق الاستثمار بالاستهلاك بينما يظهر الثاني اعتماد الاستثمار على الاستهلاك. (2)

(1)- Issam Mohamed, **effects of investment on macroeconomic variables in the Sudanese economy**, mrpa, paper no 32293, 22 july2011, p6.

(2)- جيمس بلاكورد، ترجمة أشرف محمود، **الموجز في النظرية الاقتصادية**، دار زهران، عمان، الأردن، 2013، ص 250 .

2- نظرية توبن (Q): سميت بنظرية Q توبن، نسبة إلى الاقتصادي الذي أوجدها وهو توبن (1969) حيث ربط في هذه النظرية بين الاستثمار وربحيته من خلال نسبة تسمى (Q) وهي تساوي القيمة السوقية للشركة أو للقيمة السوقية للرصيد القائم لرأس المال على التكلفة الإحلالية له. (1)

بالنسبة لتوبن تعكس أسعار الأسهم الحوافز الاستثمارية حيث أنها تتناسب طردياً معها، فزيادة أسعار الأسهم تتوفر فرص ملحة للاستثمار والعكس صحيح، والشركة في هذه الحالة تتخذ قراراتها بناء على نسبة القيمة "التقييم" q

$$q = \frac{\text{القيمة السوقية للرصيد القائم لرأس المال (رأس المال الثابت)}}{\text{التكلفة الإحلالية للرصيد القائم لرأس المال}}$$

إذا كانت $q > 1$ صافي الاستثمار يرتبط بعلاقة طردية مع نسبة التقييم، أي أن تقييم رأس المال الموجود في سوق الأسهم يكون أكثر

من القيمة الإحلالية مما يحفز على زيادة القيمة السوقية عن طريق شراء المزيد من الأسهم
← الاستثمار مريح بمعدل استثمار يمثل دالة متزايدة في هذه النسبة.

إذا كانت $q < 1$ تقييم رأس المال الموجود في السوق الأسهم بأقل من تكلفة احلاله مما يعيق زيادة القيمة السوقية بالتالي يقل الاستثمار ← الشركة لا تستثمر.

إن قيمة Q يمكن تصحيحها وتعديلها باستخدام السياسة الضريبية، إذ يمكن تخفيض التكلفة الإحلالية لرأس المال عن طريق القيمة الحالية لمسوحات الاستهلاك الضريبي، كما يمكن تعديل القيمة السوقية لديون وحقوق ملكية الشركة عن طريق الضرائب على من خلال التأثير دخل الشركات ودخل الأفراد من خلال التأثير على تكاليف تمويل رأس المال، فالسياسة الضريبية تؤثر على حجم الاستثمار وحجم الموارد المالية المطلوبة للتمويل من خلال التأثير على بسط ومقام Q.

3- النظرية التقليدية الحديثة للإستثمار The neoclassic theory investissement تم طرح

هذه النظرية من قبل الاقتصادي جورجيسون (1971,1967,1963) Jorgeson في والذي انطلق من نقطة مفادها أن تعظيم الأرباح يؤدي إلى حدوث " التراكم الرأسمالي الأمثل". (2)

تعتمد النظرية النيوكلاسيكية في تحديدها للاستثمار على المقارنة بين شقي العائد والتكلفة المتحققة

(1)- soulef DAMMAK, **Impact de la fiscalité sur les décisions et modalités de financement des investissements ainsi que la valeur de la firme : analyse comparative (France, Allemagne, Royaume uni, Etat unis et Tunisie)**, thèse en vue de l'obtention du doctorat en sciences de gestion, université de Sfax, TUNISIE, Décembre 2006 , p 40.

(2)- Johan E Eklund ,**Theories of investment: a theoretical Review with Empirical Applications**, Swidish Entrepreneur ship Forum, working paper,p3, see in: http://entreprenorskapsforum.se/wp-content/uploads/2013/03/WP_22pdf.

من جراء تراكم رأس المال، فمثلاً: عند قيام شركة باستخدام رأس مال للقيام باستثمار معين ستحصل على عائد من هذا الاستثمار ويسمى (الناتج الحدي لرأس المال MPK)، كذلك يتوجب عليها تحمل التكاليف المترتبة جراء استخدام رأس المال (C) ويتم تحديد التكلفة من خلال تقاطع منحني MPK "الطلب" ومنحني K " العرض الثابت" ويحصل التوازن في الشركة من خلال استخدام مقدار معين من رأس المال يتساوى عنده مقدار العائد بالتكلفة (1)

طبقاً للنظرية التقليدية الحديثة، فإن رصيد رأس المال المرغوب يتحدد بواسطة الناتج وأسعار خدمات رأس المال بالنسبة لأسعار الناتج، كذلك أسعار خدمات رأس المال تعتمد بدورها على أسعار السلع الرأسمالية وسعر الفائدة والمعاملة الضريبية لدخل قطاع الأعمال Business Income، ومن ثم فإن التغيير في الناتج أو في أسعار خدمات رأس المال بالنسبة للناتج يؤدي إلى تغير رأس المال المرغوب وبالتالي الاستثمار، وكما في حالة نظرية المعجل فإن الناتج هو أحد محددات رصيد رأس المال المرغوب وبالتالي الاستثمار، وكما في حالة نظرية المعجل فإن الناتج هو أحد محددات رصيد رأس مال المرغوب، وهكذا فإن الزيادة في الإنفاق العام أو التخفيض في معدل الضريبة على الدخل الشخصي تحفز على الاستثمار ومن خلال تأثيرها على الطلب الكلي ومن ثم على الناتج، لكن في ظل هذه النظرية الضرائب على قطاع الأعمال تعتبر هامة بسبب تأثيرها على أسعار خدمات رأس المال، وبخلاف نظرية المعجل فإن سعر الفائدة يعتبر محدداً لرصيد رأس المال المرغوب، وقد قسم المتغيرات إلى ثلاث شرائح رئيسية هي: استخدام الطاقة الإنتاجية capacity utilization والتمويل الداخلي Internal finance، والتمويل الخارجي Extrnal finance، وتشمل المتغيرات باستخدام الطاقة، الإنتاج، والعلاقة بين الإنتاج والطاقة، وتشمل متغيرات التمويل الداخلي تدفق الأرصدة المالية الداخلية، أما متغيرات التمويل الخارجي فتشمل سعر الفائدة، وقد وجد جورجيسون أن المتغيرات الخاصة بالطاقة الإنتاجية هي الأهم لرصيد رأس المال المرغوب، كما أن متغيرات التمويل الخارجي لها أهميتها مع أنها تابعة للمتغيرات المتعلقة بالطاقة الإنتاجية، وأخيراً اكتشف جورجيسون أن متغيرات التمويل الداخلي ليس لها دور أو تقوم بدور ضئيل في تحديد رصيد رأس المال المرغوب، وهذه النتيجة تثير الدهشة من أول نظرة، وبعد كل هذا فإن ثمة ارتباطاً قوياً موجباً بين الأرباح والاستثمار، فالشركات تستمر أكثر عندما تكون الأرباح ومع ذلك فثمة ارتباط قوي

وموجب بين الأرباح والاستثمار، فالشركات تستمر أكثر عندما تكون الأرباح عالية، ومع ذلك فثمة ارتباط قوي وموجبة عند طاقتها القصوى ومن ثم تقدم حافز للشركات لكي تزيد من طاقتها الإنتاجية. (2)

(1) - عفاف أبالخليل، الاستهلاك والاستثمار، بحث منشور على الموقع الإلكتروني: www.kaw.edu.sa.

(2) - عبد المطلب عبد الحميد، مبادئ و سياسات الاستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2010، ص156.

ثانياً- الضريبة والقرار التمويلي للشركة

تتقسم مصادر التمويل المتاحة للشركة تبعاً لأجلها إلى مصادر تمويل قصير الأجل، ومصادر تمويل طويل الأجل، والتي يكون أجلها في حدود السنة لتمويل العمليات التشغيلية الجارية للشركة، وتغطية رأس المال العامل المتغير (الأصول المتداولة المؤقتة)، ومن أمثلة هذه المصادر الائتمان التجاري المصرفي قصير الأجل، ومن ناحية أخرى تستخدم مصادر التمويل متوسطة، وطويلة الأجل، التي تزيد آجالها عن السنة لتمويل الأصول الثابتة، والجزء الثابت من رأس المال العامل، ومن أمثلة هذه المصادر القروض طويلة الأجل، والأسهم، والسندات. (1)

كذلك يمكن تقسيم مصادر التمويل تبعاً لمعيار العلاقة بالشركة، وهنا يمكن التمييز بين:

1- مصادر تمويل داخلية (ذاتية): تسمى بأموال الملكية وهي أموال يتم الحصول عليها من داخل

الشركة ومن أهمها:

• الأسهم العادية

• الأسهم الممتازة

• الأرباح المحتجزة: تمثل الأرباح المحتجزة مصدراً داخلياً هاما يستخدم لتمويل الاحتياجات المالية

طويلة الأجل للشركة، وتمثل الأرباح المحتجزة هذا الجزء من الأرباح الذي يتم الاحتفاظ به داخل

الشركة لغرض إعادة استثماره، وتعتبر الأرباح المحتجزة من أهم مصادر تمويل عمليات النمو

والتوسع، كما تستخدم الأرباح المحتجزة في حالة الشركات التي تعاني من المشاكل المالية، أو

تلك التي ترغب في تخفيض ديونها، أو الشركات التي تواجه ظروفًا اقتصادية متقلبة، وفي مثل

هذه الظروف يتم احتجاز الأرباح لتوفير متطلبات السيولة، وتفضل المنشآت تمويل احتياجاتها

طويلة الأجل باستخدام الأرباح المحتجزة، وذلك لتجنب زيادة حقوق التصويت والمشاركة في

السيطرة في حال إصدار أسهم، أو لتجنب زيادة حقوق التصويت، أو لتجنب الأعباء الثابتة التي

تترتب على بيع الأوراق المالية في حال إصدار سندات. (2)

2- مصادر تمويل خارجية: وهي أموال يتم الحصول عليها من خارج الشركة ومن أهمها:

• السندات.

(1) -عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 368.

(2) - محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية (التحليل المالي لمشروعات الأعمال)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص 294.

• **التمويل بالقروض طويلة الأجل:** تمثل إحدى الطرق المهمة التي تحصل الشركة بموجبها على الأموال.

لتمويل احتياجاتها، وتكون هذه الأموال واجبة السداد خلال فترة تتراوح بين سنة وعدة سنوات، وفقا للشروط والقواعد التي يتم الإتفاق عليها بين الشركة والمقرض، وتوجد العديد من البنوك المتخصصة، تقوم بإقراض الشركات (بقروض طويلة الأجل) إضافة إلى شركات الأموال، هذا في النطاق المحلي، كما أنه توجد لمثل هذا النوع أسواق مالية إقليمية ودولية تعمل جميعا إلى تمويل الفرص الاستثمارية المتاحة في المناطق ذات الاحتياج إلى القروض الطويلة، خاصة على نطاق دولي كالدول النامية على سبيل المثال والتي تكون عادة بحاجة إلى مثل هذا النوع من التمويل ومن أمثلتها المصارف الإسلامية المتنوعة، والبنك الدولي للإنشاء والتعمير وغيرها، وتتمثل تكلفة القرض في الفوائد المدفوعة، والتي يتم دفعها بفترات محددة تضاف إليها المصاريف الأخرى، إن وجدت في عقد القرض. (1)

• **الإستئجار (leasing):** تشير عملية الاستئجار إلى اتفاق بين منشأتين حيث تقوم المنشأة المستأجرة باستخدام أحد الأصول المملوكة للمنشأة، وذلك لمدة سنة أو أكثر في مقابل التزامها بدفع مبلغ معين، ووفقا لهذا الأسلوب تستطيع المنشأة المستأجرة أن تستفيد من خدمات الأصل الذي تحتاج إليه لفترة زمنية معينة دون الحاجة لشراؤه، ولقد انتشر أسلوب الاستئجار انتشارا كبيرا في ميدان الأعمال، حيث أن معظم المنشآت الأمريكية وبصفة خاصة الصناعية تقوم باستئجار بعض الأصول في فترة أو أكثر من فئات حياتها التشغيلية.

أما المنشآت التي تقوم بتأجير الأصول فتتنمي بالدرجة الأولى إلى فئة منتجي المعدات الصناعية مثل: أي بي أم لإنتاج أجهزة الحاسب الآلي و زيروكس لإنتاج آلات تصوير المستندات، وتأتي البنوك في المرتبة الثانية حيث تمتلك حوالي 30 % من إجمالي قيمة الأصول التي يتم تأجيرها في مقابل 50% لمنتجي المعدات الصناعية. (2)

إن كل مصدر تمويلي من المصادر السابقة يتأثر بالضريبة، وقد وجد كل من Fisher و M. MINTZ في دراسة قاما بها أن الزيادة في السعر القانوني للضريبة على أرباح الشركات في كندا

بنسبة 1 نقطة يؤدي إلى زيادة مقدرة بـ 04 نقطة لنسبة الديون/ الأصول وهذا مؤداه أن الضريبة تؤثر على المصادر التمويلية للشركة. (3)

- (1)- قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)، مرجع سبق ذكره، ص 322.
 (2)- محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية (التحليل المالي لمشروعات الأعمال)، مرجع سابق، ص 280.
 (3)- JACK M.MINTZ, J.Weicheureidey, **the indirect side of direct investment (multinational company finance and taxation)**, Massachusetts Institute of technology, 2010, see in: <https://mitpress.mit.edu/books/indirect-side-direct-investment>.

من جهة أخرى يعتبر MILLER و Modigliani من بين الأوائل الذين تعرضوا لتأثير الضريبة على مصادر التمويل حيث قدما تحليلاً متميزاً أثبتا فيه أنه في حالة خضوع دخل الشركة للضريبة، فإن القيمة السوقية لشركة مستدينة تساوي القيمة السوقية لشركة مماثلة تعتمد كلية في تمويل استثماراتها على الأموال الخاصة، بالإضافة إلى القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض فإن الهيكل المالي المثالي هو ذلك الهيكل الذي تكون به أكبر نسبة اقتراض ممكنة، ويؤكد الباحثان على أنه لا ينبغي أن يزيد أو يقل الفرق بين القيمة السوقية للشركة المقترضة، والشركة غير المقترضة عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية، وإذا حدث العكس فإن عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن بين الشركتين. (1)

من جهة أخرى تتباين المعاملة الضريبية لكل مصدر تمويلي من المصادر السابقة، حيث نجد مثلاً أن معظم الشركات تتجه إلى التمويل باستخدام الديون، على حساب حقوق الملكية، وذلك نظراً لعدة أسباب يمكن إيجازها فيما يلي:

- تعتبر الديون مصدراً تمويلياً منخفض التكلفة نظراً لتدني درجة المخاطر بالنسبة للمستثمرين، إضافة إلى التوفير الضريبي الذي تحصل عليه الشركة عن طريق طرح الفائدة على الديون باعتبارها مصروفاً مما يؤدي إلى تخفيض الربح الخاضع للضريبة ودفع ضرائب أقل، لكن الشركات التي تمول نسبة عالية من رأسمالها بالمدىونية على حساب حقوق الملكية، تكون أكثر عرضة لمخاطر الرفع المالي، لأنها ملتزمة بتسديد الفوائد خاصة إذا كانت الديون تشكل نسبة مرتفعة من رأس المال المستثمر وتكون مخاطر الرفع المالي مرتفعة. (2)

- قد يحدث أن تخضع الأرباح الموزعة لعملية ازدواج ضريبي، وذلك لأنه عندما تحقق الشركات أرباحاً فإن هذه الأرباح تكون عرضة للضريبة على دخول الشركات، وعندما يتم توزيع هذه الأرباح على الأفراد، فإنها تدخل ضمن نطاق الضريبة على الدخل التي يحققها الأفراد، مما يعني خضوع هذه الأرباح للضرائب مرتين، وهو ما يرفع من معدل الضريبة على أرباح الشركات، لذلك لتلافي هذه الازدواجية يقترح دائماً أن يتم إلغاء الضرائب على الشركات، وبدلاً من ذلك يتم فرض ضريبة شاملة

على الدخول حتى تفرض الضريبة على هذه الأرباح الموزعة مرة واحدة، وهو ما يخفض من معدل الضريبة على أرباح الشركات.

إذن الضريبة على أرباح الشركات تحدث نوعاً من التحيز في عملية تمويل الشركات بالاتجاه (1)- مليكة زغيب، سفيان دلفوف، تأثير الاقتراض على القيمة المنشأة دراسة حالة مجمع صيدال، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 12، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، ديسمبر 2012، ص 299.

(2)- دريد كامل آل شيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2010، ص 162. بصورة أكبر إلى التمويل بالقروض، بدلا من إصدار الأسهم، وذلك نظرا لأن الفوائد على هذه القروض تخضع من وعاء الضريبة، ولتقليل الحافز على التمويل من خلال الاقتراض، قامت الدول بتخفيض حد الإعفاء الضريبي لمدفوعات الفوائد من الضريبة على أرباح الشركات، على الرغم من أن ذلك يؤدي إلى رفع تكلفة التمويل على الشركات.

ثالثا- أثر الضريبة على الهيكلة القانونية للشركات

يؤثر العامل الضريبي، والعامل الاقتصادي على تحديد الهيكل والشكل الخاص بالشركة، ومن الناحية الاقتصادية توجد عدة عوامل مثل: حجم المؤسسة، مبلغ رأس المال الضروري لتكوين المؤسسة، بالإضافة إلى طبيعة النشاط، كما تلعب الطبيعة القانونية للشخصية المعنوية للشركة أهمية بالغة في إطار القانون الضريبي، فهذا الأخير يحدد مختلف أشكال الشركات والضرائب المفروضة على كل نوع منها، وفي هذا الصدد يحاول مديرو الشركات اختيار الشكل القانوني الأفضل الذي يسمح بالاستفادة من العديد من المزايا الضريبية وعلى سبيل المثال: تخضع شركات المساهمة لمعدلات ضريبية أكثر من تلك التي تخضع لها شركات التضامن، لكن المزايا الضريبية الموجودة في النوع الأول قد تكون أكثر بكثير من تلك الممنوحة للنوع الثاني. (1)

ويمكن لنا أن نلاحظ في بعض الدول تحول الشركات ذات الطابع الفردي والعائلي إلى شركات مساهمة لعدة أسباب أهمها: الاستفادة من الدعم الحكومي في المجال الضريبي، وهو ما يؤدي إلى توسيع قاعدة عرض الأسهم وتنشيط حركة التداول ويؤثر بالإيجاب على أداء سوق الأوراق المالية.

الفرع الثاني: المعاملة الضريبية للشركات وعلاقتها بأداء أسواق الأوراق المالية

من خلال استقراء آراء وأفكار الباحثين الاقتصاديين، ومن خلال تعرضنا إلى تأثير الضريبة على سلوك الشركات، يمكن استنتاج النقاط التالية فيما يخص تأثير الضرائب على أداء أسواق الأوراق المالية:

- إن تخفيض معدل الضريبة على أرباح الشركات من شأنه أن يترك أثرا إيجابيا على أرباحها الصافية، كما تزيد قيمة التوزيعات المقررة لحملة الأسهم، وبالتالي يزيد الطلب على الأسهم، وتنشط حركة

التداول في سوق الأوراق المالية، وهو الشيء الذي ينعكس بالإيجاب على أداء سوق الأوراق المالية (هذه النقطة صحيحة في ظل وجود معدل طبيعي ومعتدل للتضخم لأن تخفيض معدل الضريبة له

آثاره السلبية التي تتمثل في تقليص موارد موازنة الدولة، مما يضطر الحكومة إلى الالتجاء بالتمويل (1)- مبروكة حجار، أثر السياسة الضريبية على إستراتيجية الاستثمار في المؤسسة دراسة حالة مؤسسة بن حمادي لصناعة أكياس التغليف، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2006/2005، ص 110.

بالعجز أي إصدار المزيد من أوراق البنكنوت، وهو ما يتسبب عادة في حدوث التضخم، وتحاول الحكومة أن يكون التأثير الايجابي لتخفيض الضريبة والمتمثل في زيادة أرباح الشركات، أكبر من التأثير السلبي المتمثل في انخفاض القيمة الحقيقية لتلك الأرباح والناجم عن حدوث التضخم). (1)

• تشجع و تحفز التشريعات الضريبية في بعض الدول على تحول الشركات الفردية والعائلية إلى شركات مساهمة، وهو ما يؤدي إلى توسيع قاعدة عرض الأسهم وتنشيط حركة التداول ويؤثر بالإيجاب على أداء سوق الأوراق المالية.

• إن الإعفاءات الضريبية التي تحصل عليها الشركات الجديدة التي تعمل في منطقة جغرافية معينة أو الشركات التي تنتمي لقطاع صناعي، والإعفاء الذي تحصل عليه كافة الشركات التي توجه المزيد من مواردها المتاحة إلى إنفاق استثماري يترتب عليه زيادة في طاقتها الإنتاجية، وهذه الإعفاءات تشجع على زيادة الطلب على الأسهم وينعكس بالإيجاب على أداء سوق الأوراق المالية.

• إن الضرائب تؤثر على القرارات التمويلية للشركات من خلال المعاملة الضريبية لمصادر التمويل المختلفة من أسهم وسندات وأرباح محتجزة ومن ثم فهي تؤثر بالإيجاب أو السلب على عرض الأوراق المالية، وحينما تستطيع الضرائب التخلص من التشوهات الناجمة عن المعاملة الضريبية للأسهم في مواجهة أدوات الدين والأرباح المحتجزة، فإنها تسهم في ازدهار سوق الأسهم ورفع مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية وزيادة رأس المال السوقي فيه. (2)

المطلب الثاني: المعاملة الضريبية للمؤسسات المالية وتأثيرها على أداء أسواق الأوراق المالية
تؤثر الضرائب على سلوك كافة الأطراف الناشطة في أسواق الأوراق المالية، بما فيها مؤسسات الوساطة المالية، وفي والعنصر الموالي نحاول التركيز على مختلف المفاهيم المتعلقة بالمؤسسات المالية، بالإضافة إلى آليات تأثير المعاملة الضريبية لهذه المؤسسات على أداء أسواق الأوراق المالية.

الفرع الأول: مفهوم المؤسسات المالية

يعرف معترز يوسف الخالدي المؤسسة المالية على أنها " منشأة أعمال تتمثل أصولها في الأصول المالية مثل القروض والأوراق المالية، بدلا من المباني والآلات التي تمثل الأصول في الشركات الصناعية، كما تتمثل خصومها أيضا في خصوم مالية مثل: الودائع والمدخرات بأنواعها المختلفة، فهي تقدم قروض للعملاء، وتستثمر في الأوراق المالية، بالإضافة إلى تشكيلة من الخدمات الأخرى مثل

(1)- محمد إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 288

(2)-عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مرجع سبق ذكره، ص 135.

التأمين، وخطط التقاعد، وغيرها. " (1)

أما بالنسبة للسيد متولي عبد القادر المؤسسات المالية هي: " تلك المؤسسات التي تعمل بنشاط النقد مثل البنوك التجارية، وبنوك الإئتمان، و الإدخار، والودائع، ومؤسسات الإقراض، والاستثمار في المشروعات التجارية، والصناعية وتأسيسها وإدارتها، بالإضافة إلى المؤسسات التي تقوم بتقديم الخدمات المالية المرتبطة بالعمليات المصرفية والاستثمارية كاستبدال العملات (الصرافة)، وصرف الشيكات السياحية، ووسطاء بيع الأوراق المالية والسلع، والوسطاء النقديين، والماليين كما تشمل المؤسسات المالية على شركات التأمين بأنواعه، بالإضافة إلى وسطاء، ووكلاء التأمين والكشف، وتقدير الأضرار (وكلاء تسوية بوالص التأمين)، وسماسرة التأمين، ومنظمات خدمة شركات التأمين. " (2)

من خلال ما سبق يمكن القول أن المؤسسات المالية تتفق مع الشركات التجارية والصناعية في كونها وحدة اقتصادية تقوم باستخدام كمية من الأموال من مصادر مختلفة، واستثمارها بغية تحقيق عائد مناسب على هذه الأموال، لكن أهم الفروق بين المؤسسات المالية والمؤسسات الصناعية والتجارية تكمن فيما يلي:

- **هيكل رأس المال:** تعد المؤسسة المالية وحدة اقتصادية تحصل على أموالها مثل المؤسسات التجارية، والصناعية من مصدرين هما: المصادر الداخلية (الذاتية)، التي تتمثل في الحسابات الجارية، والودائع بأنواعها المختلفة، وأموال المؤمنين، وتعتمد المؤسسات المالية على المصادر غير الذاتية (الخارجية)، والتي تتمثل في أموال المودعين، والمؤمنين وهي تمثل المرتبة الأولى وتمثل نسبة مرتفعة من هيكل تمويل رأس المال، بينما تكون المصادر الداخلية (الذاتية) التي تتمثل في نسبة أموال أصحاب المؤسسات ضئيلة نسبيا، كما تحل نسبة المصادر الذاتية (الداخلية) في المؤسسات التجارية والصناعية في المرتبة الأولى، وتكون مرتفعة، بينما المصادر غير ذاتية تمثل نسبة قليلة نسبيا.

- **نوع المنتج:** تكون المنتجات التي تقدمها المؤسسات المالية منتجات غير ملموسة وهي في صورة خدمات وقد تكون خدمات حالية ومؤجلة، أما المنتجات التي تقدمها المؤسسات المالية منتجات غير ملموسة، وهي في صورة خدمات، وقد تكون خدمات حالية أو مؤجلة، أما المنتجات التي تقدمها المؤسسات الصناعية، والتجارية، تتميز بأنها منتجات ملموسة في شكل سلع، ومنتجات. (1)

(1) معتر يرسف الخالدي، مدخل إلى السوق المالية، بحث متوفر على الموقع الإلكتروني:

[http : /www.fichier- pdf .fr/2012/11/10/fichier- SANS-NOMS-4 /](http://www.fichier-pdf.fr/2012/11/10/fichier-SANS-NOMS-4/)

(2) - السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 70.

(3) - محمد جمال علي هلاي، عبد الرزاق قاسم شحادة، محاسبة المؤسسات المالية (البنوك التجارية وشركات التأمين)، الطبعة الأولى، دار المناهج، عمان، الأردن، 2008، ص 4.

- **طرق توظيف الأموال:** تعتمد المؤسسات المالية في تمويل الجزء الأكبر من عملياتها على أموال أصحاب المنشأة، أي رؤوس الأموال، و الإحتياطات، والأرباح المحتجزة.
- **هيكل الأصول:** تختلف المؤسسات المالية عن المؤسسات الصناعية والتجارية، من حيث طبيعة الأصول التي تستحوذ عليها وتقنيها، حيث أن المؤسسات المالية، وخصوصا البنوك، الجزء الأكبر من أصولها يتمثل في نقدية حاضرة لاعتبارات السيولة، وجزء قليل نسبيا في الأصول الثابتة كالمباني، والأثاث، والتجهيزات المختلفة، أي نسبة السيولة في المؤسسات التجارية والصناعية تتمثل في الأراضي، والمباني، والآلات، بينما جزء قليل منها يتمثل في شكل أصول متداولة، وحجم الأصول الثابتة أكبر من حجم الأصول المتداولة.
- **هيكل النفقات:** يتكون من أجور الموظفين، ومصاريف أخرى تتعلق بطبيعة العمل في المؤسسة المالية، وهي قليلة نسبيا، أما هيكل النفقات في المؤسسات التجارية، والصناعية يتكون من نفقات متعلقة بالمشتريات، والإنتاج، ونفقات متعلقة بوظائف البيع، والتوزيع، والوظائف الإدارية.
- **هيكل الإيرادات:** تختلف الإيرادات في المؤسسات المالية عن إيرادات المؤسسات الصناعية، والتجارية، حيث تتمثل الإيرادات في المؤسسات المالية في ثمن الخدمات المقدمة من البنك، أو شركات التأمين، وكذلك العائد من استثمار أمواله في القنوات الاستثمارية المختلفة، بينما الإيرادات في المؤسسات الصناعية والتجارية تتمثل في الفرق بين ثمن بيع السلعة و ثمن تكلفتها الصافية.

الفرع الثاني: العوامل التي أدت إلى ظهور المؤسسات المالية

- يمكن حصر العوامل التي أدت إلى وجود ونمو المؤسسات المالية والوسطاء الماليين فيما يلي:
- زيادة عدد أفراد الطبقة المتوسطة من الدخل، فهذه الفئة من الأفراد والأسر كافية لتوليد مدخرات متواضعة سنويا، وبذلك تعتبر المؤسسات المالية منفذ لهذه المدخرات.

- ظهور الثورة الصناعية في القرن الثامن عشر والتاسع عشر والثورة التكنولوجية بالقرن العشرين، حيث يتطلب الأمر عند ظهور وإنشاء مشروعات جديدة، أو أنظمة إنتاجية متطورة، رأس مال كبير، وهو ما تستطيع المؤسسات المالية توفيره من خلال مجمع الأموال لديها *polling funds*، والناج عن العديد من حسابات الادخار الصغيرة.

- اقتصاديات الحجم والمجال في أنشطة وتوزيع الخدمات، فالموارد المالية المتاحة والكبيرة لدى المؤسسات المالية، يمكنها تقديم العديد من الخدمات، وبأحجام كبيرة، مما يتيح لها انخفاض تكلفة الوحدة المقدمة من الخدمة مما يعطيها ميزة المنافسة والتفضيل على غيرها من المؤسسات التي تقدم

خدمات مالية.(1)

- تؤدي الضوابط والقوانين الحكومية إلى إمكانية تسويق الودائع وغيرها من الوسائل، والأدوات نتيجة زيادة رؤوس أموال هذه المؤسسات بأقل مخاطر ممكنة، بالمقارنة بالمؤسسات الأخرى كما وأن هذه الضوابط تنظم عمل هذه المؤسسات، وتجنب المستثمر بالتالي المخاطر وتوفر عنصر الثقة والأمان.

- المربحة من الوساطة المالية *arbitrage* على نطاق كبير في الأجل الطويل، فنظرا لكبر الحجم والخبرة المالية، فإن المؤسسات المالية تقترض، أو تحصل على الأموال بتكلفة منخفضة نسبيا، من أصحاب الودائع والمدخرات، ثم تقوم بتوظيفها وإقراضها بمعدل فائدة مرتفع، ويظل الفرق بين الفوائد الدائنة والمدينة على مدار الزمن، وفي معظم الأحوال يشكل هذا الفرق الموجب ربحية المؤسسة بالإضافة إلى الأرباح من مصادر أخرى.

الفرع الثالث: أشكال وأصناف المؤسسات المالية

إن الأفراد وشركات الأعمال لديها حوافز مختلفة للادخار ومدى واسع من المتطلبات المالية، فالأفراد يدخرون للتقاعد، أو شراء منزل للاستهلاك في المستقبل، أو لدفع مستحقات في المستقبل، أو لدفع للتأمين على الحياة، أو فقدان ملكية، أو غيرها، أما شركات الأعمال فهي تدخر أو تضع أموالا نقدية على الجانب لمواجهة أية حوادث غير متوقعة، أو لتمويل استثمار، أو لأغراض التطوير المستقبلي للمشروع.

على نحو عام، إن كلا من الأفراد، وشركات الأعمال، يضعون عدة متطلبات على المؤسسات المالية، فقد يطلبون تسهيلات إقراضية، وربما يكون لهم طلب قوي على رأس المال في الأمد الطويل لتمويل المشروعات، فضلا عن مواجهة الحالات المختلفة لشركات الأعمال والأفراد فإن المؤسسات المالية

تواجه أيضا طلبات من الحكومات التي ترغب في أن تقرض أموالا لمواجهة تعهدات مختلفة، أو لتمويل المشروعات الرأسمالية، وثمة مؤسسات مالية مختلفة موجودة لمواجهة أو تنفيذ هذه الطلبات، بعض المؤسسات المالية تعرض مدى واسع من الخدمات القياسية المختلفة، بينما مؤسسات أخرى مختلفة توفر منتجات، وخدمات متخصصة أكثر.

بشكل عام يمكن تصنيف المؤسسات المالية كالتالي:

أولاً- المؤسسات المالية الوسيطة: تتكون هذه المجموعة من المؤسسات المالية التي تقوم بدور الوساطة المالية وهي:

(1)- عبد الغفار حنفي، إدارة المصارف (السياسات المصرفية، تحليل القوائم المالية، الجوانب التنظيمية في البنوك التجارية والإسلامية)، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2007/2008، ص26.

1- البنوك التجارية: أهم ما يميز البنوك التجارية عن غيرها من المؤسسات المالية والبنكية هو قدرتها على خلق النقود، وقد سهل انتشارها في المجتمع على الأفراد إمكانية الحصول على الخدمات المصرفية، كما أنها تساهم في زيادة القدرة على جمع أكبر كمية من الودائع، ومنح التسهيلات المصرفية، الأمر الذي يخلق أثرا إيجابيا كبيرا على الاقتصاد القومي. (1)

3- بنوك الائتمان والتمويل: تشمل المؤسسات التي يكون موضوع عملها الرئيسي، إجراء عمليات التسليف أو الإقراض الشخصية أو التجارية، وكذلك عمليات التمويل أو الإسهام في مشاريع قائمة، أو قيد التأسيس أو استثمار أموالها في قيم منقولة، ك شراء بعض السلع، أو غير ذلك من الأغراض التي يحددها البنك المركزي، ولا يشمل نشاط هذه المؤسسات تلقي الأموال بصورة دائمة، ولكن يسمح لها بالاقتراض من مركزها الرئيسي، أو من البنوك المحلية، أو الأجنبية من الأسواق المالية، وتضم هذه البنوك شركات التمويل من غير المؤسسات البنكية، والتي تعمل في مجال منح السلف، والقروض الشخصية لأغراض شخصية، أو استهلاكية، مختلفة وكذلك فتح الإعتمادات، وإصدار الكفالات، لصالح العملاء، والمساهمة في رؤوس أموال المشاريع، وإصدارات الأسهم، أو السندات، وشهادات الودائع.

3- مؤسسات الادخار والإقراض Saving and ASSOCIATIONS: هي مؤسسات تعبئ مواردها عن طريق الودائع المختلفة، خاصة الادخارية منها، وتستخدم مواردها في سوق الرهن Mortga و خاصة العقارية، ولقد أدى تطور هذه المؤسسات إلى دخولها في مجال الإقراض والودائع تحت لطلب لتقريب بذلك من البنوك التجارية في نشاطها. (2)

4- بنوك الادخار Saving banks : هي مؤسسات إيداعية تقترب في نشاطها من مؤسسات الادخار والإقراض، لكن هيكلها يشبه تنظيم التعاونيات، من حيث أن المودعين يمتلكون المصرف، وكذلك أدت وكذلك أدت التوسعات إلى تعاملها بالودائع تحت الطلب.

5- شركات التأمين: يعتبر التأمين وسيلة اقتصادية لاجتناب خسائر مالية كبيرة محتملة ، وهذا من شأنه تدعيم المركز المالي للأفراد والمؤسسات، لأنه في غياب التأمين يلجأ الأفراد والمؤسسات إلى تكوين احتياطات كبيرة لمواجهة الخسائر المحتملة، لكن من خلال التأمين يتم استغلال هذه الاحتياطات في أوجه الاستثمار المختلفة، بدلا من الاحتفاظ بها، بالإضافة إلى ضمان تعويض الخسائر المحتملة. (3)

تعد شركات التأمين إحدى المؤسسات المالية التي تقوم بدفع مدفوعات لحامل بوليصة التأمين ضد

(1)-إياد عبد الفتاح النصور، أساسيات الاقتصاد الكلي، الطبعة الأولى، دار صفاء، عمان، الأردن، 2013، ص 91.

(2)- محمود الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 48.

(3)-غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص 27.

حوادث تحصل أثناء كون ذلك الفرد مؤمن، مقابل العوائد التي تحصل عليها الشركات بوصفها أقساط التأمين، وتحصل شركات التأمين على أرباحها من خلال فرض أقساط التأمين على خطر مفترض على حاملي بوليصات التأمين ، وكذلك عبر الاستثمارات التي تقوم بها الشركات باستثمار أرصدها التي تسيطر عليها.

6- بنوك الاستثمار Investment banker : هي مؤسسات لا تمارس قبول الودائع، أو الإقراض، وينشأ دورها المهم في سوق الأوراق المالية، من خلال تقديم المساعدة للوحدات الاقتصادية (مؤسسات، أعمال، أفراد)، لأجل تسويق أو بيع أوراقها المالية، مستعينة بخبرتها في البورصة، تأخذ المساعدة أحد الأشكال التالية:

- تقديم النصح للوحدات بخصوص إصدار أسهم، أو سندات للتمويل (وظيفة الاستشارة)، من حيث إدارة الإصدار، وتقديم دراسة لحالة السوق، وتحليل المركز المالي للوحدة، وتوقيت الإصدار، وسعر الإصدار المناسب، فضلا عن التوزيعات المناسبة للإصدار.
- وظيفة تنفيذ التعهد، وذلك بتغطية الإصدار، وتحمل المخاطر.

7- صناديق التقاعد pension fund : هي عبارة عن مؤسسات تنشأ من قبل الهيئات الحكومية، أو النقابات العمالية (UNION LABOUR) لدفع الرواتب التقاعدية للعاملين، وتقوم صناديق التقاعد بتجميع المدخرات التقاعدية للعمال، ورواتبهم واستثمارها في الأصول. (1)

8- مؤسسات الضمان الاجتماعي: يمثل الضمان الاجتماعي التزام العامل، ورب العمل بالقيام بتسديد اشتراكات شهرية، وفق القوانين والأنظمة المرعية على المؤسسات التي تقوم برعاية مصالح هؤلاء، والتأمين ضد المخاطر التي يتعرضون لها كإصابات العمل، والشيخوخة والعجز والوفاة، والعجز المؤقت والمرض والأمومة، والتأمين الصحي والبطالة. (2)

9- صناديق الاستثمار (MATIRAL FUNDS): تعود فكرة إنشاء صناديق الاستثمار إلى الربيع الأول من القرن التاسع عشر في أوروبا وتحديدا هولندا في العام 1822، تلتها إنجلترا في عام 1870، مرت صناديق الاستثمار بالعديد من التطورات والتغيرات التي طرأت على عالم الاقتصاد والمال حتى تبلورت فكرة صناديق الإستثمار بالمفاهيم القائمة حاليا في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1924 حينما أنشئ أول صندوق في بوسطن باسم Massachusetts Investment trust، على يد أستاذة جامعة هارفارد

(1)-AKnown Auteur , **what is Pension fund?** See in: Fille:///C:/User/DOWNloads/wht %20is %20pension%20fund.pdf

(2)-طارق محمد خليل الأعرج، الأسواق المالية، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك، سلسلة محاضرات متوفرة على الموقع

الأمريكية، واستمرت هذه الصناديق بعدها في التوسع والتنوع داخل الولايات المتحدة وخارجها، ولاسيما بعد الحرب العالمية الثانية، حتى وصلت في عام 1966 إلى نحو 550 صندوقا استثماريا، بلغ صافي أصولها نحو 50 مليار دولار أمريكي. (1)

تعرف صناديق الاستثمار بأنها عبارة عن: "مجموعة من الأصول المؤلفة مع بعضها، منها الأصول المالية، وغير المالية لمستثمرين صغار، يفوضون جهات مختصة للقيام بالنيابة عنهم بدراسة، وتحليل عملية الاستثمار بدءا بالاستثمار كفكرة، و إنتهاءا بإدارة الاستثمار، وهذا يعني أن المستثمرين لا يملكون سلطة القرار سواء في إدارة استثماراتهم، أو الرقابة عليها، وإنما يمتلكون فقط الحق في اختيار الصندوق المناسب لأهدافهم، ويساهم المستثمرون في هذه الصناديق بشراء حصة فيها، حيث يصبح المستثمر ممتلكا لنسبة معينة من مجموع صافي الأصول الاستثمارية التي يتكون منها الصندوق، وتحتسب هذه الحصة والأرباح، وفقا لحركة مجموع هذه الأصول صعودا وهبوطا، داخل الصندوق الاستثماري المحدد". (2)

وقد تعددت أنواع صناديق الاستثمار حسب رغبات وأهداف المستثمرين وحاجاتهم، كما اختلفت أنواعها حسب الأسواق التي تدار بها، ويمكن حصرها في نوعين رئيسيين كالتالي:

- **الصناديق حسب سياسة الاسترداد والشراء:** ينقسم هذا المعيار صناديق الاستثمار إلى نوعين هما:

✓ **صناديق الاستثمار المغلقة:** هذه الصناديق تنشأ في شكل شركات مساهمة تطرح أسهمها للراغبين في الاكتتاب فيها ويتحدد غرضها الأساسي أو الوحيد في الاستثمار في الأوراق المالية، ولا ينضم إليها مساهمون جدد إلا عن طريق شراء أسهم جديدة للاكتتاب، وفي هذه الحالة لا يختلف صندوق الاستثمار عن أي شركة من حيث التأسيس، وحقوق المساهمين وتوزيع الأرباح... إلخ، كل ما في الأمر أن نشاطه محدد بالاستثمار في الأوراق المالية التي تتكون منها موجوداته، ولذا كثيرا ما يطلق عليها بشركات الاستثمار، وليست بصناديق الاستثمار والتي عادة ما تطلق على صناديق الاستثمار المفتوحة. (3)

✓ **الصناديق المفتوحة:** سميت بالصناديق المفتوحة لأن رأسمالها متغير غير محدد، حيث تقوم هذه (1) -بدون مؤلف، صناديق الاستثمار، بحث صادر عن هيئة السوق المالية في المملكة العربية السعودية، ص 2، متوفر على الموقع الإلكتروني: <http://bakheetgroup.com/pdf/Ebooks/book.1.pdf>

(2) - قاسم نايف علوان، مرجع سبق ذكره، ص 217.

(3) - حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل (التحليل المالي ودراسة صافي رأس المال العامل، أساسيات الاستثمار وتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية)، المكتبة الأكاديمية، مصر، 2005، ص 24.

الصناديق ببيع الأسهم لأي مستثمر يرغب في الشراء والبيع، على أساس صافي قيمة الأصل للسهم (مجموع الأصول المالية - التزامات الصندوق، والنتائج يقسم على عدد الأسهم المكونة للصندوق)، وذلك فإن هذا النوع من الصناديق يكون مفتوحا أمام حركة المستثمرين دخولا أو خروجاً من وإلى الصندوق الاستثماري بالنسبة للمستثمرين.

● **الصناديق حسب السياسة الاستثمارية:** تنقسم الصناديق حسب السياسة الاستثمارية إلى خمسة أنواع رئيسية هي:

✓ **صناديق النقد:** ظهرت لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1973، تتكون محفظة الأوراق المالية بها من تشكيلة من الأوراق المالية القصيرة الأجل مثل أذونات الخزانة وشهادات الإيداع في البنوك، تعتبر هذه الصناديق من صناديق الاستثمار قصيرة الأجل التي تلبى احتياجات المستثمرين الذين يصنعون هذه السيولة والأمان في مقدمة أهدافها الاستثمارية.

✓ **صناديق السندات:** هي تلك الصناديق التي تستثمر أصولها في السندات فقط، وبمختلف أشكالها، وبأجال مختلفة، والتي تصدرها الشركات الكبيرة، وتتسم استثمارات هذه الصناديق بالعوائد الثابتة، والمخاطرة المنخفضة نسبياً.

✓ **صناديق الدخل:** تهدف هذه الصناديق إلى الاستثمار في الأسهم العادية المتوقع لها تحقيق أرباح

مرتفعة، و متماثلة، وتتكون أصول هذه الصناديق من أسهم شركات الأعمال الكبيرة. (1)

✓ **صناديق النمو:** يركز هذا النوع من الصناديق على النمو في قيمة رأس المال المستثمر، وتحقيق

أعلى عوائد رأسمالية على المدى الطويل، ممثلاً في العائد المتحقق في القيمة الرأسمالية وتوزيعات الأرباح، وفي المدى القصير قد تتذبذب القيمة الصافية لأصول صناديق النمو شكل أكبر نسب إرتفاع نسبة الأسهم العادية في محافظها التي قد تصل بين (80% - 90%)، من إجمالي الأصول، وتشكل البقية من سندات، و استثمارات قصيرة الأجل.

✓ **صناديق الدخل والنمو:** تهدف إدارة هذه الصناديق بجانب المحافظة على أصول الصندوق،

وتحقيق دخل دوري إلى النمو في الأجل، وتتكون محفظة الأوراق المالية بها من أسهم عادية، وأوراق مالية أخرى ذات عائد ثابت، وعادة ما تمثل الأسهم تشكيلة متنوعة قد تتضمن أسهم في الشركات الرائدة ذات الاكتشافات العلمية، وأسهم في منشآت الخدمة العامة في مناطق تتسم بمعدل مرتفع للنمو السكاني، وغيرها من الأسهم التي تحقق الدخل والنمو.

(1)-حسين عطا غنيم، مرجع سابق، ص 26.

ثانياً- الوسطاء: هم مؤسسات لا تقوم بدور الوساطة المالية بالشكل السابق، لكن وظيفتهم الأساسية الجمع بين طرفين أو أكثر لإبرام عقد، أو صفقة ويمكن تقسيم الوسطاء إلى ما يلي (1):

● **شركات السمسرة في الأوراق المالية:** عرفنا في الفصل الثاني أن السمسار هو شخص مفوض من قبل شركة سمسرة يقوم ببيع الأوراق المالية في البورصة بالوكالة نيابة عن عملائه مقابل عمولة، وله دراية كافية بالشؤون المالية، كما يجب أن يكون مؤهلاً قانونياً.

● **صناع السوق:** وقد تم التطرق إلى مفهوم صانع السوق في الفصل الثاني.

● **شركات الاستشارة المالية:** هي شركات مقيدة في البورصة، و المستشار المالي هو شركة أو شخص يلجأ إليه المستثمر لمساعدته في إتخاذ القرار الاستثماري المناسب، ومن ثم فهو شخص محترف يجيد فن إختيار، وإدارة الأوراق المالية، وكيف يقرأ البيانات، والمعلومات المنشورة عن المراكز المالية، والتجارية للشركات المصدرة للأوراق المالية، وكيف يصنع الاستراتيجيات الاستثمارية لاستثمارية التي تناسب العميل الذي يرغب في الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، ويعرف كيف يصنع الاستراتيجيات الاستثمارية التي تتناسب مع إمكانياته المالية، ويتقاضى المستشار المالي عمولات عن استشارته لعملائه، وتحدد هذه العمولات في نشرات التأسيس عند مزاولته العمل. (2)

• **تجار الأوراق المالية:** هم أعضاء مسجلون بالسوق، ويقومون بشراء الأوراق المالية لحسابهم، وبيعها عند ارتفاع أسعارها والاستفادة من فروق الأسعار، وفي بورصة نيويورك نوعان من المتاجرين في الأوراق المالية:

• **تجار الصالة:** يطلق على تجار الصالة اسم المضاربين، كما يطلق عليهم التجار المسجلون، وهم يدفعون رسوم العضوية من أموالهم الخاصة، غير أنهم يختلفون عنهم في أنهم يعملون لحسابهم فقط، بمعنى أنهم لا ينفذون عمليات لحساب الجمهور، أو لحساب سماسرة، بل ينتهزون فرص سائحة للبيع أو لشراء داخل صالة السوق على أمل تحقيق الربح.

• **تجار الطلبات الصغيرة:** يقصد بهم أولئك التجار الذين يقومون بشراء الأوراق المالية في طلبات بكميات كبيرة،⁽³⁾ Round lots (100 سهم أو مضاعفاتها) ثم البيع لمن يريد الشراء بكميات صغيرة ODDLOT (أقل من 100 سهم)، ويتقاضى هؤلاء التجار عمولة (الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء) أكثر نسبياً بالقياس بغيرهم من التجار الذين يبيعون بكميات أكبر في الطلبية الواحدة، غير أن

(1) - قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 220.

(2) - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 91.

(3) - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص 106.

دخول بيوت السمسرة والمتخصصين في سوق الطلبات الصغيرة، قد أدى إلى إجبار التجار على تخفيف العمولة التي يتقاضونها.

• **المحكمون والمراقبون:** إن وظيفة سوق الأوراق المالية لا تنحصر فقط في إتمام العمليات، ولكن تشمل أيضاً على ضمان انتظام وشرعية تلك العمليات والرقابة على الوقت، ومنع أي انحراف والتأكد من أن السعر المتفق عليه يمثل السعر العادل، والفصل في جميع النزاعات التي تقع بين أعضاء البورصة.

الفرع الرابع: العلاقة بين المعاملة الضريبية للمؤسسات المالية وأداء أسواق الأوراق المالية

إن الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية تخضع لما يسمى بالضريبة على القيمة المضافة، وتعرف الضريبة على القيمة المضافة على أنها "ضريبة غير مباشرة تفرض على كافة السلع، والخدمات إلا ما استثنى بنص، وتفرض على كافة مرحلة التداول حتى مرحلة التوزيع النهائي".⁽¹⁾

ويحق لمعظم مؤسسات الأعمال استرداد ضريبة القيمة المضافة على المدخلات من السلع أو الخدمات، التي يتم شراؤها لأغراض الأعمال، ولذلك لا يجب أن يكون أثر ضريبة القيمة المضافة

محايدا، بمعنى أن لا تتسبب هذه الضريبة في تغيير الخيارات الاقتصادية بين عدد من السلع، و المدخلات، والمواقع المختلفة.

عادة ما يتم إعفاء الخدمات المالية من ضريبة القيمة المضافة بموجب النظم الضريبية المعمول بها حول العالم، وذلك لأسباب منها: (2)

• الرغبة في تنشيط القطاع المالي وأسواق الأوراق المالية.

• الصعوبة المثبتة في قياس قيمة الخدمات المالية لأغراض ضريبة القيمة المضافة.

إن الإعفاءات أو التخفيضات الضريبية المقدمة للمؤسسات المالية تؤدي إلى خفض تكلفة المعاملات في أسواق الأوراق المالية، وانتعاش حركة التداول، وهو ما يؤثر بالإيجاب على مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية، كذلك فإن تخفيض تكاليف العضوية التي يدفعها السماسرة تساعد أيضا على رفع مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية نظرا لانخفاض تكاليف الخدمات والمعاملات.

(1) - خالد عبد العليم سيد عوض، الضريبة على القيمة المضافة (دراسة مقارنة للنظم الضريبية العالمية)، إيترك للنشر والتوزيع، مصر، 2007، ص15.

(2) - بدون مؤلف، المعدل الصفري لضريبة القيمة المضافة على الخدمات المالية، مقال صادر عن اتحاد المصارف الكويتية، متوفر على الموقع الإلكتروني: <http://www.alqabs.com.kw/node/84393>

المطلب الثالث: العلاقة بين الضريبة والادخار وأداء سوق الأوراق المالية

لا يقتصر التأثير الضريبي على سلوك الشركات والمؤسسات المالية، بل يمتد ليشمل التأثير على سلوك المدخرين، وهو ما سيتم التعرض إليه في العناصر الموالية.

الفرع الأول: مفهوم الادخار

وردت جملة من التعاريف الخاصة بالادخار، و نذكر منها:

بالنسبة لمجيد علي حسين، وعفاف عبد الجبار سعيد: " الادخار هو ذلك الجزء من الدخل الذي لا يستعمل للإنفاق على السلع الاستهلاكية، أو أنه ذلك الجزء الذي احتفظ به من الدخل بعد الاستهلاك، ومن الممكن أن يحتفظ به من الدخل بعد الاستهلاك، ومن الممكن أن يحتفظ بهذا الجزء كنفود سائلة في المنزل مثلا، وهذا ما يسمى بالادخار، والمقصود بالادخار هو ذلك الجزء من الدخل الذي لا يدخل في عملية الاقتصاد القومي، ومن الممكن أن يحتفظ بذلك الجزء من الدخل بشكل حسابات جارية، أو حسابات ادخار، أو أي شكل من أشكال حسابات الادخار الأخرى. (1)

كذلك يعرف الادخار بأنه: " ناتج النشاط الاقتصادي الذي لا يستهلك، بل يوجه بطريقة تجعل له في المستقبل قدرة أكبر على إشباع الحاجات، وهذا يعني أن الادخار من المتغيرات الأساسية للبلدان النامية، وهذا التعريف يبرر ثلاثة جوانب جوهرية مترابطة في قضية التنمية وهي: الاستعداد للقيام بنشاط إنتاجي لا يكون جزء من ناتجه موجهًا للإستهلاك، ثم توفر الإرادة الجماعية والقدرات الفنية والإدارية اللازمة لتحقيق تراكم رأس المال المادي والبشري وأخيرًا المستقبل الذي يكون هذا التراكم إعدادًا له".⁽²⁾

بناءً على التعاريف السابقة يمكن القول أن أي تعريف شامل للادخار يجب أن يشتمل على العناصر التالية:

- الادخار هو ذلك الجزء من الدخل غير المخصص للاستهلاك والمحتفظ به من أجل الاحتياط و التحوط من المخاطر المستقبلية.
- يختلف الادخار عن الاكتناز فلا بد من وجود بأي دخل سواء كان صغير أو كبيراً ولا يمكن للشخص فرداً أو جماعة أو دولة أن يدخر شيئاً إذا لم يكن له دخل جار لأنه منه يقتطع ذلك الجزء الذي يكون منه مدخراً.

(1)-مجيد علي حسين، عفاف عبد الجبار سعيد، مقدمة في التحليل الاقتصادي الكلي، الطبعة الأولى، دار وائل، عمان، الأردن، 2004، ص 20.

(2)-صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية (دراسة تجربة جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2011/2012، ص 6.

- الانتفاع هو عنصر آخر مهم في عملية الادخار، ذلك لأن اقتطاع جزء من الدخل ليس بغاية في حد ذاته بقدر ما هو وسيلة إلى غاية أسمى، وهي الانتفاع من ذلك الجزء مستقبلاً، واستخدامه في مواجهة مخاطر ومشاكل مستقبلية.
- الاستثمار.

الفرع الثاني: أشكال الادخار

يمكن التمييز بين الأشكال التالية للادخار:

أولاً- من حيث طبيعة التكوين

ينقسم الادخار إلى قسمين رئيسيين هما:

1- الإيداع الاختياري: يشير الادخار الاختياري إلى امتناع الفرد عن استخدام جزء من دخله برضاه دونما إجبار من أحد، بقصد المصلحة المستقبلية، ويتمثل هذا النوع من الادخار في حسابات التوفير في البنوك بهدف: (1)

- تكوين احتياطي لمواجهة الظروف والأحداث غير المتوقعة في المستقبل.
- توفير دخل يتزايد تدريجياً لمواجهة المستوى المعيشي المتزايد باستمرار.
- الاستعداد لمواجهة تعليم الأبناء أو كبار السن أو الشيخوخة.
- تكوين رصيد يصلح في وقت ما للاستفادة منه في عمليات تجارية.
- تكوين فائض يورث للأبناء.

يمكن القول أن الادخار الاختياري هو ادخار فردي له عدة أساليب وأوجه تذكر، منها على سبيل

المثال لا الحصر:

- **الودائع:** يمكن النظر إلى الودائع على أنها اتفاق يدفع بمقتضاه المودع مبلغاً من النقود بوسيلة من وسائل الدفع، يلتزم بمقتضاه البنك برد هذا المبلغ للمودع عند الطلب أو حينما يحل أجله، كما يمكن النظر إليها على أنها تتمثل بالمبالغ النقدية المقيدة في دفاتر البنوك التجارية، والمستحقة للمودعين سواء كانوا أفراداً أو مؤسسات، أما عن أهمية الودائع فهي تعد قوام حياة البنوك التجارية إذ تشكل المصدر الرئيسي لأموالها فهي قد تصل إلى ما يقارب 69% من مجموع مطلوبات البنوك، وهي اتفاق بين الزبون والبنك بموجبه يودع الزبون مبلغاً من النقود لدى البنك، على أن يكون له الحق في سحبه في أي وقت يشاء ودون إخطار سابق منه (2).

(1) - وديع طوروس، الاقتصاد الكلي، الطبعة الأولى، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، ليبيا، 2010، ص 179.

(2) - عبد السلام لفته سعيد، تحليل الودائع المصرفية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 11، العراق، 2006، ص 2.

- **الحسابات الجارية:** الحساب هو عبارة عن رقم أو رمز تقترن به معظم العمليات المالية لصاحبه أثناء قيام علاقة بينه وبين البنك، ومن الناحية العملية أو القانونية هو اتفاق بين البنك الذي يفتحه، والشخص (الطبيعي أو المعنوي)، الذي يفتح لصالحه لتنظيم بها العمليات المالية بينهما، سواء كانت سحباً أو إيداعاً أو عمليات أخرى. (1)

بالنسبة للحساب الجاري فهو حساب له نفس خصائص حساب الشيكات، أي أنه حساب بدون أجل تتم فيه العمليات (سحب - إيداع) دون قيد أو شرط، وكل عمليات السحب من هذا الحساب لا تتم إلا بواسطة الشيك، ولكن الحساب الجاري يختلف عن حساب الشيك في إمكانية كون رصيده مديناً، أي أن البنك يسمح لصاحبه بالسحب و لو في حال عدم وجود، أو كفاية الرصيد، بحيث تحسب فائدة على الرصيد المدين حسب مبلغه و مدته، لذلك فهو عادة يفتح للأشخاص الطبيعيين، خاصة التجار، أو الأشخاص المعنويين مثل: الشركات حيث تتميز عملياتهم المالية بالحركية المستمرة.

- الأسهم والسندات.

2- **الادخار الإجباري أو الإلزامي:** يظهر عندما تقلل الدولة من الاستهلاك عن طريق الضرائب أي أن الادخار الإجباري يظهر في حالة التضخم المعتدل إذا ما حدث بدون ارتفاع عام في مستوى الدخل، طالما أنه سوق يسبب بعد ذلك تخفيضا في الطلب على السلع الاستهلاكية، وهو ادخار يجبر عليه الأفراد نتيجة لمقتضيات قانونية أو لقرارات حكومية أو لقرارات الشركات، وقد انتشر الادخار الإجباري في الفكر الاقتصادي الحديث وفي مقدمة مجالاته، المجالات التالية:

- ✓ **نطاق الادخار التقاعدي:** اقتطاع جزء من الدخل من قبل الدولة، في مقابل المعاش التقاعدي لموظفيها عند نهاية خدمتها.
 - ✓ **نطاق ادخار الشركات:** وهذا النوع من المدخرات يتكون عندما تقرر الهيئة العامة لإحدى الشركات دعم احتياطياتها، أو عدم توزيع قسط من أرباحها قصد القيام بتمويل ذاتي، فيترتب على ذلك تناقص في الأرباح الموزعة على المساهمين.
 - ✓ **نطاق الادخارات عن طريق الضرائب:** عندما تحصل الدولة الكثير من الأموال، فإن ذلك يوفر لها إمكانات أكبر للاستثمار في المشروعات الإنمائية من جهة، وتقليص الاستهلاك من جهة أخرى، ولاسيما الاستهلاك الخاص المرتبط بالإنفاقات غير المسوغة، والاستهلاك الخاص المرتبط بالتبذير، والإنفاقات غير المسوغة وللضرائب في الاقتصاديات الرأسمالية المتقدمة أثر مهم في معالجة المشاكل الناجمة عن الدورة الاقتصادية، وإفرازاتها وإعادة توزيع الدخل الوطني وتغذية
- (1) - سليمان ناصر، التقنيات البنكية وعمليات الائتمان، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2012، ص 13.
- ✓ **خزانة الدولة، ولاسيما في المراحل التي تزيد فيها النفقات زيادة كبيرة اثر الاندفاع نحو التسليح، أما في الدول النامية فإن الضرائب أثرا كبيرا في خدمة تمويل التنمية، وهي تسوغ بالدرجة الأولى بضعف إمكانات الادخار الحر وضرورة تحقيق الأهداف التالية: ضغط الاستهلاك وكبح جماحه وتحويل الموارد منه إلى الاستثمار، وتحويل موارد مبعثرة من أيدي الأفراد إلى يد الدولة لتمويل الاستثمار العام، وتوفير الحوافز لزيادة الاستثمار وتوجيهه وتقليل الفوارق الاقتصادية. (1)**

ثانيا - حسب نوع المدخرات

يقسم الادخار إلى :

- 1- **الإدخار النقدي:** يمثل الصورة الغالبة في الوقت الحالي، ذلك لأن الطابع النقدي يصيغ معظم جوانب النشاط الاقتصادي في الاقتصاد المعاصر، ومن ثم يتكون الجانب الأكبر من الادخار اللازم لتمويل التكوين الرأسمالي من عدة أشكال نقدية تتمثل في الأصول المالية، أو الأموال السائلة كالودائع الجارية،

وكذلك الودائع الادخارية بأنواعها، والمدخرات التعاقدية، التي يمكن تحويلها إلى الصورة السائلة بسهولة نسبية.⁽²⁾ وحيث أن النقود تعتبر قوة شرائية عامة بمعنى أنها تمكن حاملها من مبادلتها بأي شكل من أشكال الثروة الأخرى، فإن الأفراد الذين قاموا بهذه المدخرات يستطيعون تحويلها إلى رأسمال عيني، وذلك باستثمار هذه الأموال المدخرة في العمليات، والمشروعات الإنتاجية سواء بأنفسهم، وذلك بشراء أو استئجار عوامل الإنتاج الأخرى، والتوليف بينما لإنتاج سلعة أو خدمة لها قيمة نقدية.⁽³⁾ فتتولد لهم أرباح باعتبارهم منظمين، أو بأن يقوموا بإقراض هذه المدخرات في العمليات، والمشروعات الإنتاجية سواء بأنفسهم، وذلك بشراء أو استئجار عوامل الإنتاج الأخرى، والتوليف بينها لإنتاج سلعة، أو خدمة لها قيمة نقدية، فتتولد لهم أرباح، أو بأن يقوموا بإقراض هذه المدخرات النقدية عن طريق الأسواق المالية، أو عن طريق البورصة إلى المنظمين، ليتمكنوا من شراء السلع الإنتاجية والوسيلة اللازمة لمشروعاتهم، ويحصل المدخرون في هذه الحالة على عوائد نتيجة إقراضهم هذه المدخرات النقدية للمنظمين خلال فترة معينة.

2- **الادخار العيني:** يمثل الصورة المحدودة جدا للادخار في الاقتصاد المعاصر، وقد يأخذ شكلين: الشكل الأول هو فائض سلعي والذي يمكن مثلا ملاحظة في قطاع الزراعة، وذلك مثل المحاصيل التي

يحتفظ بها المزارعون لاستخدامها كبذور أو لاستهلاكها في الفترات التالية، أما الشكل الثاني فيكون في

(1)-صباح نوري عباس، عمار رفعت قطب ، أثر زيادة الدخل على حجم الإيداع(بحث تطبيقي)، بحث منشور، متوفر

على الموقع الإلكتروني: <http://www.iasj.net/iasj?Func=fulltest&sald=53239>

(2)-صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص 20.

(3)-عبد المطلب عبد الحميد، مبادئ وسياسات الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص34.

صورة فائض عمل الذي يمكن أن يتحقق في حالة القيام بعمل إضافي يترجم في شكل استثمار إنتاجي، وكمثال عن الشكل الثاني نأخذ التجربة الصينية المعاصرة، فقد استطاعت الصين أن تزيد الاستثمار دون إنقاص الاستهلاك الجاري، وذلك بالاعتماد على فائض العمل كشكل من أشكال الادخار، وتكوين رأس المال، وتدخل في دائرة الادخار العيني (العقارات والمصوغات)، ومن خلال تحليل هذين النوعين من الادخار يستنتج أن الادخار بصورته النقدية والعينية يؤول في النهاية إلى شكل من أشكال الاستثمار العيني، ومن هنا تتضح العلاقة الوثيقة التي تصل إلى حد التطابق بين الادخار والتكوين الرأسمالي.

ثالثا - من حيث نوع المدخر

ينقسم الادخار إلى:

1- **الإدخار العائلي:** نقصد بالادخار العائلي المدخرات التي يقوم بها القطاع العائلي، والأسر، والمؤسسات والهيئات التي تهدف إلى الربح، وتخدم العائلات كالجمعيات، والنوادي، والمستشفيات، وكذلك

الهيئات والسفارات الأجنبية، كما يتضمن أيضا المشروعات التي لا تتخذ شكل شركات أموال مثل: المشروعات الفردية وشركات التضامن، وينقسم الادخار العائلي إلى قسمين رئيسيين: مدخرات عائلية إجبارية وتتمثل في مدخرات الأفراد لدى التأمينات الاجتماعية، ومصحة المعاشات والتقاعد، أما المدخرات الاختيارية فتتمثل في التغيير في أرصدة الودائع الجارية بالبنوك، وصناديق التوفير، وشركات التأمين، وحصيلة بيع الأصول المالية (شهادات الاستثمار) بالأسهم والسندات الحكومية، وغير الحكومية.⁽¹⁾

2- إيدار الحكومة والجماعات المحلية (الدولة): تهدف الحكومات إلى تنمية مواردها، وتخفيض نفقاتها بغية تحقيق فائض توجهه إلى تمويل الاستثمار، أي تكوين رأس مال حقيقي جديد، أو تودعه كاحتياطي لمواجهة ما يطرأ من عجز في الميزانية العامة للدولة في السنوات المقبلة، ونقصد بالعجز زيادة قيمة النفقات عن الإيرادات، هذا الفائض هو ما يعبر عنه بالادخار الحكومي، ويتحقق الادخار الحكومي بالفرق بين الإيرادات الحكومية الجارية، والنفقات الحكومية الجارية، وتتمثل أهم الإيرادات الحكومية في حصيلة الضرائب التي تمثل اقتطاعات نهائيا من دخول الأفراد والمؤسسات من جانب الدولة.

الفرع الثالث: أثر الضريبة على سلوك المدخرين

وضعت عدة نظريات من قبل الاقتصاديين لتفسير السلوك الادخاري والاستهلاكي وهي: نظرية دورة الحياة (موديغلاني وبروميرج 1954، موديغلاني وأندرو 1957، أندرو وموديغلاني 1963)،
(1) - محمد أمين بربري، العوامل المؤثرة على الادخار العائلي في الجزائر، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، جامعة الشلف، الجزائر، جوان 2013، ص 39.

نظرية الدخل النسبي (دوسنبري عام 1949)، ولكل من النظريات السابقة جذور مفاهيمية في النظرية الاقتصادية الجزئية الخاصة بالاختيارات، و التفضيلات الاستهلاكية.

و في النقاط الموالية ندرس أثر الضريبة على الاستهلاك والادخار في ظل نظرية دورة حياة المستهلك، وذلك في حالة وجود ضرائب، وفي حالة عدم وجود ضرائب.

أولاً- إفتراضات نظرية دورة الحياة

بالنسبة لهذه النظرية فإن الاستهلاك أو الادخار لا يعتمد على الدخل في الفترة الحاضرة فقط، أو على دخل الفترات الماضية فقط، وإنما يمكن أن يعتمد على التوقعات أو التنبؤات المستقبلية عن الدخل، فإذا توقع المستهلك بطرق اقتصادية أن دخله سيزداد في المستقبل فإن استهلاكه سيتجه إلى التزايد.⁽¹⁾

يرى موديغلاني أن سلوك الأفراد يتصف بأنهم يخططون لمستوى استهلاكهم وادخارهم على مدار فترة زمنية طويلة، بحيث يتحقق لهم أفضل توزيع ممكن للاستهلاك خلال فترة حياتهم بالكامل، التي يمكن

تقسيمها إلى فترة اللانشاط، فترة النشاط، فترة التقاعد، وهذه النظرية ترى الادخار على أنه ما هو انعكاس لرغبة الأفراد في الاستهلاك في المستقبل عندما ينتقلون إلى التقاعد، وقد أظهر نموذج دور الحياة أهمية بعض العوامل في الادخار، والتي لم يتناولها التحليل الكينزي من قبل مثل الهيكل العمري للسكان. (2) الافتراضات التي تقوم عليها هذه النظرية هي: (3)

- يبدأ الفرد العمل في سن العشرين دون أن يكون له ثروة، و فترة العمل تستمر إلى سن 65 علما ثم يموت الفرد عندما يبلغ من العمر 80 سنة.
- يفترض أن الفرد لا يرغب في ترك ثروة لأحد بعد أن يموت، أي أنه يستهلك كافة الأصول في نهاية حياته.
- أن الفرد يفضل استقرار مستوى الاستهلاك خلال حياته، أي أنه لا يرغب في حدوث تقلبات شديدة في مستوى الاستهلاك على المدخرات.

ثانيا - استعراض نظري لنموذج دورة الحياة في حالة عدم وجود ضرائب

يقوم الفرد بتوزيع دخله بين الاستهلاك الحالي والاستهلاك المستقبلي والشكل الموالي يوضح هذه الكيفية:

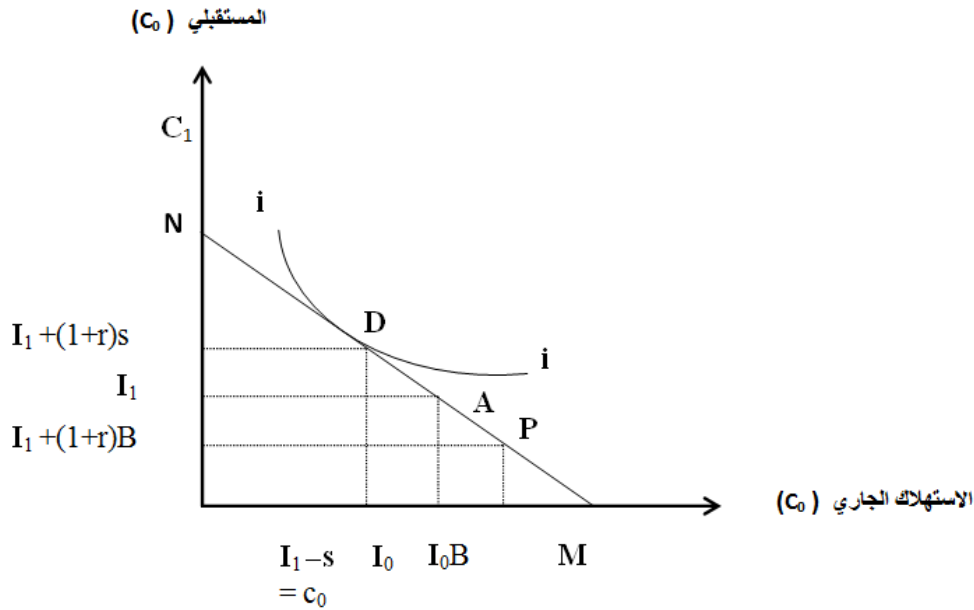
(1)-السعيد بريش، مرجع سبق ذكره، ص 126.

(2)-أحمد سلامي، محمد شيخي، تقرير دالة الادخار العائلي في الجزائر 1970 - 2005، مجلة الباحث، العدد 6، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2008، ص 135.

(3)-أحمد سلامي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 135.

شكل رقم (19)

قيد الميزانية للاستهلاك الحاضر والمستقبل



المصدر: عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر 2002، ص138.

بالنسبة للمحور الأفقي فهو يوضح مقدار الاستهلاك الجاري (C_0)، أما المحور العمودي فهو يوضح مقدار الاستهلاك المستقبلي أو الادخار (C_1)، وفي ظل عدم وجود ضرائب فإن الخيارات المتاحة أمام الفرد تكون كالتالي:

- ينفق الفرد دخله في اللحظة التي استلمه فيها حيث ينفق دخله الحالي (I_0) في الفترة الحالية، وينفق دخله (I_1) في الفترة الحالية، وينفق دخله المستقبلي في الفترة المستقبلية وتسمى تلك بالنقطة A، وعند هذه النقطة لا يقوم الفرد بأي عمليات ادخارية.
- إذا قرر الفرد ادخار مبلغ قيمته (S) دينار في هذه الفترة، وقرر استثمار المدخرات في أصل مالي يغل عائدا قدره (r)، فإنه يمكن زيادة الاستهلاك في المستقبل بقيمة قدرها $S(1+r)$ ، ويمكن ملاحظة هذا في الشكل حيث يلاحظ الانتقال يسار النقطة A بمقدار S والانتقال لأعلى النقطة A بمقدار $S(1+r)$ وتمثلها النقطة D.
- في الحالة العكسية قد يقرر الفرد استهلاك مقدار أكبر من دخله الجاري (I_0) وفي الوقت الحالي في مواجهة دخله المستقبلي (I_1) عند نفس سعر الفائدة (r)، فإذا تم اقتراض مبلغ B دينار لإضافته إلى الاستهلاك ما هو المبلغ الذي يجب به تقليل الاستهلاك المستقبلي؟ عندما يأتي المستقبل يتعين على الفرد أن يدفع قيمة القرض B مضافا إليه قيمة مبلغ الفوائد (rB)، ومن ثم يمكن للفرد زيادة استهلاكه الحالي بالقدر B إذا كان راغبا في تخفيض الاستهلاك المستقبلي بالمقدار $B(1+r)$ ، ويعبر عن ذلك

بالانتقال إلى النقطة p ، وبتكرار تلك العملية لمختلف قيم BS يمكن تحديد مقدار الاستهلاك المستقبلي (الادخار) لأي مقدار معين من الاستهلاك الجاري. (1)

بالنسبة للخط (MN) في الشكل السابق يمثل خط ميزانية المستهلك، وميله يساوي بالقيمة المطلقة $(1+r)$ ، ويعكس تكلفة الفرصة البديلة للاستهلاك الحاضر بدلالة المفقود من الاستهلاك المستقبلي، وأي نقطة على منحنى السواء تكون مرتبطة بتفضيلات المستهلكين بين الاستهلاك الحاضر، والمستقبلي، والتي تمثل بمنحنى السواء (li) في الشكل السابق، ويعظم الفرد منفعته باختيار توليفة الاستهلاك الحالي والادخار عند نقطة تماس منحنى السواء مع خط الميزانية، يفترض أنها النقطة D حيث يعظم الفرد منفعته باستهلاك C_0 في الوقت الحاضر وادخار ما قيمته $(I_0 - C_0)$.

ثالثاً - استعراض نظري لنموذج دورة الحياة في ظل وجود ضريبة

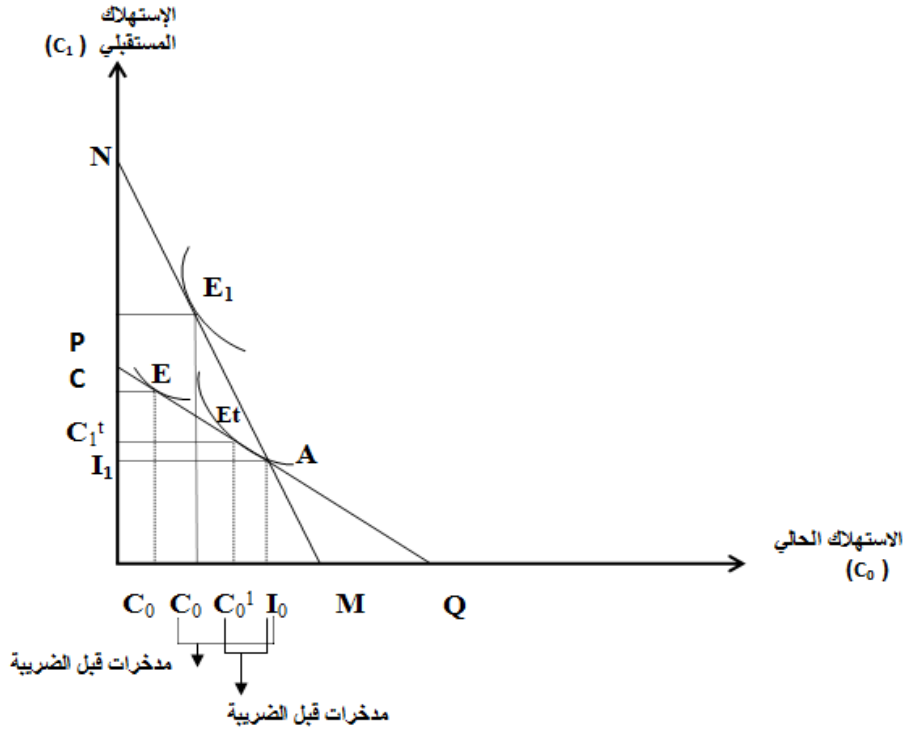
نفترض الآن وجود ضريبة نسبية على دخل الفائدة (t) مع السماح بخصم مدفوعات الفائدة من وعاء هذه الضريبة، يترتب على فرض ضريبة نسبية على دخل الفائدة مع السماح باستقطاع مدفوعات الفوائد انتقال خط الميزانية MN إلى الوضع PQ كما هو موضح في الشكل الموالي، ذلك أن فرض الضريبة يترتب عليه خفض معدل العائد الذي يستلمه المدخرون من r إلى $(1-t)r$ ، وتبعاً لذلك فإن تكلفة الفرصة البديلة لاستهلاك I دينار في الوقت الحاضر هي $1+(1-t)r$ دينار في المستقبل، في نفس الوقت يمكن للفرد أن يخصم I دينار فوائده عن قروضه من الدخل الخاضع للضريبة، ويعني ذلك بالنسبة له خفض الضريبة بمقدار I دينار، تبعاً لذلك فإن تكلفة الاستهلاك الجاري المتزايد بقيمة I دينار بدلالة الاستهلاك المستقبلي تساوي فقط $1+(1-t)r$ ، ومؤدى ما تقدم أن يصبح ميل خط الميزانية PQ بالقيمة المطلقة مساوياً لـ $1+r(t-1)$ ، و يكون أكثر انبساطاً عند خط الميزانية MN قبل الضريبة، وتكون نقطة التوازن كما هو موضح بالشكل هي E^t عند تماس منحنى السواء مع خط الميزانية PQ حيث تصبح قيمة الاستهلاك الحاضر مساوية C_0^t والاستهلاك المستقبلي مساوياً لـ C_1^t ويصبح الادخار بعد الضريبة ممثلاً بالمسافة $C_0^t I_0$.

(1) -عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مرجع سابق، ص ص 138 - 139.

شكل رقم (20)

الأثر على المدخرات في حالة فرض ضريبة على دخل

الفائدة مع السماح بخصم مدفوعات الفائدة



المصدر: عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 140.

حيث $C_0^1 < C_0$ أي أن معدل الادخار بعد الضريبة يصبح أقل من معدل الادخار قبل الضريبة، تبعا لذلك فإن الضريبة على دخل الفائدة خفضت الادخار بمقدار قدره $C_0^E - C_0$ ، بيد أنه ليس بالضرورة أن ينخفض الادخار استجابة للضريبة على دخل الفائدة، ويعتمد ذلك على موقع منحنى السواء، فإذا افترضنا أن منحنى السواء يلتقي مع خط الميزانية بعد الضريبة PQ عند النقطة E على يسار النقطة Er فإن الضريبة على دخل الفائدة ترفع من معدل الادخار من C_0^1 إلى $C_0^1(1)$ إن تأثير الضريبة على الادخار يتوقف على وجود أثرين وهما:

- **أثر الإحلال:** حيث يؤدي فرض الضريبة إلى خفض تكلفة الفرصة البديلة للاستهلاك الحاضر، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الاستهلاك الحالي (C_0) وخفض المدخرات، ذلك أن فرض الضريبة أدى إلى تغيير سعر الاستهلاك الحالي بدلالة الاستهلاك المستقبلي (C_0) وخفض المدخرات، ذلك أن فرض الضريبة أدى إلى تغيير سعر الاستهلاك الحالي بدلالة الاستهلاك المستقبلي (C_1)

(1)-عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مرجع سابق، ص 140.

- **أثر الدخل:** ينشأ حينما يمثل فرض الضريبة صعوبة على الفرد لتحقيق هدفه بشأن الاستهلاك المستقبلي، نتيجة لتخفيض الدخل الحقيقي للفرد، فإذا كان الاستهلاك الحالي سلعة عادية فإن

انخفاض الدخل الناجم عن الضريبة يؤدي إلى تخفيض الاستهلاك الحاضر ومن ثم ترتفع المدخرات.⁽¹⁾

الفرع الرابع: العلاقة بين الضريبة والادخار وأداء سوق الأوراق المالية.

من خلال الاستعراض النظري لنموذج دورة الحياة في حالة وجود ضرائب يمكن أن نلاحظ أن كلا من أثر الإحلال وأثر الدخل متضادان فهما يعملان في مسارين مختلفين، ويمكن هنا التمييز بين الحالات التالية:

1- إذا كان أثر الإحلال أقوى من أثر الدخل فإن فرض ضريبة يؤدي إلى تخفيض المدخرات، وهو ما يؤدي إلى حدوث انخفاض في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية (نتيجة لانخفاض عرض الأموال في سوق الأوراق المالية).

2- إذا كان أثر الدخل أقوى من أثر الإحلال فإن فرض ضريبة يؤدي إلى زيادة المدخرات، وبالتالي حدوث ارتفاع في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية (زيادة المعروض من الأوراق المالية).

(1)-عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مرجع سابق، ص 141.

المبحث الثالث: تمويل عجز الميزانية العامة وأثره على أداء سوق الأوراق المالية.

تلعب الميزانية العامة للدولة أدواراً مهمة في المجال الاقتصادي والاجتماعي والسياسي والأمني في المجتمع، وفي ظل تعاظم الأهمية التي أصبحت تحتلها في الميزانية العامة في مختلف اقتصاديات العالم وبخاصة بعد الحرب العالمية الثانية، وفي ضوء تنامي الدور الذي أصبحت تلعبه الحكومات في النشاط الاقتصادي، فقد اتجه العجز الموازي إلى التزايد في مختلف دول العالم، وقد أصبح هذا العجز سمة هيكلية، بمعنى أنه غدا صفة لصيقة بخصائص الهيكل الاقتصادي، كما أصبح ذا ميل طويل الأجل ولا علاقة له بأحوال الدورة الاقتصادية، كذلك أفرز العجز الموازي ضغوطاً تضخمية، مما ترتب عليه تدهور مستمر في القوة الشرائية للعملة الوطنية وتدهور المستوى المعيشي، وما صاحب ذلك من آثار اقتصادية واجتماعية... إلخ وقد أثبتت الدراسات الاقتصادية الحديثة والمتماشية مع الواقع أن الآثار الاقتصادية المترتبة على العجز في الإنفاق الحكومي هي في معظمها آثار سلبية، لذلك فإن بعض الدول تحاول وضع حد أعلى لمقدار العجز كما في دول الاتحاد الأوروبي، هذا وتمتد آثار العجز الموازي إلى أسواق الأوراق المالية حيث يمكن أن يؤثر تمويل عجز الميزانية على أداء سوق الأوراق المالية، ومن خلال هذا المبحث سوف يتم التعرض إلى مفهوم العجز الموازي وأساليبه وتقديره، العوامل المؤدية إلى حدوث عجز الميزانية وأخيراً نتطرق إلى تمويل عجز الميزانية العامة وعلاقته بأداء أسواق الأوراق المالية.

المطلب الأول: مفهوم العجز الموازي وأساليبه وتقديره

تباينت الاجتهادات، وتفاوتت الآراء حول جزء الميزانية العامة للدولة في السنوات الأخيرة، وينطبق ذلك على كل الدول سواء كانت متقدمة أو نامية، حيث أن جميع الدول باتت تعاني بدرجات متفاوتة من هذا العجز والنتائج السلبية الناجمة عنه، ولتوضيح مفهوم العجز الموازي، نتناول مفهوم عجز الميزانية العامة للدولة، أنواع وأساليبه تقدير عجز الميزانية العامة.

الفرع الأول: مفهوم عجز الميزانية العامة للدولة

تعددت التعاريف المقدمة لمصطلح عجز الميزانية العامة حيث:

عرف العجز الموازي على أنه " تلك الحالة التي يفوق فيها الإنفاق العام الإيرادات العامة" (1) كذلك يرى

فريق من الاقتصاديين أن: " عجز الميزانية يعبر عن الحساب السالب في ميزانية الدولة، حيث يحدث

(1)-Abd Rahman NUR Hayati, **the relationship between budget deficit and economic growth from malaysia's perspective an ARDL approach**, International Conference on Economics Business Innovation , Singapore, Malaysia, 2012, P55. See: [http:// www. Ipedr. Com/ vol38/ 011- iCEBi 2012 – A00020. pdf](http://www.Ipedr.Com/vol38/011-iCEBi2012-A00020.pdf).

عجز ميزاني عندما تتجاوز النفقات العامة الإيرادات العامة، وهنا يجب عدم الخلط والفرقة بين مصطلح عجز ودين فالعجز يخص فقط سنة واحدة أما الدين فهو العجز المتراكم لعدة سنوات⁽¹⁾ أما بالنسبة لخالد واصف الوزني، وأحمد حسين الرفاعي: "العجز الموازي هو تلك الوضعية التي تكون فيها النفقات العامة أكبر بكثير من الإيرادات العامة، ويظهر في هذه الحالة أهمية تمويل ذلك العجز، فتلجأ الدولة إلى الاقتراض بأنواعه الداخلي والخارجي ليظهر أمانا الدين الحكومي، أو الدين العام."⁽²⁾

أيضا عرف العجز الموازي على أنه: "زيادة النفقات العامة عن الإيرادات العامة، بحيث لا تستطيع الإيرادات مجازة الزيادة المضطردة في النفقات العامة، فهذه الأخيرة هي التي تحدد حجم العجز وصيغته، والملاحظ هو أن النفقات تميل غالبا إلى الزيادة في مختلف دول العالم بسبب تطور الحاجات العامة ونمو وظائف الدولة."⁽³⁾

وبالنسبة لبعض المفكرين الاقتصاديين فإن عجز الميزانية يعرف بأنه: "تلك الوضعية التي تكون فيها النفقات العامة أكبر من الإيرادات العامة، وهو سمة تكاد تعرفها معظم الدول سواء المتقدمة أو النامية، وقد يكون هذا العجز نتيجة إرادة عمومية تهدف إلى زيادة الإنفاق العام، أو تخفيض الإيرادات العامة، وقد يكون غير مقصود ناتج عن قصور الدولة في تحصيلها للإيرادات أو زيادة النفقات العامة عما كان مقررا."⁽⁴⁾

من خلال التعاريف السابقة فإن أي تعريف شامل يجب أن يتضمن مجموعة من الجزئيات المهمة، وهي كالتالي:

- العجز الموازي هو تلك الحالة التي تكون فيها النفقات العامة أكبر بكثير من الإيرادات العامة.

(1)-Anonyme Auteur, **le déficit Budgétaire**, le site pédagogique sur l'argent et la finance, la finance pour tous.com, voir: [http:// www.la finance pour tous. Com / Decryptages / Dossiers/ Comptes-publics/la dette – publique](http://www.la finance pour tous. Com / Decryptages / Dossiers/ Comptes-publics/la dette – publique).

(2)- خالد واصف الوزني وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 99.

(3)- طارق هزري، الأمين لباز، دراسة مقارنة لتمويل عجز الموازنة العامة بين الاقتصاد الإسلامي والوضعي، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول حول: الاقتصاد الإسلامي الواقع والرهانات المستقبلية، المركز الجامعي غرداية، الجزائر، يومي 23 و 24 فيفري 2011، ص 5.

(4)- نور محمد لمين، دور الموازنة العامة في التنمية الفلاحية والريفية كبديل إقتصادي خارج قطاع المحروقات (دراسة حالة ولاية تيارت)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2012/2011، ص 28.

- العجز الموازني قد يكون مقصودا (متعمدا) أو غير مقصود (غير متعمد).
- تلجأ الدولة إلى تمويل العجز الموازني عن طريق الاقتراض الداخلي والخارجي.

يمكننا تحليل العناصر السابقة فيما يلي:

- العجز الموازني هو تلك الحالة التي تكون فيها النفقات العامة أكبر بكثير من الإيرادات العامة: غالبا ما تميل النفقات العامة إلى الزيادة في جميع الدول مهما اختلفت نظمها الاقتصادية ومهما اختلفت درجة تقدمها (دول متقدمة ونامية) وقد قام الألماني " فاجنر " بدراسة تطور الأنفاق العام في الدول الأوروبية خلال القرن التاسع عشر، و إنتهى إلى وجود اتجاه عام نحو زيادة النشاط المالي للدولة مع التطور الاقتصادي الذي يحدث بها، وقد لوحظ كذلك أن ظاهرة تزايد النفقات العامة ترجع إلى أسباب وعوامل ظاهرية وحقيقية. (1)
- العجز الموازني قد يكون مقصودا (متعمدا) أو غير مقصود: نجد أساس فكرة العجز المتعمد في تحليلات كينز وما كتبه عن التشغيل الدائم، حيث أن الغاية من هذا العجز هي معالجة مشاكل المجتمع، ولاسيما البطالة، وإيجاد العمل للجميع عن طريق اللجوء إلى إحداث زيادة متعمدة في النفقات العامة، وإذا كانت فكرة العجز المتعمد والتحليل الكينزي بهذا الخصوص قد ساعد على التخلص من الإنهيار الاقتصادي إثر الأزمة الاقتصادية في العشرينات وما بعدها، فإنهما لقا تأييدا محدودا بعد تلك الفترة، بل أثارت هذه الفكرة في معظم الأحيان الإنتقادات التي يمكن ذكرها على سبيل المثال لا الحصر فيما يلي: (2)
- إن معظم العجز المتعمد يدفع إلى سياسة القروض العامة: وأن المشكلة هي عدم إمكانية اللجوء بصفة متعمدة أو تلقائية إلى القروض، لأن هذه السياسة المالية يمكنها أن تؤدي إلى زيادة في تكاليف القروض.
- إن هذه السياسة المالية يمكن أن تؤدي إلى تضخم مالي وبالتالي إلى إنخفاض في قيمة النقود و إنخفاض الأسعار، وهكذا فإن أساليب العجز المتعمد لا يفضل اللجوء إليها إلا في حالات إستثنائية تدعو الدولة للتدخل وتحريك النشاط الخاص كضرورة لمعالجة أزمة إقتصادية، على أنه يتعين على العودة، بعد هذا الهدف، إلى سياسة التوازن المالي، بعبارة أخرى إن العجز المتعمد يبقى إستثناء على قاعدة التوازن المالي لتفادي الآثار الاقتصادية السيئة من الاستمرار بتلك السياسة، وتجدر الإشارة إلى أن فكرة العجز المقصود قد طبقت في عدد محدود من الدول وخلال

(1)- محمد يعلي الصغير وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 45.

(2)- محمد عبد العزيز المعارك وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 260.

السبعينات، وبالأخص الولايات المتحدة، بينما لم تستطع الكثير من الدول الصناعية الأخرى الاعتماد على الفكرة المذكورة وذلك بسبب ظروفها الاقتصادية والمشاكل التي تعاني منها وبالأخص التضخم والبطالة، وإذا ما وجدنا هناك عجزاً في الميزانية لدى أغلب الدول النامية فإن أغلب ذلك ليس من سياسة مالية مقصودة لتحريك إقتصاد راكد يوافق على إتباعها البرلمان وإنما هو عجز مالي غير مقصود، أي إختلال في التوازن، بضغط من عوامل خارجية وداخلية.

- تلجأ الدولة إلى تمويل العجز الموازي عن طريق الاقتراض الداخلي والخارجي: أي أن عجز الميزانية يتم تمويله عن طريق المنح والإعانات الأجنبية وكذلك القروض الخارجية.

الفرع الثاني: أنواع العجز الموازي وأساليب تقديرها

يمكن التمييز بين عدة أنواع من العجز الموازي أهمها:

أولاً- عجز طارئ (مؤقت)

ينشأ مثل هذا العجز نتيجة تبدل الحالة الاقتصادية أثناء السنة المالية، فقد تضع الدولة في بداية السنة المالية موازنة وبتقديرات صحيحة بحيث تتساوى فيها النفقات مع الإيرادات وفق الحالة الاقتصادية المتوقعة، إلا أنه عند تنفيذ الموازنة أثناء السنة المالية، قد تعصف بالاقصاد الوطني ظروف صعبة تؤدي إلى إنخفاض الدخل القومي فيؤثر هذا في مجمل الضريبة، ويظهر هذا العجز كذلك في حالة الأزمات الاقتصادية التي تعمل الدولة هنا على زيادة حجم إنفاقها من أجل العمل على حل الأزمة، وبالتالي يحدث عجز في الموازنة العامة. (1)

ثانياً- العجز المتوقع من قبل السلطات المسؤولة

هو عجز يتضمنه قانون الموازنة، ويبرز بصورة واضحة في بداية السنة المالية.

ثالثاً- العجز الجاري

يعبر عن صافي مطالب القطاع الحكومي من الموارد والذي يجب تمويله بالاقتراض، ويقاس بالفرق الإجمالي بين مجموع أنواع الإنفاق والإيرادات لجميع الهيئات الحكومية مطروحاً منه الإنفاق الحكومي المخصص لسداد الديون المتراكمة من سنوات سابقة، وهناك من يرى بأن العجز الجاري يعبر عن الفرق بين المصاريف الجارية والإيرادات الجارية، وهو بهذا الاعتبار يعطي وزناً مقداره صفر للمصروفات الرأسمالية والإيرادات الرأسمالية مثل بيع الأصول، والمنطق الكامن في ذلك هو أن زيادة الإنفاق الحكومي على الإيرادات الحكومية في مجال الاستثمار لا يغير وضع صافي الأصول للحكومة، وذلك لأن الدين

(1)- طارق هزوشي وآخرون، مرجع سابق، ص 5.

الجديد تقابله أصول حكومية جديدة، وفي الستينات كانت القناعة السائدة هي الإنفاق الجاري ينبغي تمويله من خلال الضرائب.(1)

رابعاً- العجز الشامل

يتكون القطاع الحكومي من الحكومة المركزية، وحكومات الولايات، والأقاليم، والمشروعات المملوكة للدولة، ومن هنا فإن العجز الشامل يعبر عن مجموع العجز المتعلق بالحكومة المركزية، والجماعات المحلية، ومؤسسات القطاع العام.(2)

خامساً- العجز الدوري للميزانية العامة Cyclical Budget Déficits

يحدث هذا النوع من العجز عندما نصل للمستوى القاعدي (حالة الكساد) للدورة الاقتصادية، حيث أن معدلات البطالة تكون كبيرة جداً، ومن ثم تزداد النفقات العامة، وعلى العكس تكون البطالة منخفضة في قمة الدورة (حالة الراج)، لأن هذا الوضع يعزز من عائدات الضرائب، ومن ثم يؤدي إلى خفض في النفقات العامة.(3)

سادساً- العجز الهيكلي للميزانية العامة STRUCTUREL Budget Déficits.

هذا النوع من العجز ليس راجعاً إلى الدورة الاقتصادية بقدر ما يرجع بالدرجة الأولى إلى هيكل ومكونات الميزانية ذاتها، والتي تؤدي في النهاية إلى زيادة العجز المقدر في الميزانية، وذلك بسبب تزايد حجم النفقات عن الإيرادات، وعدم نجاح الحكومة في ترشيد النفقات العامة، وعجزها عن تنمية الموارد المالية من خلال زيادة القاعدة الضريبية والقضاء على معدلات التهرب. كذلك يعبر العجز الهيكلي عن العجز الشامل مصححاً بإزالة العوامل الظرفية المؤقتة لانحرافات المتغيرات الاقتصادية -إيرادات ونفقات) دون أن تعكس حقيقة في المدى الطويل وبالتالي يعبر العجز الهيكلي عن العجز الذي يحتمل استمراره ما لم تتخذ الحكومة إجراءات للتغلب عليه(4).

(1)- صيرينة كردودي، تمويل عجز الموازنة العامة للدولة في الاقتصاد الإسلامي دراسة تحليلية مقارنة، الطبعة الأولى، دار الخلدونية، الجزائر، 2007، ص ص 134 - 135.

(2)- عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية: دراسة تحليلية تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006، ص 207.

(3)- إيهاب محمد يونس، نحو رؤية لتشخيص وعلاج عجز الموازنة العامة في مصر، بحث متوفر على الموقع

الإلكتروني: [http://www.fepep.org/ar/publications/nahta/vol 13/ issues/Ehab 20% yones.pdf](http://www.fepep.org/ar/publications/nahta/vol%2013/ issues/Ehab%20%20yones.pdf).

(4)- Agness bènassy, Benoit coeurè, Pierre jacquet, Jean Pisani ferry, **politique économique**, édition de Boeck, Bruxelles, Belgique, 2004, p144.

$$\text{العجز الهيكلي} = \text{العجز الشامل} - \text{العجز الظرفي} \quad (1)$$

سابعا- العجز الأساسي

يتضمن العجز الجاري وفقا للمفهوم السابق فوائد الديون، إلا أن الديون هي في الواقع تصرفات تمت في الماضي، مما يعني أن الفوائد عليها تتعلق بتصرفات ماضية وليست حالية، ويعمل العجز الأساسي على استبعاد هذه الفوائد ليتمكن من إعطاء صورة عن السياسات المالية الحالية. (2)

$$\text{العجز الأساسي} = \text{العجز الجاري} - \text{الفوائد على القروض المتعاقد عليها سابقا}$$

ثامنا- العجز التشغيلي

يعرف بأنه متطلبات اقتراض الحكومة والقطاع العام مطروحا منها قيمة الفوائد المدفوعة على الديون المستحقة على الحكومة والقطاع العام والتي تأخذ في عين الاعتبار معدلات التضخم السائدة بمعنى أن قيمة مدفوعات تلك الفوائد يراعي في تحديدها تعويض الدائنين عن المسائر التي تلحق بهم نتيجة لارتفاع المستوى العام للأسعار.

المطلب الثاني: أسباب ومقومات ظهور عجز الميزانية العامة

إن ظاهرة العجز الموازي هي ظاهرة مركبة ومعقدة لا يجوز إرجاعها إلى سبب وحيد، حيث أن هناك شبكة معقدة من العوامل والمؤثرات التي تسهم في حدوث هذا العجز وهي عوامل ومؤثرات بعضها يتعلق بالتغيرات التي تحدث في النفقات العامة وبعضها يتعلق بالتغيرات التي تحدث في الإيرادات العامة للدولة.

الفرع الأول: زيادة النفقات العامة

لقد أدى تطور الدولة وتغير وظيفتها من دولة حارسة إلى متدخلة، ثم منتجة إلى توسع وجوه نشاطاتها المختلفة، وإلى حدوث زيادة مضطربة في حجم أو تنوع النفقات العامة إلى درجة أن عدت هذه الزيادة ظاهرة عامة، إنتشرت في مختلف (الدول على مختلف مستويات تقدمها الاقتصادي وطبيعة الأنظمة الاقتصادية والسياسية السائدة فيها، ولم تقتصر هذه الظاهرة على زيادة مطلقة في حجم النفقات العامة على أساس الأسعار الجارية وإنما زيادة مستمرة في نسبة هذه النفقات العامة من الدخل القومي.

يمكن إيجاز أسباب زيادة النفقات العامة فيما يلي:

أولاً- الأسباب النظرية لزيادة الإنفاق العام:

(1)-عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص 206.

(2)- محمد جمال ذينبات، مرجع سبق ذكره، ص 102.

يمكن إيجازها كالتالي:

1- قانون wagner Adolf لزيادة الإنفاق العام: يعد الاقتصادي الألماني wagner من أوائل الاقتصاديين الذين حاولوا إيجاد تفسير لظاهرة تزايد النفقات العامة، وأطلق على تفسيره بـ wagners 'law' وفقا لهذا القانون فإن " هناك نزوع و إتجاه طبيعي لازدياد حجم وأهمية الإنفاق العام بمرور الوقت (المدى الطويل)". (1)

بالنسبة لـ wagner فإن مستوى الإنفاق العام يتناسب طرديا مع زيادة مستوى دخل الفرد أي أن

$$G = F (Y)$$

حيث أن (G) تمثل الإنفاق الحكومي بينما تشير (Y) إلى متوسط دخل الفرد، ووفقا لقانون فاجنر فإن ارتفاع مستويات الدخل يشكل ضغطا على الحكومة من أجل مزيد من الخدمات، ولكن مستويات الدخل المرتفعة ترتبط بمظاهر عديدة كالنصنع والتحول في الهيكل الاقتصادي، وارتفاع معدلات النمو الاقتصادي فإنها عوامل أخرى مغذية لمزيد من الخدمات العامة المساهمة ومن ثم مزيد من الإنفاق الحكومي. (2)

لكن قانون wagner تعرض إلى العديد من الانتقادات التي من بينها:

- إعتد تفسير wagner لظاهرة التزايد في النفقات العامة خلال القرن التاسع عشر على العوامل الاقتصادية فقط وإهمال بقية العوامل مثل: العوامل الاجتماعية والسياسية... الخ
- إعتد تفسير فاجنر لظاهرة الزيادة في النفقات العامة على افتراض أن مرونة الطلب على الخدمات العامة موجبة أكبر من الوحدة ومن ثم كانت الزيادة في الإنفاق العام أكبر من الزيادة في الطلب على المنتجات العامة، ولكن بعض الدراسات التطبيقية تثبت أن مرونة الطلب الداخلية على المنتجات العامة موجبة ولكنها أقل من الوحدة في بعض الحالات، وهذا يعني أن الزيادة في الإنفاق العام سوف تكون أقل من الزيادة في الطلب على الخدمات العامة، ولكن مما ينبغي الإشارة إليه أن إنخفاض مرونة الطلب الداخلية لن يغير من جوهر تفسير فاجنر لظاهرة زيادة النفقات العامة وإنما سوف يقلل من حدة ظاهرة تزايد النفقات العامة.

(1)-Amos c peters, **an application of wagner's law of expanding state activity ton totally diverse countries**, see: <http://www.unc.edu/acpeters/wagner.pdf>

(2)- عبد الله شحاته، الاقتصاد السياسي لتحديد أولويات الإنفاق العام: رؤية عامة، بحث متوفر على الموقع

الالكتروني: <http://www.pidegypt.org/conferences/enfoqs.html>

- لم يوضح القانون تفسيراً لظاهرة تزايد الإنفاق العام، فهذا الأخير في الوقت الراهن يمكن تفسيره من خلال زيادة الدور الإقتصادي للدولة في النشاط الإقتصادي في الدول الرأسمالية المتقدمة والمتخلفة.
- 2- تفسير بيكوك و وايزمان لزيادة الإنفاق العام: ربط بيكوك ووايزمان الزيادة في الإنفاق الحكومي في الدول المختلفة بالاضطرابات الاجتماعية والهزات السياسية، وفي الحقيقة يمكن صياغة فرضية بيكوك ووايزمان وفقاً لبعض كتابات المالية العامة إلى مجموعة من الصيغ يمكن إيجازها فيما يلي التالي⁽¹⁾:

- **الصيغة القوية:** ينمو الإنفاق الحكومي الحقيقي لكل فرد في نمط سلمي مصاحب للإضطرابات الاجتماعية الرئيسة مثل أوقات الحروب.
- **الصيغة شبه القوية:** هي أن الإنفاق الحكومي كنسبة إلى الدخل القومي ينمو في شكل سلمي محفوظ بالاضطرابات الاجتماعية.
- **الصيغة الضعيفة:** نسبة الإنفاق العام إلى الناتج المحلي الإجمالي والتي دائماً اتجاهها لأعلى تنتقل بصفة دائمة إلى أعلى كنتيجة للإضطرابات الاجتماعية.

ثانياً - الأسباب الظاهرية (الصورية) لزيادة الإنفاق العام

تتمثل في تلك الأسباب التي تؤدي إلى تضخم الرقم الحسابي للنفقات دون أن يقابلها زيادة في التكلفة الحقيقية، أي زيادة في كمية السلع والخدمات المستخدمة لإشباع الحاجات العامة، بمعنى آخر عدم زيادة متوسط نصيب الفرد من النفقات العامة رغم زيادة مبلغها بشكل مستمر،⁽²⁾ وتتمثل الأسباب الصورية لزيادة الإنفاق العام فيما يلي:

1- **تدهور القوة الشرائية للنقود:** من المعروف أنه لكي تستطيع النقود أن تقوم بالوظائف المنوطة بها في أي مجتمع من المجتمعات أن تتمتع بثبات نسبي في قيمتها، أي في قوتها الشرائية، وهو ما يجعلها قادرة على أداء وظائفها، ولكن يلاحظ أن جميع الدول قد تعرضت لتغير في قيمة نقدها خلال تطورها التاريخي، وهو تغير قد وصل إلى تدهور القوة الشرائية للنقود في بعض الدول بصورة كبيرة، ويقصد بتدهور القوة الشرائية للنقود أن تدفع الدولة عدداً من وحدات النقد أكبر مما كانت تدفعه من قبل للحصول على نفس المقدار من السلع والخدمات، ومثال ذلك أن الدولة لو كانت تقوم ببناء مدرسة مثلاً تجدر الإشارة هنا إلى أن إرتفاع الأسعار نتيجة تدهور القوة الشرائية للنقود لا يؤدي إلى إرتفاع رقم جميع

(1) - السيد مرسي حجازي، مبادئ الاقتصاد العام والنفقات والقروض العامة، مرجع سبق ذكره، ص 81-88.

(2) - شعبان فرج، الحكم الراشد كمدخل حديث لترشيد الإنفاق العام والحد من الفقر دراسة حالة الجزائر (2000 -

2010)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2011/2012، ص 80.

أنواع النفقات العامة، فمثلا المبالغ المخصصة لخدمة الدين العام لا تتأثر بهذا العامل، والذي يحدث بالنسبة لهذه المبالغ أن الدولة تستفيد على حساب مصلحة الدائنين، ذلك أنه عند تدهور قيمة النقود ستؤدي الدولة الفوائد وأصل الدين بعملة منخفضة القيمة بالنسبة للعملة التي اقترضت بواسطتها، أما المشروعات والمرافق التي تقوم الدولة بتسييرها فإن النفقات العامة التي تخصصها الدولة لها من شأنها أن تزيد وذلك بسبب انخفاض قيمة النقود⁽¹⁾.

2- التغيير في الإجراءات والأساليب المحاسبية: إن التغيير في الأساليب والإجراءات المحاسبية التي يتم بموجبها حساب النفقات العامة يمكن أن يقود إلى زيادة ظاهرية فيها، ودون أي زيادة حقيقية في النشاطات التي تتولى الدولة القيام بها من خلال هذه النفقات، وبحيث لا تزداد الحاجات العامة التي يتم إشباعها، ولا تزداد المنافع العامة التي تتحقق نتيجة لها، ومثال ذلك تحول الاقتصاد في بعض نشاطاته إلى استخدام النقود بدلا من ممارسة هذه النشاطات بدون إستخدامها، وحيث تتعدد بعض أوجه الإنفاق عينا في المجالات التي لا تستخدم النقود، أو التي يقل إستخدام النقود فيها، وبالشكل الذي يؤدي إستخدام النقود فيه إلى زيادة النفقات العامة التي يتم حسابها نقدا، كما أن بعض الخدمات التي قد تحصل عليها الدولة وبدون إستخدام النقود في مثل هذه الحالة، وهو الأمر الذي لا يتم إحتسابه ضمن النفقات العامة نتيجة لعدم صرف نفقات نقدية للحصول على الخدمات العينية هذه، ومن ثم التحول إلى الصرف النقدي عليها يتم بموجبه إظهارها ضمن النفقات التي تحسب نقدا، وهو ما يؤدي إلى زيادة هذه النفقات العامة، كما أن تغيير طريقة إعداد الميزانية بحيث يتم التحول مثلا من حساب صافي النفقات العامة بطرح الإيرادات العامة منها للمرافق أو النشاط المعين، إلى حساب إجمالي النفقات العامة ودون طرح الإيرادات العامة منها يؤدي إلى زيادة ظاهرية في النفقات العامة دون أن يرافقه زيادة حقيقية فيها، إضافة إلى أن التحول في إعداد الميزانية بحيث تبدأ إعتبارا من بداية ربعها أو نصفها الثاني بدلا من بداية السنة، وهو الأمر الذي يتضمن فترة الميزانية تقل أو تزيد عن السنة عند حصول مثل هذه الحالة، وتزداد النفقات العامة فيها زيادة ظاهرية دون زيادة حقيقية فيها. (2)

3- زيادة مساحة إقليم الدولة وعدد سكانها: قد تكون الزيادة الظاهرية في النفقات العامة راجعة إلى زيادة مساحة إقليم الدولة أو عدد سكانها، ومثال ذلك قيام الدولة باحتلال دولة أخرى، أو إسترجاع جزء من إقليمها، ويترتب على هذه الزيادة بطبيعة الحال زيادة في حجم النفقات العامة، إلا أنها زيادة ظاهرية نظرا لعدم حدوث زيادة في النفع العام أو زيادة في الأعباء العامة الملقاة على السكان دون مقابل فعلي،

(1) - السيد عطية عبد الواحد، مرجع سبق ذكره، ص 250.

(2) - فليح حسن خلف، مرجع سبق ذكره، ص 108.

ومن الواضح أن متوسط نصيب الفرد من النفقات العامة في هذه الحالات إذا تأثر بالزيادة فإن الزيادة تكون حقيقية، أما إذا تزايد الإنفاق لمجرد مواجهة التوسع الكائن في مساحة الدولة أو زيادة عدد السكان، دون أن يمس السكان الأصليين هنا تكون الزيادة في الإنفاق البعام مجرد زيادة ظاهرية.

صفة عامة يعد السبب الأول والمتمثل في تدهور القدرة الشرائية للنقود أهم أسباب الزيادة الظاهرية في النفقات العامة، خاصة بعد أن أخذت كافة اقتصاديات الدول المتقدمة والمتخلفة على حد سواء، بمبدأ وحدة أو عمومية الميزانية، كذلك فإن حدوث زيادة في مساحة الدولة أو عدد سكانها يمثل عبئا إضافيا على الدولة الضامة، وذلك لأنها تواجه هذه الزيادة عن طريق زيادة نسبة الضرائب على المواطنين. (1)

ثالثا- الأسباب الحقيقية لتزايد النفقات العامة

هي تلك الأسباب التي تؤدي إلى زيادة الخدمات العامة سواء من ناحية الكم أو الكيف، بالتالي يزداد حجم الإنفاق العام، أو هي تلك الأسباب التي تؤدي إلى زيادة فعلية في القيمة الحقيقية للنفقات العامة في بلد معين إذا بقي سكانه ومساحته دون تغيير مثل: التوسع في نفقة عامة لإشباع نفس الحاجة السابقة أو إشباع حاجات عامة جديدة أو كليهما معا، هذا وتتمثل الأسباب الحقيقية لزيادة النفقات العامة فيما يلي:

1- الأسباب الاقتصادية: هي التي ترجع نمو الإنفاق العام إلى عوامل اقتصادية أهمها:

- **النمو الاقتصادي وزيادة الدخل القومي:** من الطبيعي أن يصاحب النمو الاقتصادي في أي مجتمع ارتفاع متوسط دخل الفرد الحقيقي وبالتالي يترتب على ذلك زيادة في الطلب على السلع والخدمات الاستهلاكية، والسلع والخدمات الاستهلاكية، والسلع والخدمات العامة ما هي إلا مجموعة من ضمن تلك السلع والخدمات التي يزداد طلب أفراد المجتمع عليها، حين يرتفع مستوى دخلهم، وكما أن المرونة الدخلية للطلب على السلع والخدمات العالية تعتبر مرونة عالية، بالتالي إن إزيادا بسيطا في دخل الأفراد يؤدي إلى المطالبة بمزيد من السلع والخدمات العامة، أو المطالبة بمستوى جيد منها، مثل: مستوى جيد من الصحة والتعليم وشبكات الطرق، هذا الشيء يؤدي إلى نمو الإنفاق العام من أجل إشباع مثل تلك الحاجات العامة(2).

- **تطور دور الدولة الاقتصادي:** كلما حرصت الدولة على التدخل بصورة موسعة في الحياة الاقتصادية كلما ازداد حجم الإنفاق العام، ومن الملاحظ بوجه عام في الآونة الأخيرة أن تدخل الدول للحفاظ على التوازن الاقتصادي ودفع عملية التنمية إلى الأمام يعتبر من الأسباب الرئيسية لازدياد

(1)- سوزي ناشد عدلي، مرجع سبق ذكره، ص 64

(2)- محمود حسين الوادي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 126.

النفقات العامة، وبصفة خاصة فإن التوسع في إقامة المشاريع الاقتصادية العامة للحصول على موارد للخزينة العامة أو المحافظة على ثرواتها الطبيعية أو التحكم في مسار اقتصادياتها قد نتج عنه ازدياد الإنفاق العام بمعدلات سريعة، بالإضافة لذلك فإن حرص معظم الدول على محاربة الكساد والبطالة وتحقيق معدلات تنمية عالية يدفعها في الكثير من الأحوال لزيادة إنفاقها العام⁽¹⁾.

2- الأسباب الإدارية: إن توسع دور الدولة في الحياة الاقتصادية والاجتماعية بالخصوص أدى إلى تعدد الإدارات والمرافق العامة والتتابع في تكاليف تسييرها، بالتالي زيادة حجم الإنفاق العام، وهو ما وضحه " قانون باركنسون" حيث أن زيادة عدد الموظفين بمعدل يزيد كثيرا عن معدل زيادة العمل يؤدي إلى إنتشار ظاهرة البطالة المقنعة وتدهور إنتاجية الإدارة الحكومية وتعدد وتعقيد اجراءاتها، فضلا عن الإسراف والتبذير الذي تتميز هذه الإدارة خاصة في الدول النامية. (2)

3- الأسباب السياسية: ترجع زيادة الإنفاق إلى تطور الفكر السياسي ونمو العلاقات الدولية، ففي القديم كانت الخدمات التي تقدمها الدولة بمقابل، فمثلا كان المتقاضون يقدمون الهدايا العينية لهيئة القضاء لأن إيرادات الدولة كانت ضعيفة بسبب حصر الأوعية الضريبية (الضريبة المباشرة) في قلة قليلة من السكان الذين ينتخبون وحدهم النواب وما ترتب عن ذلك من معاملة هؤلاء النواب منتخبهم بتسامح خشية عدم تركبتهم مرة أخرى، غير أنه بظهور مبدأ الاقتراع العام أضحى النواب لا ينتخبون من دافعي الضرائب المباشرة فحسب بل من باقي السكان كذلك، مما جعلهم لا يخشون على إعادة انتخابهم وبالتالي ظلوا يعملون على زيادة الضرائب المباشرة إرضاء لناخبهم لتلبية حاجاتهم المختلفة، ومع تطور الفكر المالي لم يعد مقبولا أن تتحمل العبء الضريبي فئة قليلة من السكان (دافعو الضرائب المباشرة) خاصة وأن النفقات العامة في تزايد مستمر، لذلك ظهرت في بداية القرن العشرين الضريبة على الاستهلاك (الضرائب غير المباشرة) التي يتحملها كافة، هكذا أصبح الجميع يساهم بقسط ما في الأعباء العامة لتعود منافع ذلك على المجتمع ككل في شكل سلع وخدمات ضرورية، إذن في الدول الديمقراطية تتعدد سبل الإنفاق العام بسبب مبادئ العدالة الاجتماعية ونمو مسؤولية وكثرة الأحزاب والجمعيات وانتشار الهيئات التمثيلية المركزية والمحلية⁽³⁾، أما على مستوى العلاقات الدولية، فالدولة تنفق كثيرا على الهيئات الدبلوماسية تسديد مستحقات المنظمات الدولية التي تكون عضوا فيها ومصارييف المؤتمرات الدولية والمساهمة في التعاون

(1)-مجدي محمود شهاب، مرجع سبق ذكره، ص 221.

(2)-وليد حنا عزيز، ظاهرة النمو المستمر للنفقات العامة في الأردن دراسة مقارنة، مداخلة مقدمة إلى المؤتمر العالمي الرابع حول الإبداع و استراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، جامعة فيلاديفيا، الأردن، أيام 15-16 مارس 2005، ص 9.

(3)-عمر يحيوي، مرجع سبق ذكره، ص ص 56-75.

الدولي، لكن أكبر جهة مستفيدة من النفقات العامة هي مرفق الدفاع بدافع حماية سيادة الدولة في الداخل والخارج، خاصة في ظل ظروف عدم الاستقرار، ومما يزيد في نفقات الدولة إنضمامها إلى الأحلاف العسكرية.

4- الأسباب المالية: إن سهولة حصول الدولة على إيرادات إضافية في هيئة قروض عامة داخلية أو خارجية يعتبر عاملاً مشجعاً على زيادة النفقات العام، وما تشهده الدول من أزمات في المديونية والعجز الموازي خير دليل على ذلك. (1)

5- الأسباب العسكرية: أدى استقلال العديد من الدول بعد الحرب العالمية الثانية إلى محاولة كل دولة تكوين جيش لحماية سيادتها الإقليمية، تحتل هذه النفقات أهمية خاصة في الوقت الحاضر نظراً لزيادة التوتر الدولي وتكرار الحروب وفشل المحاولات المستمرة لحل الخلافات الدولية بالطرق السلمية مما أدى إلى زيادة النفقات العامة بصورة كبيرة في معظم الدول، إذ غالباً ما تمثل النفقات الحربية أكثر من نصف الميزانية العامة، فاستخدم الأسلحة الحديثة ذات التكلفة المرتفعة وانتشار الإستراتيجيات الحديثة للدفاع يتطلب نفقات ضخمة بالإضافة إلى إنتشار سياسة الأحلاف العسكرية. (2)

الفرع الثاني: تراجع الإيرادات العامة

يمكن ذكر أهم العوامل والأسباب التي تؤدي إلى تراجع الإيرادات العامة على سبيل المثال لا الحصر فيما يلي:

أولاً- ضعف الطاقة الضريبية

ينصرف مفهوم الطاقة الضريبية أو كما تسمى أحياناً المقدرة التكلفة القومية أو العبء الضريبي الأمثل إلى قدرة الدخل القومي على تحمل الضرائب، فهي تمثل الحدود القصوى للإيرادات التي يمكن تحصيلها من خلال الضرائب مع الأخذ بعين الاعتبار حجم الناتج القومي الإجمالي وهيكله، ومقدار النفقات العامة ومستوى إنتاجيتها، مع مراعاة مقدرة الأفراد على دفع الضرائب وقدرة الحكومة على جبايتها وتحصيلها. (3)

كذلك عرفت الطاقة الضريبية على أنها: "أقصى قدر من الأموال يمكن إمتصاصه من الدخل القومي عن طريق الضرائب، وذلك مع مراعاة الحدود الاقتصادية والمالية وتقدير الاعتبارات النفسية

(1)- وليد عزيز، مرجع سابق، ص 9.

(2)- محمد طاقة وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 47.

(3)- هاشم محمد العركوب، محمد سامي، الدور التمويلي للضرائب في بلدان عربية مختارة للفترة 1980 - 2002،

مجلة تنمية الرافدين، 2006، متوفر على الموقع: <http://www.iasj.net/> iasj?fune = full text sql= 34276

والسياسية لدى المكلفين".⁽¹⁾ وهكذا تهدف دراسة الطاقة الضريبية إلى إتباع أفضل السبل في وضع النظم والمعدلات الضريبية من أجل الوصول إلى أكبر حصيلة ضريبية ممكنة بأقل الأضرار الممكنة، أي التوصل إلى الحدود القصوى للأوعية والأسعار الضريبية والتي إذا تم تجاوزها، ظهر التهرب الضريبي بموضوع العدالة الضريبية بين الممولين من جهة، وبحجم الإنفاق العام من جهة أخرى، حيث لا ينبغي إقطاع الضريبة من الفرد بما يزيد عن قدرته على دفع الضريبة، خاصة إذا اختلف توزيع العبء إما بصورة مباشرة من خلال الهيكل الضريبي ذاته كأن يزيد الضريبة على فئة معينة من أفراد المجتمع دون الفئات الأخرى، أو بصورة غير مباشرة من خلال تمكن بعض أفراد المجتمع وإلا أدى ذلك إلى تخفيض مقدرة الدخل القومي على الحفاظ على مستوى الإيرادات الضريبية في المستقبل، وبصفة عامة إن ضعف الحصيلة الضريبية خاصة في الدول النامية يعود إلى عدة أسباب أهمها: إنخفاض الدخل القومي ونصيب الفرد منه (عدا بعض الدول الريفية خاصة المصدرة للنفط)، وإتساع نطاق العمليات العينية، وخصوصا بالقطاع الزراعي، مع إتساع حجم هذا القطاع، وإتباع النظم الاقتصادية التي تعطي للدولة دورا أكبر في النشاط الاقتصادي، وكثرة الاعفاءات الضريبية، وصعوبة تقدير نشاطات المشروعات الخاصة، بشكل خاص مع عدم مسك دفاتر محاسبية نظامية فيها، وضعف الجهاز التنظيمي والإداري للهيئات الضريبية.⁽²⁾

ثانيا- ظاهرة المستحقات المتأخرة الدفع للدولة

تؤثر ظاهرة المستحقات المتأخرة الدفع تأثيرا خطيرا في إضعاف الموارد العامة للدولة وتدهورها، وهنا يتضح بشكل جلي:

- مشكلة المستحقات الضريبية المتأخرة الناجمة عن عدم تحصيل الضريبة في مواعيدها المقررة قانونا، وقد يكون ذلك بسبب اهمال موظفي مصلحة الضرائب، أو بسبب ضعف الامكانيات، أو بسبب التعقيدات الكثيرة التي تنطوي عليها عمليات تقدير وربط وتحصيل الضريبة (بالذات الضريبة على الدخل).
- مشكلة المستحقات المالية المتأخرة على بعض الخدمات المهمة التي تؤديها الدولة للمواطنين مثل: فواتير الهاتف، المياه، الكهرباء، وإيجارات بعض المباني والعقارات الحكومية⁽³⁾.

(1) - المرسي السيد حجازي، مبادئ الاقتصاد العام: الضرائب والموازنة العامة، مرجع سبق ذكره، ص 86.

(2) - علي طالب شهاب، النظام الضريبي في العراق (الواقع والتحديات)، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد السابع، العدد

28، مركز دراسات البصرة، جامعة البصرة، العراق، آيار 2011، ص 47.

(3) - رمزي زكي، إنفجار العجز: علاج الموازنة العامة للدولة في ضوء المنهج الإنكماشى والمنهج التنموي، دار الهدى

للثقافة والنشر، سوريا، 2000، ص 99.

ثالثا- التهرب الضريبي

بما أن الضريبة هي فريضة الزامية تقرها الدولة بما لها من سلطة فمن المتوقع أن يلجأ بعض أفراد المجتمع إلى محاولة التخلص بشتى الطرق والأساليب من أدائها وهذا ما يطلق عليه عادة التهرب الضريبي.

1- التهرب المشروع: هو تخلص المكلف من أداء الضريبة نتيجة إستفادته من بعض الثغرات الموجودة في التشريع الضريبي التي ينتج عنها التخلص من دفع الضريبة دون أن تكون مخالفة للنصوص القانونية (قد مقصودا من طرف المشرع لتحقيق بعض الغايات الاقتصادية والاجتماعية كل تفرض ضريبة دخل على جميع الأرباح الصناعية والتجارية ثم تستثني منها أرباح بعض المؤسسات الصناعية ضمن شروط معينة تشجيعا لإنشاء هذه المؤسسات) والمنصوص عليها في القانون تجنبا لأداء ضريبة الانتاج أو التهرب من ضريبة الشركات ذلك عن طريق توزيع هذه الأخيرة على شكل هبات للذين تربطهم بصاحب الشراكة قرابة من الدرجة الأولى وهو على قيد الحياة حتى لا تخضع بعد وفاته تلك الأموال لضريبة الشركات. (2)

2- التهرب غير المشروع: هو مخالفة المكلف للأحكام القانونية بوسائل الغش والاحتيال للتخلص من دفع الضريبة، فوسائل التهرب غير المشروع هي مخالفات يعاقب عليها القانون، وفي أغلب الأحيان تكون هذه المخالفة صريحة ومقصودة وتتضمن نية المكلف في التهرب من الضريبة وقد تكون في أحيان أخرى نتيجة لعدم إدراك المكلف لمسؤولياته أو لجهلة القانون⁽³⁾ ويصعب تحديد الطرق التي يتبعها المكلف في سبيل ذلك.

3- التهرب المحلي: يحدث في حدود نطاق الدولة الموجودة الضريبة بها، بحيث تكون أفعال التزوير التي يقوم بها المكلف لا تتعدى هذه الحدود إما باستغلال الثغرات الموجودة في النظام الجبائي أو بطرق أو أساليب أخرى مثل: التهرب عن طريق الإمتناع الذي يسمى التجنب الضريبي، حيث يتمتع الفرد عن القيام بالتصرف المنشئ للضريبة، حتى يتجنب دفعها، كأن يرفض إستيراد بعض السلع الأجنبية لتفادي الضرائب الجمركية.

4- التهرب الدولي: يتمثل في التخلص من دفع الضريبة في بلدها عن طريق التهرب غير القانوني (1) رمزي زكي، إنفجار العجز: علاج الموازنة العامة للدولة في ضوء المنهج الإنكماشى والمنهج التنموي، دار الهدى للثقافة والنشر، سوريا، 2000، ص 99.

(2) -صالح حسن كاظم، مكافحة التهرب الضريبي ضرورة ملحة للحد من الفساد، بحث منشور على الموقع الالكتروني:

<http://www.nazaha.iq/5% c 1532 % 5 c pp-1.pdf>

(3) -خالد الخطيب، التهرب الضريبي، مجلة جامعة دمشق، المجلد 16، العدد الثاني، سورية، 2000، ص 163.

للمداخيل والأرباح التي من المفروض أن تخضع لضريبة البلد الذي حققت فيه فعلا إلى بلد آخر يتميز بضغطة الجبائي (المنخفض).

إن التهرب الضريبي يؤدي إلى إحداث آثار سيئة، سواء من ناحية ضآلة حصيلة الضرائب أو من ناحية عدالة توزيع العبء الضريبي على النحو الذي قصده واضعوا السياسة الضريبية، إذ يزداد العبء بالنسبة لمن قاموا بأداء إلتزاماتهم الضريبية على الوجه الأكمل، بينما ينخفض أو يتلاشى هذا العبء لمن تمكنوا من التهرب من هذه الإلتزامات الضريبية أو من جانب منها، بصفة عامة تعد مشكلة التهرب الضريبي إحدى مظاهر الانحلال السياسي والاقتصادي والاجتماعي التي يترتب عليها عدة نتائج سيئة، سواء من ناحية إشاعة الفقرة بين فئات المجتمع والقضاء على وحدته الوطنية، وتوسيع حلقة التهرب بما يلزمه من إنتشار الغش وإضعاف الأخلاق. (1)

رابعا-جمود النظام الضريبي

يعرف النظام الضريبي على أنه " مجموعة الفرائض والضرائب التي يلتزم رعايا دولة معينة في زمن محدد بأدائها للسلطة العامة على إختلاف مستوياتها من مركزية أو محلية. (2)

إن عدم تطوير وتطوير النظم الضريبية لخدمة أهداف التنمية والتقدم، يسهم بشكل كبير في إضعاف موارد الدولة السيادية، بالنسبة للدول النامية فكثير من الأنظمة الضريبية في هذه الدول لم يتطور منذ الحقبة الاستعمارية سواء من حيث أنواع الضرائب المفروضة أو من حيث معدلاتها وطرق ربطها وتحصيلها، في كثير من الحالات لا تستجيب النظم الضريبية إلى زيادة الإيرادات مع زيادة الدخل القومي، كما أن أنظمة الضرائب مليئة بالإستثناءات ومنقلة بالتعقيدات التي لا لزوم لها، مما يضعف من حصيلتها، كما يتدنى المستوى المهني والتقني للمشتغلين في الجهاز الضريبي وتتفشى بينهم البيروقراطية وبطء الإنجاز، كما يعاني الجهاز الضريبي من عدم توفر الأجهزة الحديثة مما يضعف الكفاءة الإنتاجية. (3)

خامسا-إرتفاع نسبة الضرائب غير المباشرة

إرتفاع نسبة الضرائب غير المباشرة إلى إجمالي الموارد الحكومية حيث يعود السبب لضآلة حجم النشاط الاقتصادي والدخل القومي، بالتالي ضآلة الفرص المتاحة لزيادة الاعتماد على الضرائب المباشرة، حيث أن الضرائب غير المباشرة ذات الأثر التضخمي، وذلك جراء إرتفاع الأسعار بسببها من جهة

(1)-يونس أحمد البطريق وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 144.

(2)-يونس أحمد البطريق، النظم الضريبية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص18.

(1)-رمزي زكي، مرجع سبق ذكره، ص 98.

وافتراض توجيه حصيلتها للإنفاق العام الإستهلاكي حيث أن التضخم له أثر كبير في زيادة معدلات عجز الميزانية العامة.

سادسا-كثرة الإعفاءات والمزايا الضريبية دون أن يقابلها توسع في الأوعية الضريبية

الإعفاء الضريبي هو عبارة عن إسقاط حق الدولة عن بعض المكلفين في مبلغ الضرائب الواجب السداد مقابل إلتزامهم بممارسة نشاط معين في ظروف معينة، وذلك حسب أهمية النشاط، حجمه، موقعه الجغرافي، نطاقه، كما قد يكون هذا الإعفاء جزئي أو كامل، وتتراوح مدة الإعفاء بين سنتين إلى خمس سنوات وقد تصل إلى 15 سنة في بعض الدول. (1)

تلعب الإعفاءات الضريبية دورا خاصا في تنامي عجز الميزانية العامة في البلاد النامية، حيث ظهرت في السنوات الأخيرة ظاهرة خطيرة تمثلت في تسابق الحكومات في منح إعفاءات ضريبية كبيرة ومزايا أخرى لنشاط رؤوس الأموال الأجنبية الخاصة، أملا في إجتذابها بالرغم من أن كثيرا من تلك الإعفاءات لا ضرورة لها. (2)

سابعا-زيادة أهمية الضرائب على قطاع التجار والتجارة الخارجية

وذلك لما من الضرائب من مكانة هامة بالنسبة لقطاع التجارة الخارجية، حيث أن لها وزنا نسبيا متزايد بالنسبة للإيرادات العامة، ولكن مع عدم إستقرار الأسعار وذلك ما يؤدي إلى نتيجة سلبية على جانب الإيرادات وبالتالي التأثير على الميزانية العامة للدولة.

المطلب الثالث: أنماط تمويل عجز الموازنة وعلاقتها بأداء سوق الأوراق المالية

في حال وجود عجز في الموازنة، فإن الحكومة سوف تضطر إلى تغطية العجز من مصادر داخلية وخارجية، وفيما يلي تبيان لأهم المصادر المعتمدة في تمويل عجز الموازنة وأثرها على أداء سوق الأوراق المالية.

الفرع الأول: التمويل المحلي لعجز الميزانية العامة

تتم تغطية عجز الموازنة العامة من مصادر داخلية (محلية) تتمثل في الاقتراض من البنك المركزي، والبنوك التجارية والأفراد.

أولا- الاقتراض من البنك المركزي وتمويل العجز الموازني

نتطرق من خلال العناصر الموالية إلى أهم المفاهيم المتعلقة بالبنوك المركزية.

(1)-محمد طالبي، أثر الحوافز الضريبية وسبل تفعيلها في جذب الإستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، العدد السادس، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2009، ص317.

(2)- صديينة كردودي، مرجع سبق ذكره، ص 143.

1- تعريف البنك المركزي

اختلفت تسمية وتعريف البنوك المركزية تبعاً لاختلاف المفهوم حول أهمية ووظائف تلك البنوك، فقد أطلق عليها أسماء مختلفة في دول العالم ففي الولايات المتحدة الأمريكية أطلقت تسمية نظام الاحتياطي الفدرالي، وفي الهند أطلقت تسمية البنك الاحتياطي، أما في فرنسا فقد أطلقت تسمية بنك فرنسا، وفي بعض الدول جاء تحت تسمية مؤسسة النقد، وعلى الرغم من اختلاف التسميات، إلا أن الاسم الغالب في معظم الدول هو البنك المركزي، وقد قدم بعض الاقتصاديين تعاريف مختلفة للبنوك المركزية، ترتبط تلك التعاريف بالوظائف التي تقدمها البنوك المركزية، ومن أهم التعاريف الشائعة للبنوك المركزية نجد:

تعريف فيراسميث للبنوك المركزية حيث ترى بأنها: "هي النظام المصرفي الذي يوجد فيه بنك واحد، له السلطة الكاملة على إصدار النقد"⁽¹⁾. يلاحظ أن هذا التعريف ركز على وظيفة البنك المركزي في إصدار النقود.

بالنسبة لـ (w.shaw) فالبنك المركزي هو: "البنك الذي يتحكم في الائتمان وينظمه"⁽²⁾. ركز هذا التعريف على وظيفة البنك المركزي في التحكم في الائتمان وتنظيمه.

أما كل من شو وهوتري وكيش والكن فهم ينظرون إلى الدور المهم الذي يقوم به البنك المركزي في: "تنظيم حجم العملة، وحجم الائتمان، وعلى وظيفته كملجأ أخير للاقتراض، وعلى دوره في تحقيق استغلال النظام النقدي"⁽³⁾.

أما ستوتويت statues من بنك التسويات فيؤكد على: " دور البنك المركزي في التمتع بحق تنظيم حجم العملة وحجم الائتمان في الدولة"⁽⁴⁾.

أما بالنسبة لـ داي (A.DAY) فقد عرف البنك المركزي على أنه: "البنك الذي ينظم السياسة النقدية ويعمل على استقرار النظام المصرفي"⁽⁵⁾، يلاحظ أن داي ركز على السياسة النقدية باعتبارها أهم وظائف البنك المركزي بالإضافة إلى العمل على استقرار الجهاز المصرفي.

أما بالنسبة لـ (sayers) فقد عرف البنك المركزي على أنه: "عضو أو جزء من الحكومة، الذي

(1)-زكريا الدوري وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص25.

(2)-نبيل حشاد، استقلالية البنوك المركزية بين التأييد والمعارضة، اتحاد المصارف العربية، بيروت، لبنان، 1994، ص39.

(3)-ضياء مجيد الموسوي، اقتصاديات أسواق المال، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر، 2005، ص45.

(4)-ضياء مجيد الموسوي، نفس المرجع، ص244.

(5)-زكريا الدوري وآخرون، مرجع سابق، ص25.

يأخذ على عاتقه إدارة العمليات المالية للحكومة، وبواسطة إدارة هذه العمليات بالإضافة إلى وسائل أخرى يتبعها يستطيع أن يؤثر في سلوك المؤسسات المالية، بحيث يعضد هذا السلوك السياسة الاقتصادية للدولة⁽¹⁾، يتضح من خلال هذا التعريف أن sayers ركز على وظيفة البنك المركزي كبنك للحكومة باعتبارها أهم وظائف البنوك المركزية.

إن أهم وأشمل تعريف هو الذي قدمه Decock حيث عرف البنك المركزي على أنه: "البنك الذي يقنن، ويحدد الهيكل النقدي والمصرفي بحيث يحقق أكبر منفعة للاقتصاد الوطني، من خلال قيامه بوظائف متعددة كتقنين العملة، والقيام بإدارة العمليات المالية الخاصة بالحكومة واحتفاظه بالاحتياطات النقدية للبنوك التجارية، وإدارة احتياطات الدولة من العملات الأجنبية، وقيامه بخدمة البنوك التجارية من خلال إعادة خصم الأوراق التجارية، وقيامها بدور المقرض للبنوك التجارية وانجاز أعمال المقاصة بين البنوك التجارية والقيام بالتنظيم والتحكم في الائتمان بما يتلاءم ومتطلبات الاقتصاد الوطني وتحقيق أهداف السياسة النقدية"⁽²⁾. وهذا التعريف هو شامل وجامع لوظائف البنك المركزي على خلاف التعاريف الأخرى التي ركزت على وظيفة واحدة أو وظيفتين من وظائف البنك المركزي.

2- خصائص البنك المركزي: في حقيقة الأمر البنك المركزي ما هو إلا بنك، يتعامل في الائتمان، شأنه في ذلك شأن البنوك الأخرى، لكنه يختلف عنها من حيث ملكيته ومن حيث أهدافه ومن حيث طبيعة العمليات التي يقوم بها، وبالتالي من حيث طبيعة المتعاملين فيه.

كذلك يتمتع البنك المركزي بمجموعة من الخصائص المميزة له، والتي تعكس دوره وأهميته في الاقتصاد الوطني ومن هذه الخصائص ما يلي⁽³⁾:

- يقوم البنك المركزي بإصدار النقود القانونية، وهي النقود المقبولة قبولا عاما، ولها قوة إبراء الديون وتتميز بسيولتها التامة.
- يعتبر البنك المركزي المصدر الوحيد والمستقل والمشرف على إصدار النقود، وهذا لا يمنع من وجود فروع أخرى للبنك المركزي في المدن المحلية، تسهل من مهامه وتجعله أكثر دقة وتنظيما.
- لا يتعامل البنك المركزي مباشرة مع الأفراد، فهو لا يقبل ودائع الأفراد ولا يمنح التسهيلات مقارنة بالبنوك التجارية.
- يختلف هدف البنك المركزي عن هدف البنوك التجارية أو المشروعات الخاصة من حيث تحقيق

(1)- نبيل حشاد، مرجع سابق، ص 39.

(2)- زكريا الدوري وآخرون، مرجع سابق، ص 26.

(3)- إياد عبد الفتاح السنور، مرجع سابق، ص 125.

الربح، فيتمثل هدفه في تحقيق الربح، فيتمثل هدفه في تحقيق مصلحة الاقتصاد القومي من خلال تنظيم تدفق الائتمان ومراقبته، وكذلك إتباع السياسات النقدية، وبالتالي إتباع السياسات النقدية، وبالتالي فهو لا يضع ضمن أولوياته تحقيق الربح في تعاملاته.

• يقع البنك المركزي في قمة الجهاز المصرفي، وذلك لقدرته على إصدار النقود والرقابة على الائتمان، من خلال الرقابة على البنوك التجارية والتأثير في قدرتها على خلق النقود. هناك علاقة وثيقة بين البنك المركزي والحكومة في كونه الموجه العام للاقتصاد.

• يعد البنك المركزي ملكا للدولة ومستشارها المالي، لذلك يطلق عليه اسم بنك الدولة.

3- وظائف البنك المركزي: يضطلع البنك المركزي بوظائف متعددة تنصب في النهاية لكفالة عدم حدوث اضطراب اقتصادي، أو سوء توازن في البلاد قد ينجم عن العمليات المالية للدولة.⁽¹⁾

للبنك المركزي وظائف متشعبة تمس كل الجوانب المالية والاقتصادية للدولة يمكن إجمالها فيما يلي:

• **البنك المركزي هو بنك الحكومة ومستشاره المالي:** يقوم البنك المركزي بدور بنك الحكومة ومستشارها المالي، وقد قامت البنوك القديمة بهذا الدور بمجرد حصولها على امتياز إصدار أوراق البنكنوت، فتحتفظ الحكومة لدى البنك المركزي لحساباتها، ويقدم لها البنك المركزي سلفا قصيرة الأجل في حالات الضرورة الملحة كالحروب والأزمات، ويضطلع البنك المركزي فضلا عن ذلك يقوم بإصدار القروض العامة، ويضع خبرته في شؤون النقد والمال تحت تصرف الحكومة، ويقوم بما تعهد إليه من أعمال أخرى كالرقابة على الصرف.⁽²⁾

• **البنك المركزي هو بنك البنوك:** أي تحتفظ لديه البنوك بأرصدها النقدية الفائضة عن حاجاتها وهو ما يساعد على إجراء التسويات القيدية أو الكتابية من حقوق وديون للبنوك فيما بينها، وذلك عن طريق المقاصة كما أن البنوك التجارية تلجأ إليه في حال احتياجها السيولة النقدية لإعادة خصم الأوراق التجارية التي سبق وأن خصمتها هي بالإضافة إلى ما سبق يقوم البنك المركزي بمساعدة البنوك بمد العون لها في أوقات الأزمات، لذا يقال أن البنك المركزي هو المقرض الأخير للنظام الائتماني، باختصار البنك المركزي يقف من المؤسسات الائتمانية نفس موقفها من الأفراد لذا يستحق وصف بنك البنوك.⁽³⁾

(1)-صالح الصالحي بان، دور البنك المركزي في مالية الدولة، بحث منشور على الموقع الإلكتروني:

<http://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&aId=38604>

(2)-محمد زكي شافعي، مقدمة في النقود والبنوك، الطبعة السادسة، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، بدون سنة نشر، ص291.

(3)-شاكر الفزويني، محاضرات في اقتصاد البنوك، الطبعة الخامسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2011، ص33.

• يعتبر البنك المركزي في كل دول العالم تقريبا الجهة الوحيدة التي لها حق إصدار العملة، خاصة الورقية، هذه المهمة تكاد تقتصر عليه دون غيره من المؤسسات الأخرى، ولعلها تعد من والى اهم الوظائف التي امتلكت البنوك المركزية امتيازها خلال تطورها التاريخي فعلى الرغم من أن بعض البنوك التجارية تمتعت لبعض الوقت وفي حقب تاريخية مضت بحق إصدار العملات الخاصة بها إلا أن هذا أدى في كثير من الأحوال إلى فوضى نقدية أدت أحيانا إلى انهيارات مصرفية، لذا فقد كان من الطبيعي أن تتجه الدول إلى قصد إصدار العملات على البنوك المركزية فقط، وبالطبع فإن حق البنوك المركزية في إصدار العملات ليس مطلقا إذ لا تخلو أي دولة من بعض القيود التي تفرض على حرية البنوك المركزية في إصدار العملة، وهي قيود ترتبط بغطاء العملة من حيث نوعية وطبيعة مكوناتها وحجمها، فعندما كانت قاعدة الذهب هي النظام السائد عالميا في إصدار النقود كانت التشريعات الحكومية تقضي باحتفاظ البنوك المركزية برصيد ذهبي كامل كغطاء للعملة التي يصدرها البنك المركزي حيث كانت العملات في ظل ذلك النظام قابلة للتحويل إلى ذهب.⁽¹⁾

• **البنك المركزي هو الرقيب على الائتمان:** أثناء ممارسة البنك المركزي لدوره كبنك للحكومة يقوم بعمليات تعهد إليه في خدمتها، ومن ضمن هذه العمليات أن الحكومة تحتفظ لديه بودائعها، كما يحتفظ البنك المركزي لديه بودائع البنوك التجارية كبنك لهذه البنوك، وبذلك فإن البنك المركزي لديه الوسيلة التي يتحكم بها في الائتمان لأن حجم الودائع أي حجم الائتمان يتوقف على حجم ونسبة الاحتياطي النقدي الذي تحتفظ به البنوك التجارية، إن البنوك التجارية قادرة على خلق نقود الودائع، أي خلق الائتمان، وهي بذلك تؤثر في عرض النقود، الأمر الذي يؤثر بالتالي على أداء النشاط الاقتصادي، ولا يمكن والأمر كذلك أن يترك للبنوك التجارية أن تتبع السياسة الائتمانية التي تراها، فقط يكون التوسع في الائتمان مناسبا في فترة معينة الأمر الذي يستوجب تدخل البنك المركزي للحد من هذا التوسع وكذلك الأمر إذا كان رأي البنك المركزي أن الظروف تتطلب تتوسع في الائتمان⁽²⁾.

إن أهداف السياسة النقدية التي يسعى البنك المركزي تمثل نفس توجهات السياسة الاقتصادية فالسياسة النقدية ما هي إلا إحدى السبل التي تقررها السياسة الاقتصادية من أجل تحقيق أهداف على صعيد الهيكل الاقتصادي مثل:

(1)-محمود حامد عبد الرزاق، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، بدون سنة نشر، ص283.

(2)-مجدي محمود شهاب، اقتصاديات النقود والمال، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2000، ص228.

تحقيق مستوى تشغيل مرتفع، تحقيق معدل النمو، ضمان حد أدنى من ثبات الأسعار واستقرار سعر الصرف الخارجي، وتتعاون الدولة مع البنك المركزي في إزالة التناقضات بين الأهداف، وكذلك في وضع الأولويات المناسبة لتحقيق الأهداف، وبطبيعة الحال يتعين توفير الوسائل والأدوات اللازمة لقيام البنك المركزي بالإشراف والرقابة على الائتمان وبعض هذه الأدوات تقليدي وهو ما يطلق عليه الوسائل الكمية أو الرقابة الكمية، والآخر حديث وهو ما يطلق عليه الرقابة النوعية أو الكيفية.

4- الاقتراض من البنك المركزي كمصدر من مصادر تمويل العجز الموازي:

إذا قامت الحكومة بالاقتراض من البنك المركزي بهدف تمويل عجز ميزانيتها السنوية، وأنفقت الأموال التي اقترضتها فسيؤدي هذا الإنفاق الحكومي إلى زيادة دخول الأفراد ثم زيادة حجم الودائع لدى البنوك التجارية مما يزيد من قدرة البنوك على الإقراض ومنح الائتمان المصرفي بالقياس إلى الفترة التي سبقت الإنفاق الحكومي الممول، وتوسع البنوك التجارية في منح الائتمان سوف يؤدي إلى الفترة التي سبقت الإنفاق الحكومي الممول، وتوسع البنوك التجارية في منح الائتمان سوف يؤدي إلى زيادة العرض النقدي، وهنا تجدر الإشارة إلى عدم وجود فرق جوهري بين قيام الحكومة بالاقتراض من البنك المركزي لتمويل عجز الميزانية السنوية أو تمويل العجز عن طريق الإصدار النقدي الجديد الذي يتولاه البنك المركزي فالنتائج الاقتصادية والنقدية المترتبة على كلا الأسلوبين هي واحدة بصورة زيادة حجم السيولة الإجمالية موزعة بين الأفراد مما يؤدي إلى زيادة حجم الطلب الكلي بجانبه الاستهلاكي والاستثماري.⁽¹⁾

ثانياً - الاقتراض من البنوك التجارية وتمويل العجز الموازي

نتطرق من خلال العناصر الموائية إلى أهم المفاهيم المتعلقة بالبنوك التجارية.

1- نشأة وتعريف البنوك التجارية.

نشأت البنوك التجارية كمحصلة لظروف ومتطلبات اقتضتها التطورات الاقتصادية على مدار السنين، ولعل الصيارفة في أوروبا وإيطاليا بالذات هم أول من طرق هذا الباب فلقد كان التجار ورجال الأعمال يودعون أموالهم لدى هؤلاء الصيارفة بقصد حفظها مقابل إيصالات يحررها الصيارفة لحفظ حقوق أصحاب الودائع وهكذا أنشأت الوظيفة الكلاسيكية الأولى للبنوك وهي إيداع الأموال وكان المودع إن أراد ذهبه يعطي الصائغ الإيصال ويأخذ الذهب ومع مرور الزمن أصبح الناس يقبلون الإيصال فيما بينهم كوسيلة للتبادل ويبقى الذهب مكدسا في خزائن الصائغ وقد تنبه الصائغ لهذه الحقيقة فصار يقرض مما لديه من الذهب مقابل فائدة وهكذا أنشأت الوظيفة الكلاسيكية الثانية للبنوك وهي الاقتراض، أما خلق النقود أو إصدارها فقد نشأت عندما كان القرض يأخذ شكل إيصال يحرره الصائغ بهذه الأعمال ، وقد

(1)- حسين بني هاني، مرجع سبق ذكره، ص 50.

كان أول بنك أنشأ هو في البندقية عام 1157 م ثم توالى ظهور البنوك بعد ذلك فظهر بنك أمستردام عام 1609 وبنك إنجلترا عام 1694 وبنك فرنسا عام 1800.⁽¹⁾

وقد وردت جملة من التعاريف المتعلقة بالبنوك التجارية يمكن ذكرها على سبيل المثال لا الحصر فيما يلي:

عرفت البنوك التجارية على أنها "مؤسسات ائتمانية غير متخصصة تضطلع أساسا بتلقي ودائع الأفراد القابلة للسحب لدى الطلب، أو بعد أجل قصير، والتعامل بصفة أساسية في الائتمان قصير الأجل".⁽²⁾

وهناك تعريف آخر للبنوك التجارية على أنها: "البنوك التي تزاوّل وتمارس الأعمال المصرفية من خلال قبولها للودائع، وتقديم القروض، وخصم الأوراق التجارية، أو تحصيلها، وفتح الاعتمادات المستندية، وقد تمارس هذه البنوك أعمالاً أخرى غير مصرفية مثل المشاركة في بيع وشراء الأسهم والسندات".⁽³⁾

من جهة أخرى يمكن تعريف البنوك التجارية على أنها: "تلك المؤسسات التي تتخذ الصفة العمومية أو الخاصة المحلية والأجنبية، تتميز بالشخصية المعنوية، حيث تركز نشاطها البنكي بما يستجيب لقوانين وتنظيمات بنكية معينة، تقوم بقبول وتجميع الودائع من خلال فتح حسابات بنكية بالإضافة إلى رأسمالها الخاص أو الجماعي وخلق نقود الودائع من أجل تمويل مختلف أنشطة زبائنها في شكل قروض متنوعة إلى جانب قيامها بتحقيق خدمات بنكية متنوعة تكون في صالح زبائنها وذلك من أجل تحقيق الربحية وضمان السيولة.

وهناك من يرى أن البنوك التجارية هي: "نوع من الوساطة المالية التي تتمثل مهمتها الأساسية في تلقي الودائع الجارية للعائلات والمؤسسات والسلطات العمومية، ويتيح ذلك لها القدرة على إنشاء نوع خاص من النقود هذه النقود هي نقود الودائع، إن وصف هذه المؤسسات المالية بالنقدية لا يعني أنها الوحيدة التي تتعامل دون غيرها بالنقود، ولكن يعني ذلك أن هذه المؤسسات هي الوحيدة المؤهلة لإنشاء

(1) - نبيل حشاد، مرجع سبق ذكره، ص 11.

(2) - فارس فضيل، التقنيات البنكية: محاضرات وتطبيقات، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2013، ص 40.

(3) - الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001، ص 12.

نقود الودائع وتسمى أيضا ببنوك الودائع".⁽¹⁾

أما حسين محمود الوادي وكل من حسين محمد سمحان وسهيل أحمد سمحان فالبنوك التجارية هي تلك: "المؤسسات التي تقوم بقبول ودائع تدفع عن الطلب أو لآجال محددة، وتزاول عمليات التمويل الداخلي والخارجي، وخدمته بما يحقق أهداف خطة التنمية، ودعم الاقتصاد القومي وتباشر تنمية الادخار والاستثمار المالي في الداخل والخارج بما في ذلك المساهمة في إنشاء المشروعات وما تستلزمه من عمليات مصرفية وتجارية وفقا للأوضاع التي يقرها البنك المركزي".⁽²⁾

من خلال التعريف السابقة يمكن أن نستنتج ما يلي:

- البنوك التجارية هي مؤسسات مالية قد تكون عمومية أو خاصة.
 - البنوك التجارية تقوم بدور الوساطة المالية: أي البنوك التجارية تقوم بتجميع مدخرات الأفراد و الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي وإقراض الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي.
 - تقوم البنوك التجارية بإصدار نقود الودائع.
- تقوم البنوك التجارية بدور مهم في دعم الاقتصاد القومي وتنمية الادخار والاستثمار المالي والمساهمة في إنشاء المشروعات.

- تعمل البنوك التجارية وفق ضوابط ومعالم يرسمها لها البنك المركزي.
- وبإعادة هيكلة العناصر السابقة في شكل تعريف شامل يمكن القول أن البنوك التجارية هي مؤسسات مالية تقوم بتجميع مدخرات الوحدات ذات الفائض المالي وإقراض الوحدات ذات العجز المالي ولهذه البنوك دور كبير في دعم الاقتصاد وتنمية المدخرات والاستثمارات.

وتقوم البنوك التجارية بتقديم مجموعة من الخدمات لصالح العملاء تتمثل أهمها في: ⁽³⁾

- تحصيل مستحقات عملائه من شيكات وكمبيالات وأوراق مالية... إلخ، ويدفع ديونهم لمستحقيها في داخل الدولة أو خارجها.
- تجميع مدخرات عملائه في شراء أصول ذات سيولة مرتفعة أو استثمارها.
- إصدار البنك لخطابات الضمان لمصلحة عملائه.

(1)-محمود حسين الوادي، حسين محمد سمحان، سهيل أحمد سمحان، النقود والمصارف، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2009، ص105.

(2)-عمر محمود العبيدي، النقود والبنوك، بحث متوفر على الموقع الإلكتروني:

<http://www.ecomang.uodiyala.edu.iq/uploads/pdf>

(3)-وسيلة حمداوي، الجودة ميزة تنافسية في البنوك التجارية، مديرية النشر لجامعة 8 ماي 1945، قالمة، الجزائر، 2009، ص ص23-24.

• قيام البنك بالتعامل في مختلف الأوراق المالية لمصلحة عملائه أو لمصلحته.

• يؤجر البنك خزائن صغيرة لعملائه يحتفظون فيها بمنقولاتهم.

2- خصائص البنوك التجارية: تتسم البنوك التجارية بمجموعة من الخصائص التي تميزها عن البنوك والمؤسسات المالية الأخرى، وفيما يلي أهم هذه الخصائص: (1)

• مبدأ التدرج: فالبنوك التجارية تقع في المرتبة الثانية في الجهاز المصرفي بعد البنك المركزي الذي يقع في قمة الهرم المصرفي، ويقوم بمهام الرقابة والإشراف على هذه البنوك بواسطة أدوات السياسة النقدية.

• التعدد والتنوع: فالبنوك التجارية تتعدد وتتنوع وتنتشر في العديد من الأسواق المحلية والخارجية، وليس هناك حدود جغرافية لعمل البنك التجاري، وتعتبر الفرص السوقية المتمثلة في الربح العامل الرئيسي المحدد لعمل البنك التجاري، وتعتبر الفرص السوقية المتمثلة في الربح العامل الرئيسي المحدد لعمل البنك وتوسعه.

• توليد الودائع: تقوم البنوك التجارية بتوليد الودائع الجارية الجديدة، من خلال ما تقوم به من عمليات الإقراض والاستثمار في الأوراق المالية المختلفة، فالودائع الجارية تمثل نقوداً لم تكن موجودة بالأصل، وهي تستمد صفة النقود من كونها مقبولة بشكل عام وقادرة على أداء وظائف النقود.

• تعد البنوك التجارية مشروعات رأسمالية هدفها الأول تحقيق الربح، وهي تسعى إلى التوسع واستغلال الفرص المتاحة في السوق وزيادة استخداماتها.

3- وظائف البنوك التجارية: تلعب البنوك التجارية دوراً هاماً في الاقتصاد النقدي نتيجة الوظائف المتعددة التي تقوم بها، ويمكن التمييز بين الوظائف التالية:

• وظيفة قبول الودائع.

• وظيفة الوساطة المالية: تعمل هنا البنوك كوحدات اقتصادية لها أسس ومبادئ مالية تعتمد عليها للوساطة بين المقرضين والمقترضين، إذ تقبل التمويل من المودعين وتجمع المدخرات وتوجهها نحو الاستثمارات في المشاريع الاقتصادية وما يتماشى مع السياسة النقدية للدولة، وإن معظم المصارف تلعب دور الوساطة المالية من خلال تفاعلها مع الأفراد بصورة مستمرة ومتكررة. (2)

(1)- إياد عبد الفتاح السنور، مرجع سبق ذكره، ص 92.

(2)- ثريا عبد الرحيم الخزرجي، بشير بن بدري البارودي، اقتصاديات المعرفة: الأسس النظرية والتطبيق في المصارف، دار الوراق، عمان، الأردن، 2011، ص 147.

- وظيفة الدفع: يشير هذا الاتجاه إلى البنوك على أنها وسيلة أو أداة لتسديد حسابات الصفقات وتسوية المدفوعات عبر تحويلات البطاقات الائتمانية أو تحويلات المصارف الالكترونية وغيرها من حركات الأموال والحسابات.
- القيام بعملية خلق النقود.
- القيام بتمويل بعض أنواع العجز في الميزانية العامة للدولة من خلال ما يشتريه من أذون خزنة أو سندات حكومية قصيرة أو طويلة الأجل سواء لحسابه الخاص أو لحساب الغير. (1)
- تقديم عدد من الخدمات مثل: إجراء التحويلات النقدية من وحدة اقتصادية لأخرى وكذلك تحصيل الشيكات فتح الاعتمادات المستندية وخطابات الضمان وكذلك التمويل التأجيري.
- يعتبر البنك التجاري مستشارا ماليا واقتصاديا للكثير من العملاء، في كيفية إدارة أعمالهم وممتلكاتهم.
- المساهمة في تنفيذ السياسة النقدية في الدولة، للحفاظ على معدلات التضخم عند مستويات مقبولة (المساهمة في الإستقرار الاقتصادي).
- تعتبر البنوك وسيلة لتقديم الكثير من الخدمات المالية مثل: بطاقات الائتمان، والتمويل الإلكتروني، والقروض بأشكالها الاستهلاكية والعقارية والاستثمارية.
- القيام بوظيفة التوزيع حيث يقوم البنك التجاري بتوزيع الأموال المتاحة للإقراض بين الاستخدامات أو الاستثمارات المختلفة، ويتم ذلك بشكل أساسي عبر منح القروض والتسهيلات المصرفية والاعتمادات المستندية.
- التعامل في شراء وبيع العملات الأجنبية.
- تأجير الخزائن للعملاء.
- القيام بوظيفة الإشراف والرقابة حيث تقوم البنوك التجارية بعملية توجيه الأموال نحو الاستخدامات المختلفة، والتأكد من تحقيقها لأهداف المشروع وجدواه الاقتصادية.
- منح القروض: تقوم البنوك بمنح القروض لعملائها، ومن أهم أشكال القروض (السحب على المكشوف، القروض المباشرة، خصم الأوراق المالية...إلخ).

4- الاقتراض من البنوك التجارية كمصدر من مصادر تمويل العجز الموازي

في حالة الاقتراض من البنوك التجارية لغرض تمويل العجز في الميزانية العامة هناك وضعان

(1)-حسام علي داود، مبادئ الاقتصاد الكلي، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص

محتملان: إما أن تكون حالة الاحتياطي النقدي لدى البنوك في وضع تستطيع فيه تلافى حاجة الحكومة إلى الأموال دون الحاجة إلى تقليص قروضها إلى القطاع الخاص، وذلك لتوفر احتياطات فائضة لديها، فإن الاستثمار الخاص لن يتأثر بالضرورة بالاقتراض الحكومي، أما عرض النقد فإنه سيزداد نتيجة لذلك بسبب التوسع في الائتمان المصرفي وارتفاع دخول الأفراد، أما إذا لم تكن لدى البنوك التجارية احتياطات نقدية فائضة فعندئذ يمكن أن تجاوب طلب الحكومة بإحدى الطريقتين أو كليهما:

- تخفيض متطلبات الاحتياطي النقدي القانوني للبنوك التجارية، أو قيام البنك المركزي بشراء السندات الحكومية في الشوق المفتوحة مما يزيد من الاحتياطات الفائضة التي تسمح للبنوك بالتوسع في الائتمان وبالتالي زيادة المعروض النقدي.⁽¹⁾
- قيام البنوك التجارية نفسها بتقليص قروضها إلى الأفراد والمشاريع، وفي هذه الحالة لن يتأثر عرض النقد، بل سيبقى على حاله لأن البنوك ستستبدل القروض العامة بالخاصة، غير أن حجم الائتمان الخاص سيقبل، وكلفته ستزداد نتيجة لذلك.

ثالثاً - الاقتراض من الجمهور وتمويل عجز الميزانية العامة.

إذا اقتضت الحكومة من القطاع غير المصرفي، أي من الجمهور فإن عرض النقد ينخفض في الأمد القريب لكنه لن يتأثر في الأمد البعيد، ذلك أن الودائع النقدية، في حين أنها ستقل عندما يبتاع الأفراد السندات الحكومية، و بالتالي تنخفض الاحتياطات المصرفية، إلا أنها ستزداد بنفس المقدار عندما يستلم الأفراد مدفوعات جديدة من قبل الحكومة تمثل دخولا إضافية لهم، أما تأثيره ذلك على وفرة الائتمان للقطاع الخاص فهو أمر يصعب التكهّن به، لأنه يعتمد على مقدار الإيداعات الجديدة لدى البنوك والاحتياطات الجديدة التي ستحصل الأخيرة عليها.

الفرع الثاني: التمويل الخارجي لعجز الميزانية العامة

يتم تمويل عجز الموازنة العامة من مصادر خارجية تتمثل في المساعدات والقروض الخارجية.

أولاً: مفهوم التمويل الخارجي ودوافعه

يعد البحث عن مصادر لتمويل عجز الميزانية العامة وكذلك البحث عن رؤوس أموال كافية لتمويل الاستثمارات المطلوبة في ظل نقص بعض عناصر الإنتاج الأساسية المحلية كما ونوعاً، أحد التحديات المهمة التي تواجه خاصة الدول النامية في جهودها الرامية لرفع معدلات النمو الاقتصادي إلى المستوى المرغوب به، وعليه قد تضطر تلك الدول إلى الاستعانة برأس المال الأجنبي لسد هذا النقص وهو ما

(1) - نزار سعد الدين العيسى، مرجع سابق، ص 386.

يطلق عليه التمويل الخارجي، حيث يعرف الاقتصادي ستريك *strake* التمويل الخارجي بأنه أي: "تدفق الموارد الاقتصادية خارج حدود الدولة صاحبة تلك الموارد الاقتصادية ويشمل ذلك المساعدات والقروض الخارجية".⁽¹⁾

إن التمويل الخارجي وما يتصل به من تصدير لرؤوس الأموال إلى البلدان النامية، وتفاقم في مديونتها الخارجية، إذ يمثل ظاهرة ارتبطت تاريخياً بظهور وتطور الاقتصاد الرأسمالي العالمي، وان اختلف حجم، وتباينت أنواعه وأعبأؤه عبر الزمن، أما فيما يتعلق بدوافع ومبررات التمويل الخارجي، فإنها تعود إلى الاختلال الحاصل في العلاقة بين مستوى التنمية الاقتصادية المطلوب، والحاجة إلى التمويل في ظل عجز المدخرات المحلية عن تلبية الحاجات الاستثمارية، وعجز الصادرات عن تلبية احتياجات الاستيرادات، الأمر الذي أفضى إلى وجود ما يعرف بفجوة الموارد المحلية والتي تتمثل في الفرق بين ما يتحقق للبلد من موارد فعلية، وما يحتاج إليه من موارد تمويلية لتلبية المتطلبات الاستثمارية والاستهلاكية خلال مدة معينة.⁽²⁾

إن التمويل الخارجي لعجز الميزانية العامة يكون من خلال المنح والمساعدات الأجنبية وكذلك القروض الخارجية وهو ما سيتم تناوله في العناصر الموالية.

ثانياً: المساعدات والمنح الأجنبية وتمويل عجز الميزانية العامة

لقد شهد موضوع المنح والمساعدات الأجنبية الإنمائية الرسمية المقدمة للدول النامية أهمية كبرى واهتماماً بالغاً سواء من جانب الدول والمنظمات الدولية المانحة أو الدول المتلقية لماله من أثر بالغ على التنمية الشاملة في الدول النامية والعلاقات الاقتصادية الدولية، وقد تناول العديد من الاقتصاديين هذا الموضوع واهتموا بصفة خاصة في السنوات الأخيرة بتحليل أثر المساعدات الأجنبية على النمو الاقتصادي في الدول النامية، كما تناولوا محددات تخصيص المساعدات الإنمائية على المستوى العالمي ووسائل رفع كفاءة هذا التخصيص.

عرفت الأمم المتحدة المنح والإعانات الاقتصادية على أنها: "عبارة عن المنح الخالصة وصافي القروض طويلة الأجل لغير الأغراض العسكرية، وبالتالي فإنها تستبعد الأموال الخاصة في شكل استثمارات مباشرة أو غير مباشرة، وائتمان التصدير من المعونة الاقتصادية الخارجية".⁽³⁾

- (1) - سامر علي عبد الهادي، التمويل الخارجي وأثره على الفجوات الاقتصادية، دار الأيام، عمان، الأردن، 2013، ص 60.
- (2) - عدنان حسين يونس، التمويل الخارجي وسياسات الإصلاح الاقتصادي تجارب عربية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر، عمان، الأردن، 2011، ص 32.
- (3) - زينب عباس زعزوع، دور المنح والمساعدات الأجنبية في التطوير التنظيمي، مجلة النهضة، العدد الثاني، المجلد 13، مصر، أبريل 2012، ص 42.

ويرى البعض أن أنسب تعريف للمعونة الاقتصادية الخارجية هو: "أنها تمثل كل المنح والرسمية والقروض الامتيازية من الدول الغنية إلى الدول الفقيرة، سواء كانت في شكل موارد نقدية أو في شكل سلع ومواد غذائية، أو في شكل عناصر غير مادية مثل: المساعدات الفنية كالخبراء والفنيين من الخارج أو برامج التدريب للقوى البشرية المحلية بهدف زيادة معدلات النمو والتنمية في الدول النامية على أن يكون عنصر المنحة في هذه المعونات حوالي 25 % على الأقل بالإضافة إلى اعتبار أن إسقاط أو إعادة جدولة المديونية وكذلك المزايا الجمركية معونة مقدمة من الدول الغنية إلى الدول الفقيرة.⁽¹⁾

إن غالبية الآراء تعد المساعدات الأجنبية على أنها كافة التدفقات الأجنبية التي تحصل عليها الدول المستقبلية وفقاً لشروط وقواعد مسيرة، بعيداً عن القواعد والأسس المالية والتجارية السائدة، وهي تتضمن المنح (الهبات) Grants والقروض المسيرة Soft Loans، فالمنح لا يترتب عليها أي التزام بالدفع لاحقاً، أما القروض الميسرة فهي ذات طابع اقتصادي يمتزج فيها عنصر الهبة وتهدف إلى نقل الموارد من الدول المقرضة (المتقدمة) إلى الدول المستقبلية (الأقل نمواً) بهدف تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية في الدول المستقبلية وتمتاز القروض الميسرة عن القروض التجارية بعنصر الهبة والمتمثل بالشروط المالية التي تمنحها الدول المانحة للدول المستقبلية، والتي تتضمنه انخفاض معدل الفائدة على القروض أو عدم وجود فائدة نهائياً، وطول مدة السداد، ووجود مدة سماح للسداد، وإمكانية تسديد القرض كلياً أو جزئياً بعملة الدولة المستقبلية للقرض، أو بواسطة السلع التي تنتجها المشاريع الممولة بتلك القروض.⁽²⁾

لقد تعرضت المنح إلى بعض الانتقادات التي يمكن إيجازها فيما يلي:⁽³⁾

- تكون المساعدات عادة في صالح سكان المدن وليس الأرياف.
- تسييس المعونات: تتجه المساعدات الأمريكية في الآونة الأخيرة نحو تمويل المشروعات ليس البرامج وعلى الأخص بعد إنشاء مكتب خاص بالمشروع الخاص.
- المعونات المقيدة: من المآخذ الواضحة على المنح والمساعدات الخارجية أن المعونات الثنائية كثيراً ما تكون في شكل معونات مقيدة حيث تلتزم الدول المتلقية المعونة توجيهها إلى شراء السلع والمستلزمات من الدول المانحة وكانت هذه المعونة تشكل 25 % من المعونات الثنائية في

(1)-زينب عباس زعزوع، نفس المرجع أعلاه، ص 44.

(2)-مازن الباشا، التمويل الخارجي وأثره على الهيكلة في القطاعات الاقتصادية، دار الأيام، عمان الأردن، 2013،

ص 21.

(3)- صبرينة كردودي، مرجع سبق ذكره، ص 152.

1972، والدول المانحة تعتبر المعونات بمثابة صادرات، وهذا الأمر له أهميته في توازن ميزان المدفوعات، وهنا تتضرر الدول الفقيرة عندما تلتزم بشراء سلع ليست بالضرورة في الغالب.

ثالثاً: القروض الخارجية وتمويل عجز الميزانية العامة

عرفنا في الفصل الأول أن القرض الخارجي هو ما تحصل عليه الدول من الحكومات الأجنبية أو الهيئات الدولية مثل: البنك الدولي للتعمير، وتتم عملية الإقراض بناء على مجموعة من القواعد والأسس المالية والتجارية السائدة وفقاً لظروف السوق مع التعهد بردها، وبدفع فائدة عليها وفق شروط متفق عليها. (1)

تتقسم القروض من حيث الشروط التي تمنح على أساسها إلى قروض تجارية loans Commercial وقروض سهلة Soft Loans والتي تعقد بشروط ميسرة تتضمن عنصر الهبة.

إن القروض الخارجية تمتاز بأن ملكية الأصول للمشاريع الإنتاجية التي يتم تمويلها بواسطة هذه القروض تصبح ملكية وطنية تمارس عليها حقوق السيادة ولكن يترتب على هذه القروض أعباء تتحملها الدولة المقترضة والتي يعبر عنها بخدمة الدين، وهي عبارة عن مدفوعات دورية يتم الإنفاق عليها عند عقد القروض وهذه المدفوعات تتمثل بالأقساط والفوائد التي تترتب على القروض، والجدير بالذكر أن العقود الماضية شهدت آثاراً وعواقب وخيمة تعرضت لها بعض الدول النامية نتيجة زيادة حجم ديونها الخارجية، حيث أصبحت هذه الدول أكثر تعرضاً لمصاعب خدمة الدين وذلك نتيجة لارتفاع نسبة الديون ذات الفوائد المعومة، بالإضافة إلى انخفاض فترة السداد مما اضطر كثيراً من الدول إلى الاقتراض بالشروط التجارية لتعويض النقص الحاصل في تدفقات المساعدات الخارجية والاستثمارات المباشرة الكلية، لذلك ينبغي أن تكون إدارة للدين الخارجي جزءاً لا يتجزأ من إدارة الاقتصاد الكلي حيث أن إدارة الدين الخارجي تقوم على مرتكزات أساسية تتمثل بشروط الاقتراض الخارجي والتي تشمل: سعر الفائدة، أجل الاستحقاق، فترة السداد، طبيعة العملات التي سيتم بها السداد، وطرق تقييم المخاطر بين المقرضين والمقترضين، وبشكل عام فإن الإدارة السليمة وإتباع السياسات الحكومية، سيكون لها دور حاسم في أداء هذه الدول لاسيما في استخدام القروض الخارجية وتعزيز النمو الاقتصادي وزيادة الاستثمار ونقل التكنولوجيا. (2)

(1)-مازن حسن الباشا، مرجع سابق، ص 19.

(2)-سامر علي عبد الهادي، مرجع سبق ذكره، ص 63.

للقروض الخارجية العديد من السلبيات يمكن ذكرها على سبيل المثال لا الحصر كالتالي: (1)

- ازدياد عجز الموازنة: وذلك من خلال زيادة نسبة خدمة الدين العام وهذا بدوره يزيد من عجز الموازنة.
- ازدياد عجز ميزان المدفوعات: الاقتراض الخارجي يساهم في البداية في زيادة الاستثمار الإجمالي وبالتالي زيادة معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي ويكون تأثيره ايجابيا على ميزان المدفوعات ولكن عندما تصل المديونية إلى مستوى حرج نتيجة عدم الاقتراض المخطط له الذي يؤدي إلى زيادة مدفوعات خدماتها المسببة للعجز في الميزان الجاري (مدفوعات الفائدة) وفي حساب العمليات الرأسمالية (مدفوعات الأقساط) وهذا بعد أن كان الاقتراض لسد العجز في ميزان المدفوعات أصبح الإفراط فيه عاملا مسببا لهذا العجز.
- التأثير السلبي على الاستيراد: حيث أن فترة الاقتصاد القومي على الاستيراد متغير هام تعتمد عليه مستويات الاستهلاك والإنتاج والاستثمار وإن تعرض هذه القدرة إلى الضعف ينتج عنه نتائج سيئة في الاقتصاد في حالة عدم قدرة الدولة على الاستمرار في استيراد السلع الضرورية التي لا يمكن الاستغناء عنها.

الفرع الثالث: تمويل العجز الموازني ودوره في التأثير على أداء سوق الأوراق المالية

بما أن عملية إصدار السندات الحكومية تعد من امثل السبل لتمويل العجز الموازني، فإن إصدار الحكومة للسندات سينعكس على عرض تلك السندات ومن ثم تنخفض أسعارها أو هو ما يحفز المستثمرين والمضاربين على اقتناءها بدلا من الأوراق المالية الأخرى (الأسهم) بالتالي سيخفض الطلب على الأسهم، من جهة أخرى يسبب إصدار السندات الحكومية تغييرا في هيكل أسعار الفائدة، خاصة عندما تستمر الحكومة بضح كميات كبيرة منها، الأمر الذي سيعمل على خفض أسعارها، وبما أن العلاقة بين أسعار الفائدة وأسعار السندات هي علاقة عكسية فإن ذلك سيؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة في السوق وهو ما يؤثر على حجم التداول وتكلفة الاقتراض ومؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية (1).

(1)-محمد مصطفى أبو مصطفى، دور وأهمية التمويل الخارجي في تغطية العجز الدائم لموازنة السلطة الوطنية

اللسطينية(دراسة تحليلية مقارنة عن الفترة من 1999-2008)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة

الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الاسلامية، غزة، فلسطين، 2009، ص728.

(2)-عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص355.

خلاصة الفصل الثالث

تناولنا في هذا الفصل مختلف الجوانب النظرية المتعلقة بتأثير السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية، وخلصنا إلى النتائج التالية:

1- تلعب السياسة المالية دور كبيرا في تنمية أسواق الأوراق المالية فهي تعمل على تعبئة المدخرات

وخاصة في القطاع العائلي وتوجيهها مع الموارد المالية الأخرى نحو الاستثمار، فضلا عن ذلك

تؤثر السياسة المالية على أداء أسواق الأوراق المالية من خلال: الإنفاق العام، الإيرادات

الضريبية، وكذلك عن طريق سياسة تمويل العجز الموازي.

2- هناك علاقة ايجابية تربط بين مستوى الإنفاق العام ومؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية حيث أن

النفقات العامة الموجهة لتطوير خدمات البنية التحتية تؤدي إلى انخفاض تكاليف الإنتاج وتزيد

من أرباح الشركات وترفع من قيمة أسهمها، لكن يجب التأكيد على ضرورة تحديد مجالات

الإنفاق العام أي أنه يجب أن يكون مكملا لإنفاق القطاع الخاص، بعبارة أخرى يجب أن يتركز

الإنفاق العام على المجالات التي لا يدخلها القطاع الخاص أو يدخلها بشكل محدود، كذلك تحديد

مجالات الإنفاق العام من خلال آلية الخصخصة، التي تستهدف توسيع رقعة الملكية الخاصة

بالاقتصاد الوطني، يؤدي إلى زيادة عدد الشركات والمؤسسات الخاصة، وزيادة قاعدة عرض

الأسهم، وتنشيط أسواق الأوراق المالية.

3- تؤثر الإيرادات الضريبية على عرض الأوراق المالية من خلال عدة قنوات رئيسية أهمها:

الاستثمار، القرارات التمويلية وكذلك الهيكلية القانونية للشركات حيث أن وجود تشريعات ضريبية

تحفز على تحول الشركات الفردية والعائلية إلى شركات مساهمة يؤدي إلى توسيع قاعدة عرض

الأوراق المالية وازدهار أسواق الأوراق المالية، كذلك تمارس الضرائب تأثيرها على كل من

المدخرين والوسطاء الماليين وكلما منحت تحفيزات ضريبية للمؤسسات المالية كلما انخفضت

تكاليف التعامل في أسواق الأوراق المالية ونشطت حركة التداول بها، ومن الناحية النظرية فإن

تخفيض المعدلات الضريبية سوف يؤدي إلى زيادة الأرباح وزيادة الدخل القومي وهو ما يؤدي

إلى زيادة الطلب على الأوراق المالية، إن كل العناصر السابقة تجتمع لتؤيد نتيجة واحدة وهي أن

هناك علاقة عكسية بين الإيرادات الضريبية ومؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية.

4- إن زيادة تدخل الدولة، واتساع دورها، ونطاق تدخلها في النشاط الاقتصادي واكبته زيادة سريعة

في النفقات العامة دون أن تصاحبها زيادة مماثلة في الإيرادات العامة، أدى إلى ظهور ما

يسمى بـ: "عجز الميزانية العامة"، وهناك عدة أنواع من العجز الموازي أهمها: العجز الجاري، العجز الهيكلية، العجز الأساسي، العجز التشغيلي...

5- إن ظاهرة العجز الموازي هي ظاهرة معقدة، تسهم في حدوثها عدة عوامل بعضها يتعلق بالنمو المتزايد في النفقات العامة (نتيجة لأسباب ظاهرية وحقيقية)، بالإضافة إلى عوامل تتعلق بالانخفاض في الإيرادات العامة خاصة الإيرادات الضريبية.

6- تتم تغطية العجز الموازي من مصادر داخلية تتمثل: الاقتراض من البنك المركزي، الاقتراض من البنوك التجارية، وكذلك الاقتراض من الجمهور، بالإضافة إلى مصادر خارجية متمثلة في: المنح والإعانات الأجنبية والقروض الخارجية.

7- هناك علاقة ايجابية بين حجم الدين المحلي العام (الداخلي) ومؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية، حيث أن زيادة المعروض من السندات الحكومية يؤدي إلى انخفاض أسعارها، وارتفاع أسعار الفائدة في السوق، ويمارس سعر الفائدة تأثيره في مجمل عمليات سوق الأوراق المالية خلال تأثيره في أسعار الأوراق المالية، وأحجام التداول.

الفصل الرابع:

دراسة أثر أدوات السياسة المالية على

أداء سوق الاوراق المالية في الأردن

(خلال الفترة 1990-2014)

تمهيد

بعد أن تم في الفصول السابقة بيان مختلف الأسس النظرية المتعلقة بالسياسة المالية، والدور الذي يمكن أن تعكسه على النشاط الاقتصادي عبر اتخاذ القرارات التي تتعلق بها، وباستخدام أدواتها، مع بيان طبيعة أسواق الأوراق المالية وتوضيح الأثر الإيجابي الملحوظ الذي تتركه على النشاط الاقتصادي من خلال الوظائف العديدة التي تؤديها التي تتجسد في تقديم أفضل الاستثمارات، وتسعيرها، وتخفيض تكاليف التعاملات، بالإضافة إلى إبراز مختلف قنوات ومحاور تأثير السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية، جاء هذا الفصل إلى التطبيق على الأردن، من خلال التركيز على دراسة وتحليل العلاقة مابين أدوات السياسة المالية ومؤشرات أداء بورصة عمان خلال الفترة (1990-2014)، وذلك من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: تطور السياسة المالية في الأردن (خلال الفترة 1990-2014).

المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية الأردني وتطور مؤشرات أداءه (خلال الفترة 1990-2014).

المبحث الثالث: السياسة المالية وسوق الأوراق المالية في الأردن (خلال الفترة 1990-2014).

المبحث الأول: تطور السياسة المالية في الأردن (خلال الفترة 1990-2014)

في إطار إجراءات الإصلاح المالي انتهجت السلطات الأردنية سياسة مالية منضبطة تهدف إلى ترشيد النفقات العامة، وتنمية الإيرادات العامة، والتقليل من الدعم الخارجي، كل هذا يصب في هدف زيادة النمو الإجمالي والاقتصادي، كذلك استخدمت السياسة المالية أدواتها الإيرادية، والإنفاقية من خلال الموازنة العامة للدولة لتحقيق أهداف معينة كان في طبيعتها النهوض بالاقتصاد الأردني، وإشاعة الاستقرار في ربوع الاقتصاد الأردني، من جهة أخرى عملت السياسة المالية على تحقيق العدالة الاجتماعية في جانب توزيع الدخل والثروات من خلال السياسة الضريبية، والسياسة الإنفاقية، كما سعت إلى تمويل برامج التنمية وتهيئة البيئة للاستثمار الخاص، ونموه والتخفيف من حدة التقلبات ورفع الدخل الحقيقي لمتوسط نصيب الفرد، وفي هذا المبحث نحاول تشريح واقع السياسة المالية وتطور أهم مؤشراتها المتمثلة في النفقات العامة، الإيرادات الضريبية وأخيرا المديونية العامة وذلك طيلة الفترة 1990-2014.

المطلب الأول: الاقتصاد الأردني -لمحة عامة-

يتسم الاقتصاد الأردني بأنه اقتصاد صغير مفتوح، ارتبط منذ نشأته بمحيطه الاقليمي، وبالقضاء العالمي، وكان على الدوام اقتصادا مختلطا يتقاسم فيه القطاع الخاص والعام هيكل الاقتصاد ومقومات التنمية فيه، وفي بداية الستينات تمكن الاقتصاد الأردني من الاقتراب لنقطة الانطلاق التنموي، إلا أن أحداث 1967 وغيرها أربكت المسيرة التنموية، وفي منتصف السبعينات، حقق الاقتصاد الأردني نمو اقتصادي سنوي بنسبة لا تتجاوز 12% ، وتوسع هذا النمو في الثمانينات نتيجة عدة عوامل منها توسع الصادرات الأردنية، وزيادة الاستثمارات في إنشاء الطرق وزيادة الخدمات في عدة مرافق، كل هذه العوامل ساعدت على النمو الاقتصادي بالرغم من وجود ركود عالمي في ذلك يتم على منطقة الشرق الأوسط والخليج. (1)

بدأ الأردن في أواخر سنة 1989 بتطبيق أول برنامج تصحيح اقتصادي واستمر العمل به حتى اندلاع أزمة الخليج في صيف 1990 حيث أصبح من غير الممكن الاستمرار في ذلك البرنامج، وفي عام 1992 بدأ الأردن في تطبيق برنامج جديد للإصلاح الاقتصادي وقد استمر هذا البرنامج لمدة ثلاث سنوات تلاه برنامج آخر استمر العمل به في عام 1998 ، وقد استهدف هذا البرنامج تحقيق استقرار

(1)- أعاد محمود القيسي، مرجع سبق ذكره، ص 87.

في مستوى الأسعار، وتحفيز المدخرات المحلية وتشجيع الاستثمار، وتخفيض العجز في الموازنة العامة وميزان المدفوعات، وتحقيق الاستقرار المالي والنقدي، إلى جانب تخفيض رصيد المديونية الخارجية وأعبائها إلى مستويات مقبولة، وإيلاء القطاع الخاص الأهمية التي يستحقها في تحقيق التنمية الاقتصادية والنمو الاقتصادي المستدام. (1)

لكن أداء الاقتصاد الأردني خلال السنوات الأخيرة من برنامج التصحيح الثاني أخذ في التباطؤ الملحوظ وذلك جراء الظروف الإقليمية غير المواتية، فقد تأثر أداء الاقتصاد الأردني خلال 1998 بالانخفاض العالمي لأسعار النفط مما انعكس سلباً على حجم مبادلاته التجارية مع الدول العربية المصدر للنفط وكذلك تدفق حوالات الأردنيين العاملين في الخارج، كما تأثر الاقتصاد الأردني بالحصار المفروض على العراق بالإضافة إلى ارتفاع أعباء خدمة الدين العام الخارجي، وقد أثرت هذه العوامل مجتمعة سلباً على أداء الميزانية العامة وعلى أوضاع ميزان المدفوعات وعلى مستوى النشاط الاقتصادي، وفي ضوء ذلك وبعد أن تم تقييم جهود التصحيح الاقتصادي على صعيد المالية خلال الفترة 1989-1998، وتبين أهمية إيلاء عدد من الجوانب العناية القصوى، كان لابد من وضع برنامج تصحيح اقتصادي متوسط المدى يغطي الفترة 1999-2001 يعالج القصور الذي عانى منه التصحيح المالي خلال الفترة السابقة وبما يفضي إلى تعميق التصحيح الاقتصادي الوطني بكافة أشكاله وتوسيع نطاقه ليشمل مختلف المستويات بما في ذلك تكثيف الجهود للتصدي لظاهرتي الفقر والبطالة، وضمن هذا الإطار فقد تم وضع الملامح الرئيسية لبرنامج وطني للتصحيح الاقتصادي.

وعلى العموم فقد مر الاقتصاد الأردني بمراحل تنموية متعددة، تراوحت خلال الفترة (1967-1973) بين الاضطراب وعدم الاستقرار، ثم الازدهار والانتعاش في الفترة (1974-1982)، ثم عاد إلى الانكماش والانحسار في الفترة (1983-1998)، مروراً بفترة الإصلاح الاقتصادي والاضطرابات الإقليمية (1990-1991)، انتقالاً إلى فترة الانفتاح العالمي والارتباط بمنظومة العولمة (2000- إلى غاية الآن، والجدير هنا هو أن الاقتصاد الأردني صمد على مدى تاريخه الاقتصادي أمام كل التحديات التي شهدتها، وخرج من الكثير منها بفرض تنموية وبقوة اقتصادية، وضمن الاضرار العام لتلك الصورة الاقتصادية المتكاملة، كانت الدولة هي المحرك والمحفز الأساس للاقتصاد الوطني، وقد تحملت موازنة الدولة العبء الرئيسي في قيادة العملية التنموية في البلاد، بما في ذلك الاستثمار في الكثير من المشاريع

(1) - وعد المشهداني، السياسة المالية والإصلاحات الهيكلية، مقال منشور على الموقع الإلكتروني:

<http://www.ahewar.org/debat/show.art.asp?aid=132693>

الكبرى، في مجال الاتصالات والتعديل والنقل والطاقة والمياه، إلى أن انتهجت الدولة مقاربة الخوصصة لكثير من تلك المرافق وفق سبل بيع الأصول ومبادلة الديون، وجذب الاستثمارات الخارجية والمحلية، وبالرغم من اعتماد الأردن منذ نشأته على المساعدات الخارجية التي تنوعت مصادرها الدولية، إلا أن المديونية الداخلية والخارجية كانت دوما روافد مكملة لتغطية النفقات الرأسمالية والجارية للبلاد.

المطلب الثاني: سياسة الإنفاق العام في الأردن

لقد شكلت برامج التصحيح الهيكلي منعرجا حاسما في الاقتصاد الأردني، الأمر الذي انعكس على المتغيرات الاقتصادية الكلية، بما فيها النفقات العامة، كذلك التغير في الفلسفة الاقتصادية الأردنية وتوجهاتها خلال حقبة التسعينات أثر على الإنفاق العام سواء في وزنه النسبي على مستوى الاقتصاد الوطني، أو في نمطه، أو في هيكله، وهو ما سنوضحه في العناصر الموالية.

الفرع الأول: تصنيف النفقات العامة في الأردن.

لقد شكلت برامج التصحيح الهيكلي منعرجا حاسما في الاقتصاد الأردني، الأمر الذي انعكس على المتغيرات الاقتصادية الكلية، بما فيها النفقات العامة، كذلك التغير في الفلسفة الاقتصادية الأردنية وتوجهاتها خلال حقبة التسعينات أثر على الإنفاق العام سواء في وزنه النسبي على مستوى الاقتصاد الوطني، أو في نمطه، أو في هيكله، وهو ما سنوضحه في العناصر الموالية.

أولا: النفقات الجارية

النفقات الجارية هي تلك النفقات الضرورية لسير الجهاز الحكومي، وتمكينه من أداء الخدمات، وتنفيذ المشاريع، وتشمل هذه النفقات أساسا على ما يلي: (1)

1- المجموعة (21): تشمل على:

● تعويضات العاملين: يندرج ضمنها:

- رواتب الموظفين المصنفين.

- رواتب الموظفين غير المصنفين.

- رواتب الموظفين بعقود.

- أجور العمال.

- علاوة غلاء المعيشة الشخصية.

- علاوة غلاء المعيشة العائلية.

(1) - دليل النفقات والإيرادات الأردنية ، دليل صادر عن دائرة الموازنة العامة الأردنية، أنظر الموقع الإلكتروني:

- العلاوة الأساسية.
- العلاوة الفنية.
- علاوة الاختصاص.
- علاوة العمل الاضافي.
- العلاوة الاضافية.
- علاوات أخرى وعلاوة النقل.
- بدل التنقلات.
- علاوة الميدان.
- مكافآت الموظفين.
- مساهمات الضمان الاجتماعي.
- 2- المجموعة (22):** تشمل على⁽¹⁾:
 - استخدام السلع والخدمات: يندرج ضمنها :
 - الايجارات.
 - الهاتف والتلكس والبرق والبريد.
 - الماء والكهرباء والمحروقات.
 - صيانة الآلات والآثاث والسيارات ولوازمها.
 - صيانة واصلاح الأبنية ولوازمها.
 - مطبوعات ولوازم مكتبية ومواد وخامات.
 - التنظيفات ولوازمها.
 - التأمين والسفر في المهمات الرسمية.
 - مصروفات وسلع وخدمات أخرى.
- 3- المجموعة (24):** الفوائد.
- 4- المجموعة (25):** الاعانات.
- 5- المجموعة (26):** الدعم والمنح.
- 6- المجموعة (27):** المنافع الاجتماعية ويندرج ضمنها التقاعد والتعويضات والمساعدات الاجتماعية.

(1) دليل النفقات والإيرادات الأردنية ، مرجع سابق، أنظر الموقع الالكتروني:

7- المجموعة (28): نفقات أخرى جارية.

8- المجموعة (31): أصول غير مالية.

والشكل الموالي يسمح لنا بتلخيص مختلف أبواب النفقات الجارية في الموازنة العامة الأردنية.

شكل رقم (21): أصناف النفقات الجارية في الأردن.



المصدر: من تلخيص الطالبة بناء على المعلومات السابقة

تجدر الإشارة هنا إلى أن النفقات الجارية في الأردن يسيطر عليها على نحو كبير وبنسبة تزيد على الثلثين الرواتب، والتعويضات المرتبطة بها من ناحية، ونفقات الجهاز العسكري من ناحية أخرى.

ثانياً: النفقات الرأسمالية

يقصد بها تلك النفقات التي تؤدي إلى زيادة رأس المال القومي، والتي تؤثر في تحريك النشاط الاقتصادي، وتنقسم النفقات الرأسمالية في الأردن إلى⁽¹⁾:

تعويضات العاملين: تتضمن:

(1) - دليل النفقات والإيرادات الأردنية ، مرجع سابق، أنظر الموقع الإلكتروني:

<http://www.gbd.gov.jo/gbd/Uploads/Files/BudgetEvidence/ExpendituresAndRevenues2009.pdf>

1- المجموعة (21): تتضمن كلا من:

- الرواتب والأجور والعلاوات.
- مساهمات الضمان الاجتماعي.

2- المجموعة (22): استخدام السلع والخدمات تشتمل على:

- صيانة واصلاح المباني والمرافق.
- نفقات ادامة وتشغيل.

3- المجموعة (26): الدعم والمنح (لوحداث حكومية عامة ورأسمالية)

4- المجموعة (28): نفقات أخرى تشتمل على نفقات الدراسات والأبحاث والاشارات

5- المجموعة (31): أصول غير مالية تنقسم إلى:

- مباني وأشغال وانشاءات.
- معدات وآلات وأجهزة.
- مركبات وآليات.
- أصول ثابتة أخرى.
- مخزونات.
- أراضي.

والشكل الموالي يسمح لنا بتخليص مختلف أصناف النفقات الرأسمالية في الأردن

شكل رقم (22): أصناف النفقات الرأسمالية في الأردن.



المصدر: من تليخيص الطالبة بناءا على المعلومات السابقة.

الفرع الثاني: تطور مؤشر النفقات العامة في الأردن (خلال الفترة 1990-2014)

عرف الانفاق العام في الأردن تغييرات كبيرة سواء من حيث تركيبته وهيكله ونسبته إلى الناتج المحلي الاجمالي، ومن أجل تتبع مسار تطور النفقات العامة في الأردن طيلة الفترة (1990-2014) ندرج الجدول الموالي:

جدول رقم (06) : تطور النفقات العامة في الأردن (خلال الفترة 1990-2014)

الوحدات(مليون دينار أردني، %)

السنة	الإنفاق العام	النسبة ل GDP	نسبة التغير السنوي	النفقات الجارية	نسبة التغير السنوي	النفقات الرأسمالية	نسبتها من الإنفاق العام
1990	1120,1	40,6	—	841,4	75,1	278	/
1991	1234,3	41,7	10,2	904	73,2	330,3	7,4
1992	1372,5	38	10,1	1019,8	74,3	352,7	12,8
1993	1411,6	36,3	2,8	1119,4	79,3	292,2	9,7
1994	1587,8	36,4	12,5	1211,6	76,3	376,2	8,2
1995	1693,9	35,9	6,7	1309,5	77,3	384,4	8,0
1996	1789,6	36,4	5,6	1379,3	77	410,3	5,3
1997	1952	38	9,1	1524,8	78,1	427,2	10,5
1998	2087,7	37,2	7	1644,6	78,7	443,1	7,8
1999	2039,5	35,3	-2,3	1643,1	80,5	396,4	-0,09
2000	2187,1	36,5	7,2	1851,3	84,6	335,8	12,6
2001	2316,3	36,4	5,9	1912,5	82,5	403,8	3,3
2002	2396,2	35,3	3,4	1899,9	79,2	496,3	-0,6
2003	2809,8	38,9	17,3	2163,7	77	646,1	13,8
2004	3180,5	39,3	13,2	2377,8	74,7	802,7	7,7
2005	3538,9	39,6	11,3	2908	82,1	630,9	14,3
2006	3912,2	35,3	10,5	3118,1	79,7	794,1	14,3
2007	4586,5	36,4	17,2	3743,9	81,6	842,6	11,2
2008	5431,9	33,7	18,4	4473,4	82,3	958,5	15,3
2009	6030,5	40	11	4586	76	1444,5	26,1
2010	5708	30,4	-5,3	4746,6	0,8316	961,4	16,8
2011	6801,8	45,5	19,2	5739,5	0,8438	1057,1	15,6
2012	6878,2	31,3	1,2	6202,8	90,1	675,4	9,8
2013	7065,4	29,6	2,7	6056,1	85,7	1015,0	14,4
2014	7852,9	30,8	12	6716,6	85,5	1136,3	14,5

المصدر: • بيانات إحصائية سنوية لقطاع المالية العامة " خمسين عاما"، موقع البنك المركزي الأردني، أنظر الموقع

الإلكتروني: <http://www.cbj.gov.jo/arabic> (2011-1990).

• التقرير السنوي للمالية العامة لسنة 2014، موقع البنك المركزي الأردني، أنظر الموقع الإلكتروني:

<http://www.cbj.gov.jo/arabic> (2014-2012).

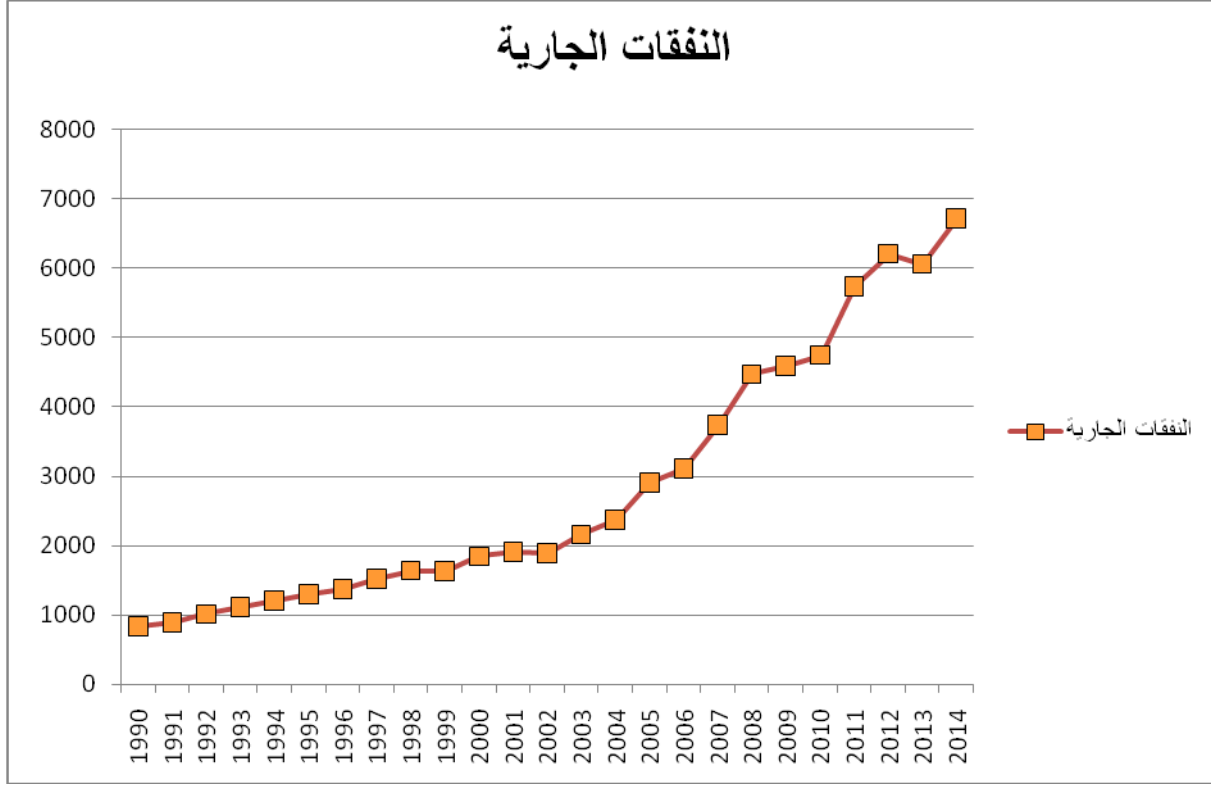
• تم احتساب النسب من طرف الطالبة.

وفي العناصر الموائية نقوم بتحليل مختلف العناصر المكونة للجدول أعلاه:

أولاً- تطور النفقات الجارية

من أجل رصد التطورات التي شهدتها النفقات الجارية في الأردن ندرج الشكل التالي:

شكل رقم(23): تطور النفقات الحكومية الجارية في الأردن(خلال الفترة 1990-2014)



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على البرنامج الإحصائي Excel ومعطيات الجدول رقم(06)

من خلال الجدول رقم(06) والشكل أعلاه، نلاحظ مايلي:

- يشكل الإنفاق الجاري نسبة كبيرة تصل إلى 80% من إجمالي الإنفاق العام الأردني، مقارنة بالإنفاق الرأسمالي الذي لايتجاوز 20% من النفقات الحكومية الاردنية.
- نلاحظ تزايد النفقات الجارية بشكل مستمر إذ ارتفعت من 841.4 مليون دينار أردني سنة 1990 إلى 6716.6 مليون دينار أردني خلال سنة 2014 ، ويعود السبب الرئيسي في تزايد النفقات الجارية الأردنية إلى مايلي⁽¹⁾:

✓ زيادة فاتورة الأجور(تعويضات العاملين وتعويضات العسكريين)، بنسب تجاوزت معدلات النمو الحقيقي في المملكة خاصة منذ بداية سنة 2006، بالرغم من أن الحكومة قد أقرت سياسة التعيين

(1)- مخلد العمري، أثر الإنفاق الحكومي على النمو الاقتصادي، بحث صادر عن منتدى الاستراتيجيات الأردني، أنظر

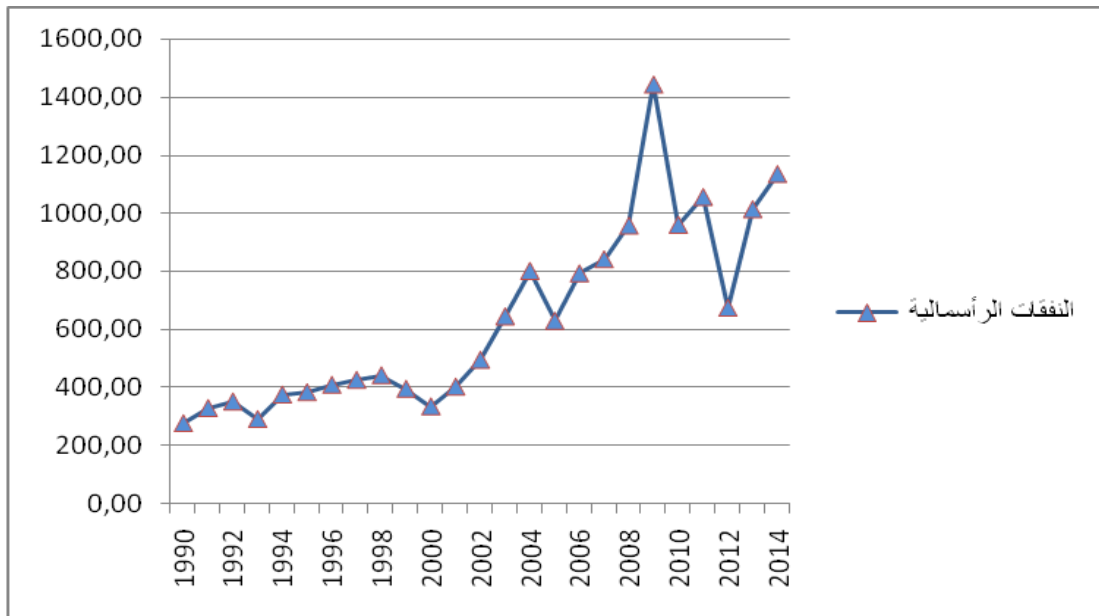
وملئ المناصب الشاغرة فقط، إلا أن وجود بعض الاستثناءات في بعض القطاعات كالصحة والتعليم أدت إلى التقليل من فاعلية تطبيق هذه السياسة وارتفاع فاتورة الأجور.

✓ زيادة مخصصات الإنفاق العسكري حيث يبلغ الإنفاق العام على الجهاز العسكري في الأردن تقريبا 9.6% من الناتج المحلي الإجمالي مقابل 6% في دول شمال إفريقيا والشرق الأوسط، الأمر الذي ترتب عنه خلل واضح في هيكل وتركيبية النفقات العامة.

ثانيا- تطور النفقات الرأسمالية في الأردن (خلال الفترة 1990-2014)

نحاول في الجزء الموالي رصد مختلف التغيرات التي عرفتھا النفقات الرأسمالية في الأردن كمايلي:

شكل رقم(24): تطور النفقات الرأسمالية في الأردن (خلال الفترة 1990-2014)



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على البرنامج الإحصائي Excel ومعطيات الجدول رقم (06)

من خلال الشكل رقم (25) والجدول رقم (06) نلاحظ ما يلي:

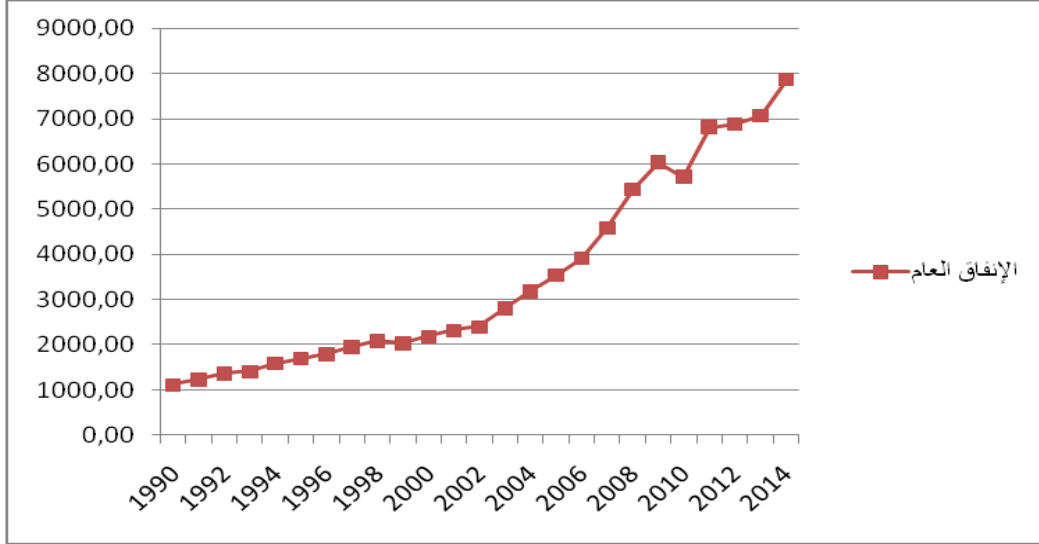
- يشكل الإنفاق الرأسمالي نسبة ضئيلة من إجمالي النفقات العام مقارنة بالنفقات الجارية، حيث لا يتجاوز الانفاق الرأسمالي 7,26 % من إجمالي الإنفاق العام.
- بشكل عام عرفت النفقات الرأسمالية تزيادا طيلة معظم سنوات الدراسة (1990 - 2014)، حيث ارتفع الانفاق الرأسمالي من 278 مليون دينار أردني خلال سنة 1990 إلى 1136.3 مليون دينار أردني خلال سنة 2014.
- خلال سنة 2014 ارتفعت النفقات الرأسمالية بمقدار 115.3 مليون دينار أردني عن مستواها في سنة 2013 لتبلغ 1136.3 مليون دينار أردني، وقد شكلت النفقات الرأسمالية ذات الطبيعة الجارية ما

نسبته 4,33 من النفقات الرأسمالية، وقد شكل بند المباني والانشاءات ما نسبته 38.7% وتوزعت النسبة الباقية والبالغة 20.1 % على البنود الأخرى ومن أهمها الأجهزة والمعدات والتأثيث.⁽¹⁾

ثالثاً: تطور إجمالي النفقات العامة في الأردن (خلال الفترة 1990-2014)

من أجل تتبع التطورات التي لحقت بالنفقات العامة في الأردن ندرج الشكل التالي:

شكل رقم (25): تطور النفقات العامة في الأردن (خلال الفترة 1990-2014)



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على البرنامج الإحصائي Excel ومعطيات الجدول رقم (06) من خلال الأرقام الواردة في الجدول أعلاه يتضح لنا نا يلي:

• خلال الفترة [1990-1998] نلاحظ زيادة مستمرة في النفقات العامة بمعدلات تغير سنوية تتراوح بين 8,2% كأدنى نسبة سجلت في سنة 1993 و 12,4% كأقصى نسبة سجلت في عام 1994، كما تميز الإنفاق العام كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي بالثبات خاصة خلال السنوات (93-94-96).

• في سنة 1999 انخفض إجمالي الانفاق العام إلى 2039.5 مليون دينار أردني وبمعدل تغير سنوي سالب بلغ 3,2 % وفي الوقت ذاته انخفض الإنفاق العام كنسبة للناتج المحلي إلى 2,35% .

• [من 2000 - 2009] واصل الإنفاق العام التزايد وبمعدلات تغير سنوية مرتفعة مقارنة بالسنوات الأولى وقد تأرجحت نسبة التغير ما بين 4,3 % كأدنى نسبة (سجلت في عام 2002) و 18,4% كأعلى نسبة (سجلت في عام 1998) أما الإنفاق العام كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي فقد بقي ثابتا مقارنة بالسنوات السابقة حيث تراوحت نسبته بين 35.6 % و 39.6% .

(1)- التقرير السنوي للمالية العامة، سنة 2014، تقرير صادر عن البنك المركزي الأردني، أنظر الموقع الالكتروني:

- خلال سنة 2010 سجل الانفاق العام انخفاضا مقدرا بـ 0،5908 مليون دينار أردني مقارنة بالسنوات السابقة وبنسبة تغير سنوي سالب تقدر بـ 3،5% وفي الوقت ذاته فقد انخفضت نسبة الإنفاق العام للنتاج المحلي الاجمالي إلى 4،30% .
- [من 2011- 2013] حدوث زيادة كبيرة في النفقات العامة لتصل إلى 4،7065 مليون دينار أردني وبمعدلات تغير سنوية تأرجحت بين 2،1% و 19% بسبب الأجواء السائدة في المنطقة أو ما يسمى بتداعيات الربيع العربي.
- من سنة 2011-2014: حدوث زيادة كبيرة في النفقات العامة لتصل إلى 7852.9 مليون دينار أردني.

وبشكل عام يمكن القول أن الإنفاق العام في الأردن قد تطور بنسبة كبيرة جدا من سنة 1990 (1120.1 مليون دينار أردني) إلى سنة 2014 (7852.9 مليون دينار أردني) وهذا بسبب ارتفاع فاتورة الأجور وزيادة قيمة الدعم الحكومي المقدم لبعض السلع والخدمات وخصوصا تمويل فاتورة الطاقة في السنتين (2010 و 2011) بعد انقطاع الغاز المصري، كذلك يمكن القول أن نسبة الإنفاق العام من الناتج المحلي الإجمالي تفوق بكثير النسبة المثلى، وهي كما تشير إليها الدراسات الاقتصادية تتحقق عند ما نسبته 15% عند غالبية الدول أو في المدى (10%-20%) حيث تكون فعالية الإنفاق العام أقصاها في التأثير على النمو الاقتصادي، حيث تتراوح نسبة الإنفاق العام بين 30% إلى 41%⁽¹⁾.

المطلب الثاني: السياسة الضريبية في الأردن

نظرا لأهمية الدور الذي يلعبه النظام الضريبي في تدعيم إيرادات أي دولة، وتمويل خزينتها العامة وإدخالها في النشاط الاقتصادي، فقد أصبحت مسألة الضرائب التي تفرضها الحكومات على الأفراد والمؤسسات بهدف تمويل نفقاتها وتمويل القطاعات التي تنفق عليها من أهم القضايا التي تهم صناع القرار في السياسة الاقتصادية، لأنه بقدر ما يكون النظام الضريبي فعالا بقدر ما تكون الانعكاسات ايجابية على الاقتصاد الوطني، بالنسبة للأردن انتهج عملية إصلاح شاملة لنظامه الضريبي من أجل تحقيق التوازن في العبء الضريبي على المواطنين وقطاع الأعمال، وتسهيل اجراءات دفع الضريبة، ومواكبتها وتحصيلها، ومواكبة أحدث الأنظمة الضريبية التي تركز على جذب الاستثمارات، وتحقيق النمو الاقتصادي بدلا من كونها أداة للحماية فقط، لذلك سنحاول من خلال هذا المطلب رصد أهم التطورات التي شهدتها الضرائب في الأردن.

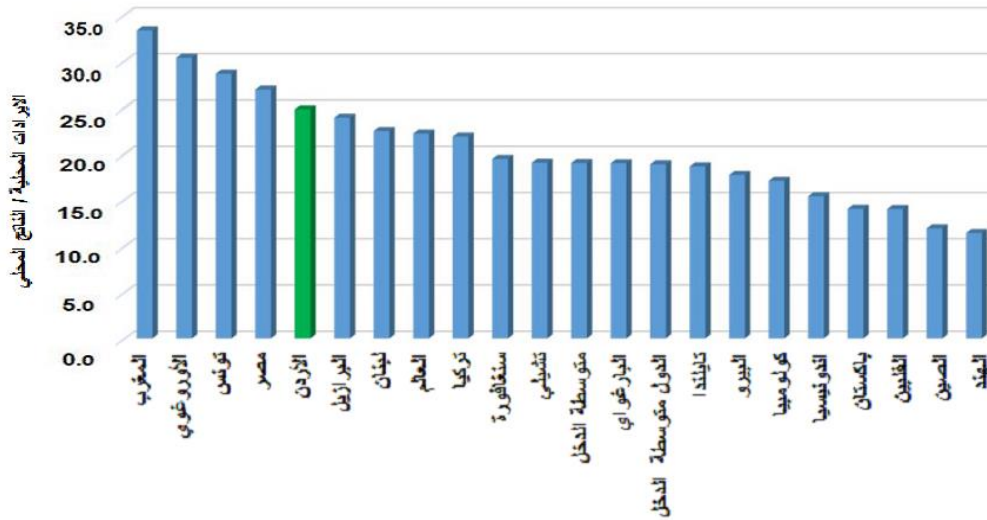
(1) - الموزانة العامة: 2012-2013 تحليل نقدي، تقرير صادر عن مركز الدراسات الاستراتيجية الأردني، ماي 2013،

أنظر الموقع الالكتروني: <http://www.jcss.org>

الفرع الأول: النظام الضريبي الأردني - خصائصه ومميزاته -

يعتبر الأردن من الدول ذات الإيرادات العالية نسبة للنتاج المحلي الإجمالي، مقارنة بالدول المشابهة له في الظروف (محدودية الدخل والثروات الوطنية)، حيث تشكل الإيرادات المحلية ما يقارب 24.8 % من الناتج المحلي الإجمالي، يعلوها من الدول العربية مصر و تونس، وهذه النسبة عالية مقارنة مع دول أخرى مثل: الهند، تركيا، كما يوضحه الشكل أدناه.

شكل رقم (26): نسبة الإيرادات المحلية إلى الناتج المحلي الإجمالي



المصدر: حازم رحاحلة، من يمول الموازنة العامة؟، ملخص تنفيذي صادر عن معهد الاستراتيجيات الأردني، 2013،

أنظر الموقع الإلكتروني: <http://www.jsf.org/ar>

يعتمد هيكل الإيرادات العامة في الأردن بشكل كبير على الضرائب، ويتميز الهيكل الضريبي الأردني كغيره من الهياكل الضريبية في الدول النامية بمجموعة من الخصائص الرئيسية التي تمثل انعكاسات للأهداف الاقتصادية والاجتماعية، والسياسية، ضمن غطاء مالي واقتصادي وهيكل ضريبي يعبر عنه بمجموع الضرائب، ومن أبرز خصائص الهيكل الضريبي في الأردن ما يلي:

- مرونة الهيكل الضريبي، ويقصد بها القدرة على تغيير نسبة الضريبة المفروضة،⁽¹⁾ أو فرض ضرائب جديدة تتناسب مع معدلات النمو الاقتصادي، وتفسر مرونة الهيكل الضريبي في الأردن في أنه يعتمد على مجموعة لامتعددة من الضرائب المباشرة وغير المباشرة، وليس على نظام الضريبة الواحدة، ويساعد هذا التنوع في المحافظة على الاستقرار الاقتصادي، وتوفير حصيلة من الإيرادات الضريبية يمكن الاعتماد عليها في تغطية أعباء الانفاق العام في مختلف الظروف الاقتصادية وفي أي وقت،

(1)- رأفت سلامة سلامة، أحمد يوسف كلبونة، العوامل المؤثرة على قرار مقدري دائرة ضريبة الدخل والمبيعات دراسة

استطلاعية لمقدري دائرة ضريبة الدخل والمبيعات في الأردن، مجلة الجامعة الإسلامية، العدد 1، فلسطين، جانفي 2011،

كما يساعد تنوع الضرائب على سلامة السياسات النقدية والمالية.

- ارتفاع الأهمية النسبية للضرائب غير المباشرة حيث تشكل المورد الرئيسي للإيرادات العامة.
- يصرف 9% من الإيرادات الضريبية على الصحة، 26% على الأمن والدفاع.
- تبلغ نسبة الإيرادات الضريبية من الناتج المحلي الإجمالي في الأردن 1,20% (تستحوذ الحكومة على 20 دينار من كل 100 دينار يتجه للاقتصاد الأردني)، بينما تبلغ النسبة في الدول الاسكندنافية حوالي 45%، في بريطانيا 39% مقابل 32.5% في تركيا، في أمريكا تبلغ حوالي 27% وفي مصر 15.8%، أما لبنان 14.8%.
- ما يزيد عن 95% من الأردنيين غير خاضعين لضريبة الدخل على الأفراد.
- تشكل ضرائب الدخل من الشركات 80% من مجموع الضرائب على الدخل والأرباح. (1)
- تكلف الاعفاءات والحوافز الاستثمارية للحكومة حوالي 2.8 مليار دينار سنوياً.
- يقدر نسبة التدقيق على الاقرارات الضريبية بـ 38% مقارنة بالنسبة العالمية المثلى وهي 5%.

الفرع الثاني: مكونات الهيكل الضريبي الأردني

أبدت الحكومة الأردنية اهتماماً بالغاً بعملية الإصلاح الاقتصادي وخصوصاً بعد توقيع اتفاقية التجارة الحرة مع الاتحاد الأوروبي في عام 1997، ومن ثم الانضمام إلى منظمة التجارة العالمية في سنة 2000، بالإضافة إلى الانضمام إلى منطقة التجارة الحرة العربية الكبرى. (2)

وقد لاحظت الحكومة الأردنية أن التهرب الضريبي هو قاعدة منتشرة بين المواطنين بسبب عبء الضرائب العالية، فضلاً عن الإجراءات المعقدة لانجاز عملية التراخيص وتسجيل الشركات فوضعت المملكة إستراتيجية شاملة لإصلاح النظام الضريبي بهدف تحقيق التوازن في العبء الضريبي على المواطنين وقطاع الأعمال، وتسهيل اجراءات دفع الضريبة وتحصيلها ومواكبة أحدث النظم الضريبية التي تركز على جذب الاستثمارات، ومن أهم الاجراءات التي وردت في خطة الاصلاح:

- اعتماد رقم ضريبي موحد للمكلف الواحد، وانشاء وحدة إدارية خاصة بكبار المكلفين في أواخر عام 2004.

- انشاء مكاتب لصغار المكلفين وعدة مكاتب الفئة المتوسطة من المكلفين خلال عام 2005.

(1) - النظام الضريبي الأردني، دراسة صادرة عن معهد الاستراتيجيات الأردني، 2013، ص4، أنظر الموقع الالكتروني:
<http://www.jsf.org/ar>

(2) - ريماء الترك العريس، دور الضريبة في الإيرادات الحكومية في دول مختارة خلال الفترة 2001-2006، بحث مقدم إلى اجتماع اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الاسكو)، منشور على الموقع الالكتروني:

- الربط الالكتروني لمكاتب ضريبة الدخل في المملكة في مطلع عام 2006.
- دمج دائرة ضريبة الدخل والضريبة العامة في المبيعات، ثم دمج دائرة الجمارك مع هذه الدائرة في عام 2007. (1)

ويتضمن النظام الضريبي الأردني حزمة كبيرة من الضرائب نستعرضها بشيء من التفصيل في العناصر المالية.

أولاً: الضرائب المباشرة

يمكن تصنيف الضرائب المباشرة في الأردن حسب دليل الإيرادات العامة لسنة 2008 الصادر عن دائرة الموازنة العامة إلى ما يلي:

1- ضريبة الدخل: تتضمن ما يلي: (2)

- الأفراد: تستوفي بموجب المادة (1/16) من قانون ضريبة الدخل رقم (25) لسنة 2001 م قانون معدل لقانون ضريبة الدخل ويقرأ مع القانون رقم (7) لسنة 1985م وتعديلاته حسب النسب التالية:

أ- تستوفي الضريبة عن الدخل الخاضع لأي شخص طبيعي حسب لفئات التالية:

- عن كل دينار من الـ (2000) الأولى (5%).
- عن كل دينار من الـ (4000) التالية (10%).
- عن كل دينار من الـ (8000) التالية (20%).
- عن كل دينار مما تلاها (25%).

- **ضريبة الخدمات الاجتماعية:** تستوفي بموجب المادة (4) من نظام اقتطاعات ضريبة الدخل رقم (7) لسنة 2003م صادر بالاسناد الى البند (2) من الفقرة (أ) من المادة (49) من قانون ضريبة الدخل رقم (57) لسنة 1985، تقتطع ضريبة الخدمات الاجتماعية بصورة مستقلة عن اقتطاع ضريبة الدخل وبنسبة (10%) منها.

- **الشركات المساهمة:** تستوفي بموجب المادة (16) من قانون ضريبة الدخل رقم (25) لسنة 2001 قانون معدل لقانون ضريبة الدخل ويقرأ مع القانون رقم (57) لسنة 1985 وتعديلاته حسب النسب التالية:

✓ تستوفي الضريبة من الدخل الخاضع للضريبة لأي شخص معنوي أو شركة على النحو التالي:

- (1)- **الخطة الإستراتيجية للأعوام 2008-2011**، نشرة تعريفية صادرة عن دائرة ضريبة الدخل والمبيعات الأردنية،

أنظر الموقع الالكتروني: <http://www.gbd.gov.jo/web/Default.aspx>

- (2)- **دليل النفقات والإيرادات الأردنية**، دليل صادر عن دائرة الموازنة العامة الأردنية، أنظر الموقع الالكتروني:

<http://www.gbd.gov.jo/web/Default.aspx>

- بنسبة (15%) من الدخل المتأتي من أي مشروع في كل من القطاعات التالية:
 - التعدين.
 - الصناعة.
 - الفنادق.
 - المستشفيات.
 - النقل.
 - ✓ المقاولات الانشائية.

- بنسبة (35%) من الدخل الخاضع للضريبة المتأتي للبنوك والشركات المالية.
 - ✓ بنسبة (25%) من الدخل الخاضع للضريبة المتأتي:
 - أ- لشركات التأمين.
 - ب- للصرافة والوساطة.
 - ت- للاتصالات.

ث- الخدمات والشركات التجارية والشركات الاخرى بمختلف أنواعها
ج- لأي شخص معنوي آخر.

2- **ضريبة التوزيع:** تستوفي بموجب المادة رقم (17) من قانون ضريبة الدخل رقم (57) لسنة 1985

المعدل رقم (14) لسنة 1995 وتستوفي بنسبة (10) من أرباح الأسهم، وحصص الأرباح الموزعة من قبل الشركة التي استوفيت الضريبة من دخلها الخاضع للضريبة بموجب أحكام القانون. (1)

3- **الضرائب على المعاملات المحلية الأخرى:** يعتبر هذا النوع من الضرائب المباشرة غير المصنفة في

مكان آخر، وهي الضرائب المفروضة من قبل الدولة ولقترات منتظمة، على الأموال وعلى صافي أو إجمالي ممتلكات المنشآت والهيئات الخاصة التي لا تهدف إلى الربح، وكذلك الضرائب المفروضة على اقتناء أو استخدام السلع من قبل الأفراد وتشمل:

- الضريبة الإضافية على كميات الكهرباء المستهلكة وتستوفي بواقع (فلس واحد) عن كل كيلو واط من كميات الكهرباء المستهلكة.

- ضريبة تذاكر السفر بالجو وتحصل بنسبة (5%) من قيمة تذكرة السفر بالجو المبيعة داخل المملكة.

(1)- دليل النفقات والإيرادات الأردنية ، مرجع سبق ذكره، أنظر الموقع الإلكتروني:

- الضريبة الإضافية على معاملات دائرة الأراضي والمساحة، وتستوفي بنسبة (10%) من رسوم وتسجيل الأراضي.

- الضريبة الإضافية على رخص السواقين وتستوفي بنسبة (10%) من قيمة الرخصة.

- الضريبة الإضافية على عقود التأمين وتحصل بنسبة (10%) من قيمة بوالص التأمين، ما عدا التأمين على الحياة.

4- **ضريبة المغادرون:** تستوفي بموجب المادة (7) من قانون الضريبة الاضافية وتعديلاته رقم (28) لسنة 1969 والمادة (2) من تعليمات استيفاء وتوريد الضريبة الاضافية على المغادرين والسيارات رقم (2) لسنة 2007.

المادة (7):

أ- يستوفي عن كل مسافر أردني يغادر المملكة ضريبة على النحو التالي:

1- ثمانية دنانير عن كل سفرة بطريق البر أو البحر

2- عشرون دينار عن كل سفرة بطريق الجو

ب- تستوفي عن كل مسافر غير أردني يغادر المملكة ضريبة على النحو التالي:

1- خمسة دنانير عن كل سفرة بطريق البر أو البحر.

2- عشرون دينار عن كل سفر بطريق الجو⁽¹⁾.

ثانيا: الضرائب غير المباشرة في الأردن

ينحاز النظام الضريبي الأردني بشكل كبير نحو الضرائب غير المباشرة التي تشمل ما يلي:

1- **الضريبة العامة على المبيعات:** في منتصف عام 1994 تم إلغاء ضريبة الاستهلاك والاستعانة

عنها بالضريبة العامة على المبيعات، التي بدأت بنسبة 7% على جميع السلع المحلية والأجنبية

وبعض الخدمات، وفي عام 1995 تم رفع نسبة الضريبة من 7 إلى 10% ثم دخل القانون المعدل

للعام 2000 حيز التنفيذ في بداية عام 2001، وتم تحويل ضريبة السلع والخدمات على ضريبة

القيمة المضافة (UTA)، كانت الأهداف المرجوة من هذه الإجراءات هي: ⁽¹⁾

- تحقيق المزيد من المرونة في الهيكل الضريبي.

- تعزيز الاستقرار في بيئة الأعمال المحلية.

(1)- رأفت سلامة وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص1321.

(2)- التهرب الضريبي في الأردن أسبابه وطرقه وحجمه، تقرير صادر عن المجلس الاقتصادي والاجتماعي الأردني،

الأردن، 2014، ص21، أنظر الموقع الالكتروني: ww.esc.jo/download3.aspx?id=Report1w

- تحقيق العدالة الاقتصادية من خلال ربط الانفاق الاستهلاكي وأنماط مع العبء الضريبي.
 - توسيع نطاق تمويل النفقات العامة باستخدام الإيرادات المحلية حيث تم فرض ضريبة السلع والخدمات على مصنعي الخدمات ومقدميها ومنتجي السلع الخاضعة لضريبة خاصة.
- وبالنسبة لقانون الضريبة على المبيعات المؤقت الذي تم إقراره في سنة 2009 فيتضمن حد التسجيل لضريبة المبيعات للقطاع التجاري (75 ألف دينار)، للقطاع الصناعي (50 ألف د)، للقطاع الخدمي 30 ألف دينار)، معناه أن كل من بلغت مبيعاته حد التسجيل خلال 12 شهر متتالية أو أي جزء منها يصبح ملزماً بالتسجيل في شبكة الضريبة العامة على المبيعات.

2- الرسوم الجمركية ورسوم الاستيراد الأخرى: تتضمن مايلي⁽²⁾:

- الرسوم الجمركية: تستوفى بموجب قانون الجمارك وتعديلاته رقم (20) لسنة 1998م وفقاً لجدول التعريفات الجمركية المعمول به على معظم السلع والبضائع المستوردة وقانون توحيد الرسوم والضرائب التي تستوفى عن البضائع المستوردة والمعاد تصديرها وتعديلاته رقم (7) لسنة 1997، والأنظمة الصادرة بمقتضاها على السلع المنتجة محلياً والمستوردة .

- الغرامات والمصادرات الجمركية: تستوفى بموجب قانون الجمارك وتعديلاته رقم (20) لسنة 1998م وتشمل الغرامات و المصادرات المنصوص عليها في هذا القانون وتعديلاته إضافة إلى الغرامات المنصوص عليها بقانون الضريبة العامة على المبيعات رقم (6) لسنة 1994م وتعديلاته .

الفرع الثالث: تطور الإيرادات الضريبية في الأردن (خلال الفترة 1990-2014)

سنركز على تطور الإيرادات الضريبية في الأردن وذلك طيلة الفترة (1990-2014)، كما يوضحه

الجدول الموالي:

(1)- التهرب الضريبي في الأردن أسبابه وطرقه وحجمه، تقرير صادر عن المجلس الاقتصادي والاجتماعي الأردني،

الأردن، 2014، ص21، أنظر الموقع الإلكتروني: www.esc.jo/download3.aspx?id=Report1w

(2)- دليل النفقات والإيرادات الأردنية، دليل صادر عن دائرة الموازنة العامة الأردنية، أنظر الموقع الإلكتروني:

<http://www.gbd.gov.jo/web/Default.aspx>

جدول رقم (07) : تطور الإيرادات الضريبية في الأردن (خلال الفترة 1990-2014)

الوحدات(مليون دينار أردني، %)

السنة	الضرائب	النسبة من الإيرادات العامة	نسبة التغير السنوي
1990	492	42.1	-
1991	530	36.5	7.7
1992	518	38.1	-2.3
1993	819	58.2	58.1
1994	883	57.4	7.8
1995	975	60.2	10.4
1996	1064	60.8	9.1
1997	997	61.5	-6.3
1998	1056	61.0	5.9
1999	1082	59.6	2.5
2000	1199	60.5	10.8
2001	1244	59.5	3.8
2002	1257	58.8	1.0
2003	1083,2	41.5	-13.8
2004	1428,8	48.3	31.9
2005	1765,8	57.7	23.6
2006	2133,5	61.5	20.8
2007	2472,1	62.2	15.9
2008	2758,1	54.1	11.6
2009	2879,9	63.7	4.4
2010	2986	64.0	3.7
2011	3062,2	56.6	2.6
2012	3351,4	66.3	9.4
2013	3652.4	63.4	8.9
2014	4037.2	55.5	10.5

المصدر: • بيانات إحصائية سنوية لقطاع المالية العامة " خمسين عاما"، موقع البنك المركزي الأردني، أنظر الموقع

الإلكتروني: <http://www.cbj.gov.jo/arabic> (2011-1990)

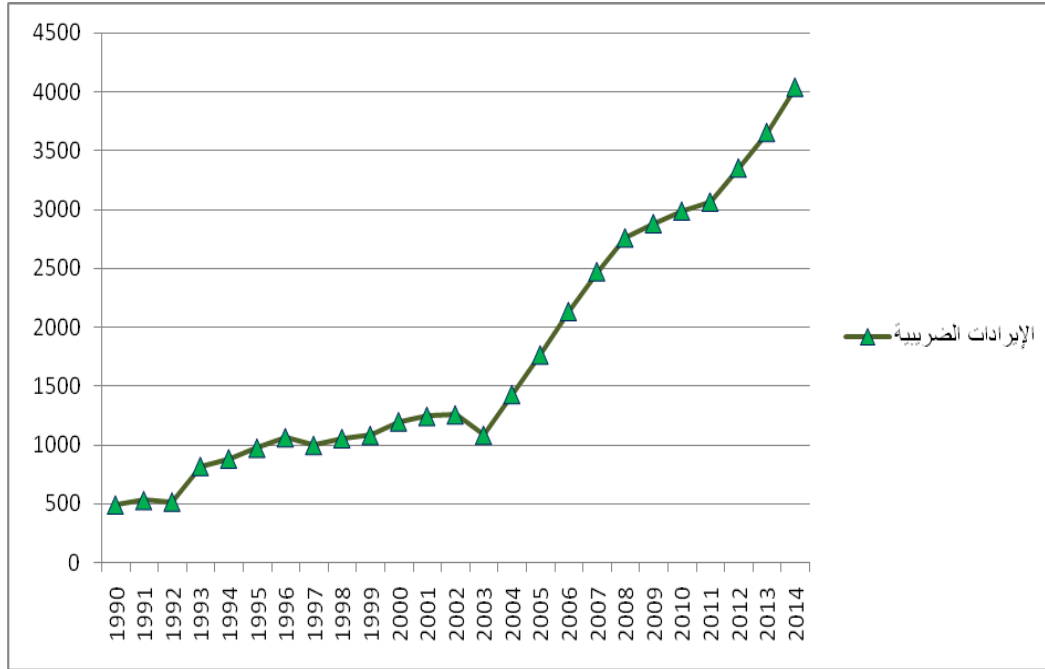
• التقرير السنوي للمالية العامة لسنة 2014، موقع البنك المركزي الأردني، أنظر الموقع الإلكتروني:

<http://www.cbj.gov.jo/arabic> (2014-2012).

• تم احتساب النسب من طرف الطالبة.

وبالاعتماد على معطيات الجدول رقم (07) يمكن ادراج الشكل الموالي:

شكل رقم (27): تطور الضرائب في الأردن (خلال الفترة 1990-2014)



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على البرنامج الاحصائي Excel ومعطيات الجدول رقم (07)

من خلال الشكل أعلاه والجدول رقم(07) نلاحظ أن الإيرادات الضريبية تشكل ما يفوق 50% من الإيرادات العامة في معظم السنوات، كما نلاحظ نمو الحصيلة الضريبية بشكل كبير حيث ارتفعت من 492 مليون دينار أردني سنة 1990 إلى 4037.2 مليون دينار أردني في سنة 2014، هذا وقد شهدت السنتان الأخيرتان تحسنا كبيرا في جانب الإيرادات العامة في الأردن، وذلك يعود إلى ارتفاع الإنفاق الاستهلاكي، والإجراءات الحكومية المتخذة كفرض ضريبة خاصة على مجموعة من السلع الكمالية (عطور، مواد تجميل، الجلد الطبيعي وغيرها)، ورفع الضريبة على الأجهزة الخلوية وخدمة الاشتراك.

المطلب الرابع: تطور الميزانية العامة في الأردن (خلال الفترة 1990-2014)

إن التطورات التي شهدتها النفقات العامة، والإيرادات العامة في الأردن واكبتها عدة تغيرات في الموازنة العامة، وفي هذا المطلب سنحاول التركيز على أهم التطورات التي شهدتها الموازنة العامة الأردنية والدين العام خلال الفترة (1990-2014).

الفرع الأول: تحديث الموازنة العامة في الأردن

أخذ الأردن بالموازنة العامة ونص عليها الدستور الأردني في عدة مواد، كذلك أكد على دور الموازنة

و أهميتها من خل عدة قوانين وأنظمة مالية، بما فيها النظام المالي للدولة الصادر في سنة 1951، والقانون الصادر في سنة 1962، والنظام المالي الصادر في سنة 1978.⁽¹⁾

خطى الأردن خطوات واسعة في مجال تطوير عملية إعداد الموازنة وتنفيذها بإتباعه أحدث الأسس والتصنيفات الدولية وبما يتلاءم مع الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية المحلية. حيث تم إدخال التحسينات على أسلوب وشفافية إعداد الموازنة وتصنيف النفقات والإيرادات، وتم البدء بتطبيق منهجية جديدة لربط الموازنة بالتخطيط الإستراتيجي وتبني مفهوم الموازنة الموجهة بالنتائج (ROB) ضمن إطار الموازنة متوسط المدى اعتباراً من عام 2008 وذلك عوضاً عن نهج الموازنة التقليدي. وكذلك تم في عام 2008 إقرار قانون جديد لتنظيم الموازنة العامة في الأردن بدلاً من القانون السابق لسنة 1962 لتصبح عملية إعداد الموازنة العامة وتنفيذها تعتمد على التخطيط المالي المستقبلي الذي يأخذ بعين الاعتبار الأهداف والأولويات الوطنية.⁽²⁾

كما تم تطبيق الإطار المالي متوسط المدى للارتقاء بآلية إعداد الموازنة العامة بحيث أصبح يغطي هذا الإطار ثلاث سنوات بدلاً من سنة واحدة لجميع بنود الإيرادات والنفقات بما يمكن الحكومة من رسم السياسة المالية وبناء الموازنة العامة للدولة ضمن رؤية مالية مستقبلية تساهم في تحقيق وضع مالي سليم في المدى المتوسط، بالإضافة إلى اعتماد خارطة حسابات جديدة تتوافق مع المعايير الدولية حيث تتضمن هذه الخارطة تصنيفات متعددة، جغرافية ووظيفية واقتصادية وتنظيمية وتمويلية، تساعد الإدارة المالية الحكومية على توفير تقارير تحليلية شاملة تلبي احتياجات مختلف الجهات المحلية والدولية، كما خطت الحكومة شوطاً واسعاً في مجال تنفيذ مشروع نظام إدارة المعلومات المالية الحكومية (GFMIS) والذي سيكون له انعكاسات إيجابية على مختلف مراحل دورة الموازنة العامة في الأردن .

الفرع الثاني: دورة الموازنة العامة في الأردن

تمر دورة الموازنة العامة في الأردن بأربعة مراحل رئيسية هي:

- المرحلة الأولى: إعداد الموازنة
- المرحلة الثانية: إقرار الموازنة
- المرحلة الثالثة: تنفيذ الموازنة
- المرحلة الرابعة: مراقبة تنفيذ الموازنة

(1)- أعاد محمود القيسي، مرجع سبق ذكره، ص 118.

(2)- دائرة الموازنة العامة الأردنية، التقرير السنوي السادس، سنة 2011، ص 10، أنظر الموقع الإلكتروني:

أولاً: إعداد الموازنة العامة في الأردن

في أواخر عام 2009، أقر رئيس الوزراء الجدول الزمني لمراحل إعداد الموازنة العامة في المملكة الأردنية ليتم تطبيقه اعتباراً من موازنة عام 2011 كما هو موضح أدناه :

جدول رقم(08): الجدول الزمني لمراحل إعداد الموازنة العامة في الأردن

التاريخ	الإجراء	الجهة المسؤولة
نهاية شهر جانفي	الطلب من الوزارات والدوائر الحكومية تزويد دائرة الموازنة العامة سنوياً بخلاصة حول سياسات وأولويات موازنتها خلال المدى المتوسط متضمنة كافة أنشطتها الجارية وخاصة المتعلقة بالموارد البشرية والنفقات التشغيلية بالإضافة إلى مشاريعها الرأسمالية وبيان مدى أهميتها والنتائج المتوخاة من تنفيذها.	دائرة الموازنة العامة
نهاية فيفري	قيام الوزارات والدوائر والوحدات الحكومية بتزويد دائرة الموازنة العامة بخلاصات الأولويات والسياسات.	كافة الوزارات والدوائر والوحدات الحكومية
منتصف مارس	إعداد ورقة شاملة سنوياً تتضمن أولويات وسياسات الحكومة للموازنة العامة خلال المدى المتوسط ورفعها إلى مجلس الوزراء.	وزارة المالية دائرة الموازنة العامة
نهاية مارس	مناقشة ورقة الأولويات والسياسات وإقرارها بعد إجراء التعديلات المطلوبة عليها.	مجلس الوزراء
بداية ماي	إعداد ورقة حول الإطار العام للموازنة العامة للمدى المتوسط متضمنة المؤشرات الاقتصادية الرئيسية الكلية للوضع الحالي والتوقعات المستقبلية للمدى المتوسط وكذلك تقديراً للنفقات العامة بشقيها الجارية والرأسمالية والإيرادات العامة بجانبها الإيرادات المحلية والمنح الخارجية وبالتالي عجز الموازنة سواء بعد المنح الخارجية أو قبلها بالأرقام المطلقة أو كنسبة من النتائج، ورفعها إلى مجلس الوزراء.	وزارة المالية دائرة الموازنة العامة
5 ماي	مناقشة الإطار العام للموازنة العامة للمدى المتوسط وإقراره بعد إجراء التعديلات المطلوبة.	مجلس الوزراء
منتصف ماي	الطلب من الوزارات والدوائر والوحدات الحكومية تزويد دائرة الموازنة العامة بمشروعات موازنتها للمدى المتوسط.	دائرة الموازنة العامة
منتصف جويلية	قيام الوزارات والدوائر الحكومية بتزويد دائرة الموازنة العامة بمشروعات موازنتها للمدى المتوسط.	كافة الوزارات والدوائر والوحدات الحكومية
منتصف آب	الانتهاء من دراسة مشروعات موازنت الوزارات والدوائر والوحدات الحكومية وإعداد إطار إنفاق متوسط المدى للوزارات والدوائر الحكومية وإطار متوسط المدى لموازنت الوحدات الحكومية.	دائرة الموازنة العامة

وزارة المالية دائرة الموازنة العامة	إعداد بلاغ الموازنة العامة متضمناً تحديد السقف الكلي للإنفاق العام والسقوف الجزئية لنفقات الوزارات والدوائر الحكومية على ضوء الإطار العام المحدث للموازنة متوسط المدى وإطار النفقات متوسط المدى.	نهاية أوت
مجلس الوزراء	إصدار بلاغ الموازنة العامة بعد إقراره.	مطلع سبتمبر
كافة الوزارات والدوائر والوحدات الحكومية	قيام الوزارات والدوائر والوحدات الحكومية بتزويد دائرة الموازنة العامة بمشروعات موازنتها للمدى المتوسط في ضوء بلاغ الموازنة.	20 سبتمبر
دائرة الموازنة العامة المجلس الاستشاري للموازنة العامة	إعداد الملامح والأبعاد الرئيسية لمشروع قانون الموازنة العامة وعرضه على المجلس الاستشاري للموازنة لمناقشته وإجراء أي تعديلات عليه.	منتصف أكتوبر
دائرة الموازنة العامة مجلس الوزراء	تقديم مشروع قانون الموازنة العامة لمجلس الوزراء لمناقشته وإقراره بعد إجراء التعديلات المطلوبة*.	20 أكتوبر
مجلس الوزراء	تقديم مشروع القانون إلى مجلس الأمة*.	نهاية أكتوبر
مجلس الأمة	مناقشة مشروع قانون الموازنة العامة وإقراره تمهيداً لصدور الإرادة الملكية السامية بالمصادقة عليه*.	نهاية ديسمبر

المصدر: دائرة الموازنة العامة الأردنية، التقرير السنوي السابع لسنة 2011، ص ص 23-24، أنظر الموقع الإلكتروني:

<http://www.gbd.gov.jo/web/Default.aspx>

ثانياً: إقرار الموازنة العامة الأردنية

تعتبر هذه المرحلة من أدق المراحل وأكثرها حساسية، وذلك لأن عملية إقرار الموازنة أو المصادقة عليها تمثل المرحلة الأخيرة التي تناقش الموازنة من خلالها قبل العمل على إخراجها إلى حيز التنفيذ. ويمكن توضيح خطوات إقرار الموازنة العامة في الأردن فيما يلي⁽¹⁾:

- يقوم مجلس الوزراء بعد مناقشته لمشروع قانون الموازنة العامة للدولة والموافقة عليه بإحالته بصورته النهائية إلى مجلس الأمة وذلك قبل بداية السنة المالية بشهر واحد على الأقل وفقاً للمادة (112) من الدستور.

(1) - دورة الموازنة العامة في الأردن (مراحل الموازنة العامة)، نشرة تعريفية صادرة عن دائرة الموازنة العامة الأردنية،

أنظر الموقع الإلكتروني: <http://www.gbd.gov.jo/web/Default.aspx>

- يلقي وزير المالية بيان (خطاب) الموازنة العامة موضحاً فيه أبعاد مشروع قانون الموازنة والمرتكزات الأساسية الواردة فيه وسياسة وبرنامج عمل الحكومة خلال السنة المالية المقبلة.
 - يقوم مجلس النواب بإحالة مشروع القانون إلى اللجنة المالية والاقتصادية المشكلة من قبل المجلس بدراسته ومناقشته مع المسؤولين في السلطة التنفيذية، ومن ثم رفع التوصيات اللازمة لمجلس النواب.
 - تعقد جلسة خاصة لمجلس النواب تخصص لمناقشة مشروع قانون الموازنة، ويحضر هذه الجلسة رئيس الوزراء والوزراء وكذلك عامة الشعب ممن يرغبون في حضور الجلسة، حيث تقدم اللجنة المالية تقريرها متضمناً ملاحظاتها وتوصياتها على المشروع ويتم مناقشته مع مشروع قانون الموازنة العامة، ومن ثم يفتح المجال أمام من يرغب من النواب في الاشتراك في المناقشة العامة على مشروع القانون، ثم يقدم رئيس الوزراء ووزير المالية رد الحكومة على تقرير اللجنة المالية لمجلس النواب وعلى ملاحظات النواب التي أثرت أثناء المناقشة.
 - لمجلس النواب عند مناقشته لمشروع قانون الموازنة العامة أن ينقص من النفقات في الفصول بحسب ما يراه موافقاً للمصلحة العامة وليس له أن يزيد في تلك النفقات وفقاً لنص المادة (4/112) من الدستور.
 - لا يقبل أثناء المناقشة في الموازنة العامة أي اقتراح يقدم لإلغاء ضريبة موجودة أو فرض ضريبة جديدة أو تعديل الضرائب المقررة بزيادة أو نقصان وفقاً للمادة (5/112) من الدستور.
 - بعد الاستماع إلى رد الحكومة يتم الاقتراح على مشروع قانون الموازنة العامة فصلاً فصلاً وفقاً للمادة (2/112) من الدستور.
 - في حال موافقة مجلس النواب على مشروع القانون، يحال بعدها إلى مجلس الأعيان الذي يقوم بدوره بإحالته إلى لجنته المالية لدراسته وتقديم تقرير عنه في جلسة خاصة تعقد لمناقشته وتتبع نفس الإجراءات التي اتبعت في مجلس النواب.
 - بعد إقرار مشروع قانون الموازنة العامة من قبل مجلس الأعيان، يعاد للحكومة لرفعه إلى جلالته الملك للمصادقة عليه واستصدار الإرادة الملكية بالموافقة عليه ليصبح قانوناً ساري المفعول يعمل به اعتباراً من تاريخ نشره في الجريدة الرسمية .
- ثالثاً: تنفيذ الموازنة العامة الأردنية**
- تبدأ مرحلة تنفيذ الموازنة مباشرة من لحظة نشر قانون الموازنة العامة في الجريدة الرسمية حيث يصبح بعدها ساري المفعول⁽¹⁾:

(1) - ماهي المراحل التي تمر بها الموازنة العامة، دائرة الموازنة العامة الأردنية، أنظر الموقع الإلكتروني:

وفي ضوء ذلك تبدأ الإجراءات العملية لمرحلة التنفيذ وفق الخطوات التالية:

✓ **إصدار الأمر المالي العام:** يتم الإنفاق من النفقات الجارية بموجب أمر مالي عام يصدره وزير المالية بعد إعداده من قبل دائرة الموازنة العامة يقرر بموجبه الترخيص للوزارات والدوائر والمؤسسات الحكومية الإنفاق من المخصصات الجارية المرصودة في قانون الموازنة العامة، حيث ترسل نسخه منه لكل من رئاسة الوزراء وديوان المحاسبة، والبنك المركزي، ووزارة المالية، والدائرة المعنية، وفي حال تأخر صدور قانون الموازنة العامة عن الوقت المحدد له لأي سبب كان وهو بداية كانون الثاني من كل عام، فإنه يجري إصدار أمر مالي عام يعادل (1/12) من مجموع المخصصات المرصودة في موازنة السنة السابقة يجري إصداره شهرياً لحين صدور قانون الموازنة العامة وفقاً لنص المادة (113) من الدستور. كما يصدر وزير المالية تعميماً للوزارات والدوائر والمؤسسات الحكومية يوضح فيه المسؤول عن الإنفاق ومراقبة المخصصات المعتمدة بقانون الموازنة العامة. أما مخصصات جلالة الملك والأسرة المالكة فتصدر بموجب أمر مالي خاص من قبل رئيس الوزراء.

✓ **إصدار الأمر المالي الخاص:** يتم الإنفاق من المخصصات الرأسمالية المرصودة في قانون الموازنة العامة بناء على أمر مالي خاص، حيث تقوم الدوائر الحكومية بتزويد دائرة الموازنة العامة بهذه الأوامر المالية متضمنة رقم واسم المشروع والمادة بالموازنة الرأسمالية والمخصصات المرصودة والمبلغ المطلوب، ويتم تدقيق الأمر المالي الخاص من قبل محلل الموازنة ويصادق عليه وزير المالية/ بناء على تنصيب مدير عام دائرة الموازنة ويرسل نسخة منه لوزارة المالية وديوان المحاسبة والدوائر المختصة ويحتفظ بنسختين منه بدائرة الموازنة العامة.

✓ **بلاغ رئاسة الوزراء حول تنفيذ قانون الموازنة العامة:** بعد صدور قانون الموازنة العامة يصدر بلاغ رسمي عن رئيس الوزراء يتعلق بتنفيذ قانون الموازنة العامة موجهاً إلى جميع الوزارات والدوائر الحكومية والمؤسسات العامة المستقلة. متضمناً الأسس والتعليمات الواجب اتباعها من قبل الوزارات والدوائر والمؤسسات الحكومية عند تنفيذ قانون الموازنة العامة.

✓ **إصدار الحوالات المالية الشهرية:** ينص قانون الموازنة العامة على أن الأنفاق يتم بموجب حوالات مالية شهرية مصدقة من دائرة الموازنة العامة، حيث ترسل الوزارات والدوائر الحكومية الحوالات المالية الشهرية لدائرة الموازنة العامة ويتم تدقيقها من قبل محلل الموازنة لتتم المصادقة عليها من قبل مدير عام الموازنة وترسل نسخة منها إلى كل من وزارة المالية والدائرة ذات العلاقة، وديوان المحاسبة ويحتفظ محلل الموازنة بنسخة منها لديه ويرسل نسخة للملف العام في دائرة الموازنة. كما أنه يجوز وفقاً لأحكام قانون الموازنة إصدار حوالات مالية بمخصصات لأكثر من شهر واحد للنفقات الجارية أو

الرأسمالية إذا ما توفرت أسباب خاصة لتجاوز مخصصات الشهر الواحد⁽¹⁾.

✓ **التدقيق والمصادقة على مستندات الالتزام بعد التأكد من توافر المخصصات للغاية المطلوبة:** أثناء تنفيذ الموازنة العامة تقوم الجهات المعنية بالاستفسار من دائرة الموازنة العامة عن أي مشكله تواجهها أثناء تنفيذ الموازنة العامة سواء فيما يتعلق بالإنفاق على البنود المختصة أو طلب معالجة أي عجز على مخصصات المواد ونقل المخصصات من بند إلى آخر أو طلب مخصصات إضافية (ملحق موازنة .. الخ)، حيث تقوم دائرة الموازنة ببحث هذه الاستفسارات أو الطلبات والرد عليها أو عرضها على المستويات الأعلى إذا كانت من اختصاصها.

✓ **إجراء المناقشات بين المخصصات:** قد تقتضي الضرورة خلال السنة المالية وأثناء تنفيذ الموازنة أن تقوم الوزارات والدوائر الحكومية بإجراء نقل مخصصات من مادة إلى أخرى لتغطية احتياجاتها الفعلية على ضوء الصرف الفعلي خلال السنة، وفي هذه الحالة تقوم الوزارة أو الدائرة بتقديم طلب نقل المخصصات حسب النموذج المقرر إلى دائرة الموازنة العامة والتي تقوم بدورها بتدقيق محتويات الطلب والتأكد من قانونية وشرعية ومدى الحاجة لذلك، وتوفر فائض في المادة التي سيتم النقل منها، حيث تقوم دائرة الموازنة العامة بإجازة طلب نقل المخصصات ولمصادقه عليه من قبل وزير المالية، وترسل نسخة إلى كل من الدائرة المعنية ووزارة المالية وديوان المحاسبة وتحفظ منه نسختين في دائرة الموازنة العامة. ويتضمن قانون الموازنة العامة الذي يصدر سنوياً تنظيم إجراء هذه المناقشات.

• **طلب المخصصات الإضافية (ملحق الموازنة):** يقصد بالمخصص الإضافي الزيادة المعتمدة من السلطة التشريعية عن المخصصات الواردة في قانون الموازنة العامة، ويأخذ المخصص الإضافي نفس الخطوات المشار إليها سابقاً عند إعداد الموازنة العامة من إعداد وتحضير وعرض على السلطة التشريعية ومناقشة واعتماد ومصادقة، ويعتبر ملحق قانون الموازنة جزءاً من قانون الموازنة العامة للسنة المالية المعنية.

تقوم الأجهزة المختصة بتحصيل الإيرادات المستحقة والمقدرة بالموازنة العامة على اختلاف أنواعها في مواعيدها التي حددها القوانين والأنظمة والتعليمات، وتوريدها إلى حساب الخزانة العامة للدولة/ وزارة المالية.⁽²⁾

رابعاً: مراقبة تنفيذ الموازنة العامة في الأردن

إن الرقابة على تنفيذ الموازنة هي في الأصل من اختصاص السلطة التشريعية لأنها تعتبر رقابة على السلطة التنفيذية للتأكد من مدى تقيدها بإجازة الجباية والإنفاق، ويعتمد في ذلك على تقارير دورية تقدمها

(1)-مراحل اعداد الموازنة العامة للدولة، نشرة تعريفية صادرة عن مجلس النواب الأردني ، أنظر الموقع الالكتروني:

<http://www.representatives>.

(2)-دورة الموازنة العامة في الأردن(مراحل الموازنة العامة)، نشرة تعريفية صادرة عن دائرة الموازنة العامة الأردنية، أنظر

الموقع الالكتروني: <http://www.gbd.gov.jo/web/Default>.

لها إدارات متخصصة في الرقابة المالية .

فمشروع قانون الموازنة العامة الذي يقدم إلى مجلس الأمة في كل عام الذي يتم إعداده من قبل دائرة الموازنة العامة يتضمن بالإضافة إلى الإيرادات والنفقات المقدرة للسنة المقبلة، النفقات الفعلية وإعادة تقدير النفقات للسنتين السابقتين لسنة الموازنة، بحيث يستطيع أعضاء المجلس الاضطلاع على ما نفذ من المشاريع التي تضمنتها قوانين الموازنة للسنوات السابقة .

كما أن ديوان المحاسبة يقدم تقريراً سنوياً إلى مجلس الأمة يتضمن ملاحظاته عن الدوائر والمؤسسات التي يقوم بتدقيق حساباتها مع بيان المخالفات المرتكبة والمسؤولية المترتبة عليها، وذلك في بدء كل دوره عادية للمجلس .

كما أن وزارة المالية تقدم تقريراً سنوياً يتضمن الحسابات الختامية للسنة المالية والتي تشتمل على مقارنة لما هو مخصص في قانون الموازنة مع الإنفاق الفعلي .

وتلعب الرقابة بمختلف أجهزتها دوراً أساسياً في هذا المجال بهدف التأكد من أن تنفيذ الموازنة جاء متوافقاً مع ما تم تقديره وتخصيصه لمختلف بنودها، واكتشاف أية انحرافات ومعالجتها في الوقت المناسب.⁽¹⁾

الفرع الثالث: تطور رصيد الموازنة العامة في الأردن (خلال الفترة 1990-2014)

من أجل تتبع التطورات التي لحقت برصيد الموازنة العامة الأردنية ندرج الجدول الموالي:

(1) - راني خوري، الموازنة العامة، دراسة صادرة عن معهد الاستراتيجيات الأردني، الأردن، 2013، ص6، أنظر الموقع

الإلكتروني: <http://www.jsf.org/ar>

جدول رقم (09) : تطور رصيد الموازنة العامة في الأردن (خلال الفترة 1990-2014)

السنة	الإيرادات العامة	النفقات العامة	رصيد الموازنة	رصيد الموازنة كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي
1990	1169,7	1120,1	49,6	1.7
1991	1451	1234,3	216,7	7.3
1992	1358,6	1372,5	-13,9	0.38-
1993	1406,3	1411,6	-5,3	0.13-
1994	1537,3	1587,8	-50,5	1.15-
1995	1620	1693,9	-73,9	1.56-
1996	1748,8	1789,6	-40,8	0.83-
1997	1620,8	1952,0	-73,9	-1.43
1998	1732,1	2087,7	-355,6	6.33-
1999	1815,9	2039,5	-223,6	3.86-
2000	1983,3	2187,1	-203,8	3.39-
2001	2092	2316,3	-224,3	3.52-
2002	2136	2396,2	-260,2	3.03-
2003	2613	2809,8	-196,8	2.72-
2004	2958	3180,5	-222,5	2.75-
2005	3062,1	3538,9	-476,8	5.3-
2006	3469	3912,2	-444,2	4.00-
2007	3971,5	4586,5	-615	4.88-
2008	5093,7	5431,9	-338,2	2.09-
2009	4521,2	6030,5	-1509,3	-10.02
2010	4662,8	5708,0	-1045,2	5.75-
2011	5413,9	6801,8	-1387,9	6.77-
2012	4662,8	6878,2	2215.4-	10.08-
2013	5413,9	7065,4	-1387,9	-5.8
2014	7267,6	7852,9	585.3-	-2.3

المصدر : • بيانات إحصائية سنوية لقطاع المالية العامة " خمسين عاما"، موقع البنك المركزي الأردني، أنظر

الموقع الالكتروني: <http://www.cbj.gov.jo/arabic> (2011-1990)

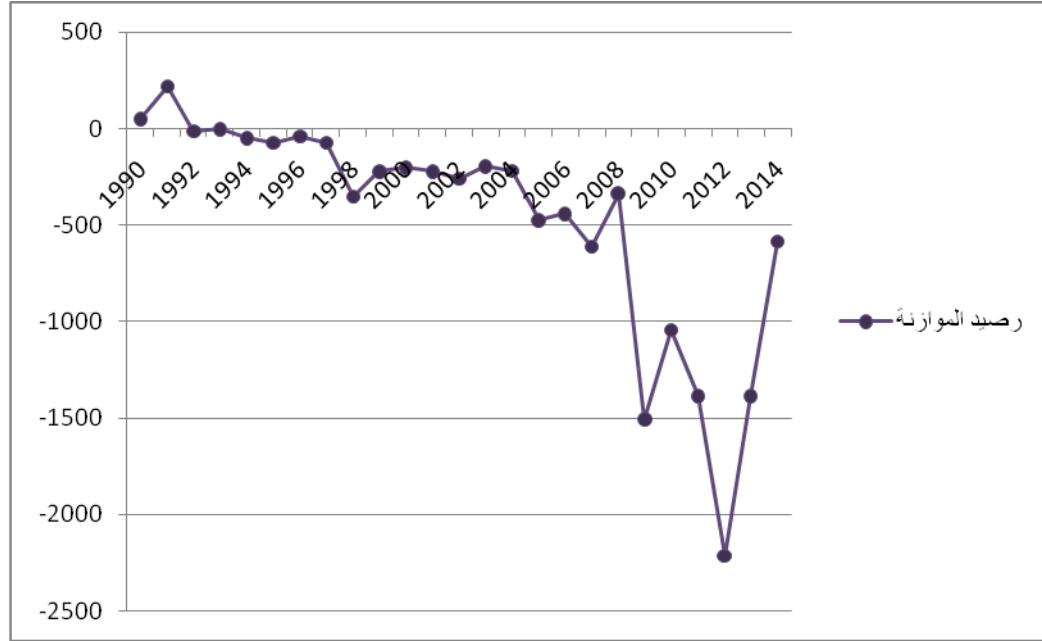
• التقرير السنوي للمالية العامة لسنة 2014، موقع البنك المركزي الأردني، أنظر الموقع الالكتروني:

<http://www.cbj.gov.jo/arabic> (2014-2012).

• تم احتساب النسب من طرف الطالبة.

وبالاعتماد على معطيات الجدول رقم (09) ندرج الشكل الموالي:

شكل رقم (28): تطور العجز الموازي في الأردن (خلال الفترة 1990-2014)



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على البرنامج الإحصائي Excel ومعطيات الجدول رقم ()

من خلال الجدول رقم والشكل أعلاه نلاحظ أنه باستثناء سنتي 1990 و 1991 يعاني الأردن من عجز دائم في الموازنة العامة وذلك يعود إلى سرعة نمو النفقات العامة مقارنة بسرعة نمو الإيرادات العامة ، كذلك تقدم الحكومة الأردنية الدعم المباشر لبعض السلع الغذائية كالحبوب والقمح المستورد والشعير ، كما يستخدم دعماً لبعض المنتجات البترولية كالغاز المنزلي، أما الخدمات التي تستفيد من الدعم الحكومي فتتمثل بالدعم المقدم لقطاع الكهرباء والمتمثل بتغطية الخسائر المترتبة بتغطية الخسائر المترتبة على شركة الكهرباء الوطنية والتعرفة المنخفضة التي يستفيد منها القطاع المنزلي ، بالإضافة إلى الدعم المقدم على قطاع المياه ودعم التعرفة المقدم على فاتورة الاستهلاك المنزلي، وقد أسهم ارتفاع فواتير الدعم السابقة كذلك في زيادة الضغط المباشر على الموازنة وزيادة قيمة العجز من 13.9 مليون دينار أردني بما يعادل 0.38 % من الناتج المحلي الإجمالي إلى 585.3 مليون دينار أردني ما مقداره 2.3 % من الناتج المحلي الإجمالي.

المبحث الثاني: نبذة حول سوق عمان للأوراق المالية وتطور مؤشرات أدائه (خلال الفترة 1990 - 2014)

عرفنا فيما سبق أن أسواق الأوراق المالية تستمد أهميتها من وجودها، فهي تسعى إلى إيجاد الأجواء اللازمة لتعزيز الاستثمارات المحلية، وجذب الاستثمارات الأجنبية، الذي بدوره يحقق أهم الأهداف الاقتصادية المرجوة، وعلى رأسها السيولة النقدية (حرية تنقل رؤوس الأموال)، وذلك من خلال تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية، تنظيم تداولها بين المتعاملين بالأوراق المالية، وحفظ ممتلكات المستثمرين، بالإضافة إلى تسوية أسعار الأوراق المالية.

وحيث أن الأردن يعتبر جزء لا يتجزأ من هذا العالم، ويطمح إلى الوصول إلى أرقى المستويات، وعلى جميع الأصعدة بالاستجابة إلى متطلبات كل مرحلة، فقد سعى إلى إنشاء سوق للأوراق المالية، حيث بقيت فكرة إنشاء هذا السوق تراود الاقتصاديين الأردنيين منذ أوائل الستينات إلى أن تبلورت في عام 1976 وتوجت بتأسيس سوق عمان المالي في عام 1978، والذي لبي الادخار والاستثمار في تلك المرحلة من خلال تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها، وذلك تحقيقاً لأهداف السياسة النقدية والاقتصادية في المملكة. ومن أجل الوقوف عند نشأة سوق الأوراق المالية الأردني ومؤشرات أدائه، سيتم تناول نشأة سوق الأوراق المالية الأردني، بورصة عمان وأخيراً إستعراض تطور مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية الأردني.

المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية الأردني

لقد مر سوق المال في الأردن بعدة مراحل امتدت تقريبا منذ عقد الثلاثينات الذي شهد إنشاء بعض شركات المساهمة العامة إلى غاية إنشاء بورصة عمان للأوراق المالية التي تضطلع بدور السوق المنظمة للأوراق المالية.

الفرع الأول: نشأة سوق الأوراق المالية الأردني

عرف الاكتتاب بالأسهم والتداول بها في المملكة الهاشمية الأردنية، منذ أوائل الثلاثينات تزامنا مع إنشاء شركات المساهمة العامة والتداول بأسهم هذه الشركات، إذ تم تأسيس البنك العربي عام 1930 كأول شركة مساهمة عامة في الأردن، وشركة التبغ والسجائر عام 1931، وشركة الكهرباء الأردنية عام 1938م، وشركة مصانع الاسمنت الأردنية عام 1951، وتم إسناد القرض في الأردن في الستينات، ونتيجة لظهور هذه التعاملات ظهرت الأسواق المالية غير المنظمة من خلال مكاتب غير مخصصة، مما أدى إلى تفكير الجهات الحكومية بإنشاء سوق لتنظيم إصدار وتداول الأوراق المالية، وذلك لضمان سهولة وسرعة التعامل بالأوراق المالية، وكذلك حماية المدخرين والمستثمرين بهذه الأوراق، وإيجاد أسعار عادلة للأوراق المالية التي تعتمد على العرض والطلب.⁽¹⁾

(1) -أرشد فؤاد التميمي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 154-155.

إقترح المخططون والاقتصاديون في الأردن بعد دراسات دقيقة إنشاء سوق أردني للأوراق المالية، الذي يعد أداة تمكن الوحدات الاقتصادية من الاتصال ببعضها البعض كما عمل مسئولو البنك المركزي الأردني على إعداد دراسات حول إنشاء هذا السوق، ومدى الحاجة إليه، بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية (IFC) التابعة للبنك الدولي، وقد أوضحت هذه الدراسات أن حجم الاقتصاد الوطني وأسهم القطاع الخاص فيه، من خلال الشركات المساهمة العامة، يبرر إنشاء هذا السوق، ليسهم في التطور الاقتصادي، وبناءا على ذلك فقد أسس سوق الأوراق المالية الأردني المسمى بـ "سوق عمان المالي" في عام 1976 بوصفه مؤسسة عامة لها شخصيتها الاعتبارية، واستقلالها المالي والإداري، وفقا للقانون المؤقت رقم (31) لسنة 1976، وبإشراف السوق أعماله بتاريخ (1978/1/1).⁽¹⁾

يهدف سوق عمان المالي إلى تحقيق مجموعة من الأهداف هي:⁽²⁾

- تنمية المدخرات المحلية.
 - تعبئة الموارد الاقتصادية المتاحة وتوجيهها نحو خدمة الاقتصاد الوطني.
 - تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل، وسهولته وسرعته.
- استطاع سوق عمان المالي أن ينمو بخطوات واسعة وذلك لمواجهة الطلب المتزايد على الأوراق المالية في الأردن، وفي ضوء تلك التغيرات من حيث كمية الإصدارات الجديدة وعدد الشركات التي أدرجت في السوق وحجم الصفقات المنجزة، وقد تم في نهاية عام 1993م الموافقة على إدراج سوق عمان المالي في مركز قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، بوصفه سوقا ماليا عربيا يتمتع بمعايير الكفاءة والشفافية والنقل.

أصبح سوق عمان المالي عضوا فاعلا في المنظمات والاتحادات التالية:

- إتحاد أسواق المال العربية.
- إتحاد البورصات الأوروبية والآسيوية (FEAS).
- الإتحاد الدولي للبورصات (WFE).
- المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO).

(1) -إياد خالد شلاش المجالي، أثر المتغيرات الاقتصادية في حجم الاستثمار الأجنبي المباشر في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1994 - 2009)، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 27، العدد 04، سورية، 2011، ص ص 336 - 337.

(2) -نشرة تعريفية حول سوق رأس المال في الأردن، البنك المركزي الأردني، أنظر الموقع الإلكتروني:

من جهة أخرى وقع سوق عمان المالي مذكرات تفاهم وتعاون مشترك مع عدد من البورصات العربية والعالمية⁽¹⁾:

- توقيع اتفاقية إدراك مشترك مع بورصة الكويت في سنة 2000.
- توقيع اتفاقية إدراك مشترك مع سوق البحرين للأوراق المالية.
- توقيع مذكرة تفاهم مع البورصة المصرية في عام 2009.
- كذلك ترأس سوق عمان المالي لجنة التسويق في اتحاد البورصات الأوروبية الآسيوية، كما ترأس سوق عمان المالي لجنة مستخدمي نظام التداول الفرنسي (NSC–Unix).

الفرع الثاني: الإصلاحات الهيكلية لسوق الأوراق المالية الأردني

في ظل العولمة ونتائجها التي حدثت على صعيد العالم، والتقدم الكبير في مجالات ثورة الاتصالات والمعلومات وانهايار الحواجز بين الدول، إضافة إلى التزام العديد من الدول بتطبيق المعايير العالمية في مختلف المجالات، فقد أدى ذلك إلى بروز تحديات كبيرة أما الدول خاصة النامية لإعادة تقييم وترتيب أوضاعها ضمن هذه المعطيات والظروف الجديدة، وقد حذا بذلك بأغلب هذه الدول إلى تطبيق برامج مكثفة لإعادة هيكلة اقتصادياتها وإجراء إصلاحات تشريعية وهيكلية لمواكبة هذه التغيرات واستيعاب التطورات التي حدثت على الصعيد العالمي، وقد أدرك الأردن منذ البداية حجم تحديات هذه المرحلة، كما التزم بالعولمة وتحرير الاقتصاد ودمجه في الاقتصاد العالمي، وبدأ باتخاذ خطوات هامة كان من أهمها إصدار التشريعات الاقتصادية، وتنفيذ العديد من الإجراءات والقرارات للنهوض بالاقتصاد ومؤسسات الوطن.⁽²⁾

لقد كان من أهم التشريعات الاقتصادية والخطوات التي تم اتخاذها في الأردن إصدار قانون الأوراق المالية رقم 23 لسنة 1997، وبموجب هذا القانون تم فصل الدور الرقابي عن التنفيذ في سوق رأس المال الوطني، كما تم بموجبه إنشاء ثلاث مؤسسات بدلا من سوق عمان المالي، وهي:

- هيئة الأوراق المالية الأردنية.
- بورصة عمان للأوراق المالية.
- مركز إيداع الأوراق المالية.

(1)-موقع بورصة عمان، أنظر: www.ase.com.jo/ar/node/894

(2)-نشرة تعريفية بسوق رأس المال الأردني، موقع هيئة الأوراق المالية الأردنية، أنظر:

<http://www.jsc.gov.jo/public/Arabic>.

أولاً-هيئة الأوراق المالية الأردنية

هي تلك الجهة التي تقوم بمراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها، وتنظيم ومراقبة أعمال نشاطات الجهات التي تخضع لها وهي: البورصة ومركز الإيداع ومعتمدي المالية، كما تقوم الهيئة بتنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية، والجهات المصدرة لها. (1)

تتمتع 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 القوانين وتحديد حدود العملات التي تتقاضاها شركات الخدمات المالية، وكذلك اعتماد المعايير المحاسبية والتدقيق للجهات الخاضعة لرقابتها، وكذلك المعايير الواجب توفرها في مدققي الحسابات المؤهلين للتدقيق على الجهات الخاضعة لرقابتها.

يمكن إيجاز أهم أهداف هيئة الأوراق المالية على سبيل المثال لا الحصر فيما يلي: (1)

- تنظيم وتطوير ومراقبة سوق رأس المال الأردني في مجال الإفصاح، و أعمال الخدمات المالية.
- تشجيع الاستثمار وحماية المستثمرين والاستمرار بتطوير التشريعات و البيئة التقنية وفق أحدث المعايير والممارسات الدولية.
- حماية سوق رأس المال من المخاطر.

بشكل عام تكمن أهمية دور الهيئة كمؤسسة رقابية في فصل الدور الرقابي والتشريعي عن الدور التنفيذي، وفي تحقيق سلامة التداول والاستثمار وكذلك سلامة التعامل بالأوراق المالية حماية للمستثمرين المحليين والعرب والأجانب ضمن مناخ جاذب وآمن، كما تقوم الهيئة بتوفير مناخ الإفصاح والشفافية اللازمين في سوق الأوراق المالية، ومن أجل ذلك هناك دائرة الإصدار والإفصاح، وهي أحد أهم الدوائر والوحدات الإدارية التابعة للجهاز الإداري للهيئة التي يبلغ عددها 9 دوائر كالتالي:

- دائرة الإصدار والإفصاح.
- دائرة الرقابة على سوق رأس المال.
- دائرة الترخيص والتفتيش.
- دائرة التنفيذ والمتابعة.

(1)- تعريف هيئة الأوراق المالية الأردنية، موقع بورصة عمان، أنظر: www.ase.com.jo

(2)- السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 192.

• دائرة البحوث.

• دائرة الشؤون الإدارية والمالية.

• مكتب الشؤون القانونية.

• مكتب الرقابة الداخلية.

ثانياً بورصة عمان

تمثل سوق الأوراق المالية، وتتمتع بشخصية اعتبارية واستقلال مالي وإداري، وهي مؤسسة لا تهدف إلى الربح، تمثل الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل كسوق نظامي في المملكة، وسوق يتناول المطلب الموالي هذه البورصة بشيء من التفصيل.

ثالثاً-مركز إيداع الأوراق المالية (sdc)

يعتبر مركز إيداع الأوراق المالية، مؤسسة ذات نفع عام، أنشأ بموجب قانون الأوراق المالية رقم (23) لسنة 1997، وقد بدأ أعماله في ماي 1999، وهو يتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري.⁽¹⁾

كذلك يعتبر المركز الهيئة الوحيدة التي تضطلع بالمهام التالية: ⁽²⁾

• تسجيل الورقة المالية: وتعريف المتعاملين بها، وإصدار عقد التحويل الإلكتروني تمهيداً لنقل سجلات المساهمين.

• إيداع الورقة المالية: تعني هذه المرحلة تثبيت أرصدة المتعاملين بالأوراق المالية من خلال نقل السجلات المعروفة والمثبتة من أقسام المساهمين وإيداعها لدى المركز.

• نقل ملكية الورقة المالية: أي إيجاز عقد التحويل (نقل الملكية) بين المتعاملين بالأوراق المالية.

• أثمان الأوراق المالية: أي القيام بتسوية أثمان الأوراق المالية المتداولة من خلال تطبيق مبدأ التسليم مقابل الدفع (Delivery versus payment – DVP) وهنا يأتي نقل ملكية الأسهم المتداولة مقابل دفع أثمانها من خلال نظام تسوية يكون فيها مركز الإيداع هو الوسيط لضمان الحقوق، و بإشراك البنوك المحلية لإتمام عملية التسوية.

• يعد المركز أحد أهم مؤسسات سوق رأس المال الأردني، حيث يحتفظ بسجلات مالكي الأوراق المالية لجميع شركات المساهمة العامة، وتتولى إجراءات التقاص والتسوية، وقد أنيط بالمركز إلى جانب هيئة

(1)-Jordon...land of potential, Report see in www.JSC.gov.jo/library/.pdf.

(2)- سوق رأس المال ومؤسساته، نشرة تعريفية متوفرة على موقع مركز ايداع الأوراق المالية، أنظر الموقع الإلكتروني:

[https:// www.sdc.com.jo/arabic/index.php](https://www.sdc.com.jo/arabic/index.php)

الأوراق المالية وبورصة عمان مهمة تطوير سوق رأس المال الأردني. (1)

بالإضافة إلى المهام والأعمال المحددة بموجب القانون، يتولى المركز في سبيل تحقيقه أهدافه المهام التالية:

- ✓ الإشراف والرقابة على الأنشطة المهنية ذات العلاقة بعمل المركز والتي يمارسها أعضاؤه.
- ✓ وضع وتطبيق القواعد الخاصة باستخدام مرافق وتسهيلات المركز والاستفادة من خدماته.
- إبداء الرأي في التشريعات ذات العلاقة بعمل المركز وفي تعديلاتها، واقتراح هذه التشريعات والإجراءات الكفيلة بحماية المستثمرين، وتدنية المخاطر. (2)
- إصدار التقارير ونشر المعلومات والإحصاءات عن نشاط المركز.
- إقامة علاقات تعاون مع مركز الإيداع والجمعيات والمنظمات العربية والإقليمية والدولية في مجال الأوراق المالية، وإبرام الاتفاقيات معها بما يخدم أهداف المركز.
- إنشاء وإدارة صندوق ضمان التسوية.

كذلك يدير مركز إيداع الأوراق المالية مجلس إدارة ومدير تنفيذي متفرغ، ويتألف مجلس الإدارة من سبعة أعضاء يتم انتخاب أربعة من الأعضاء من قبل الهيئة العامة، ويتم تعيين ثلاثة أعضاء من قبل مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية، وتكون مدة الأعضاء المنتخبين ثلاث سنوات، يتولى المدير التنفيذي الشؤون الإدارية والمالية والفنية للمركز، (3) ويتمثل أعضاء مركز إيداع الأوراق المالية في الجهات التالية:

- شركات المساهمة العامة.
- الوسيط.
- الحافظ الأمين.

- أي جهة يحددها مجلس مفوضي الأوراق المالية.

(1)-مركز إيداع الأوراق المالية، نشرة تعريفية متوفرة على الموقع الالكتروني:

(2)- **The Jordan capital structure and development history Informational presentation**, Report of office of Economic opportunities unsaid, Jordan, 23 may, 2004, p14.

(3)-دليل المستثمر، دليل صادر عن مركز ايداع الأوراق المالية، أنظر الموقع الالكتروني:

من جهة أخرى عمل مركز إيداع الأوراق المالية على تطوير نظام الكتروني، خاص به ثنائي اللغة متماشيا مع المعايير الدولية يسمى نظام (SCORPIO)* حيث يعد نظاما متكاملًا لتسجيل وإيداع الأوراق المالية ونقل ملكيتها وإجراءات التقاص والتسوية لها، وتوفير آليات لإدارة المخاطر والمراقبة والإشراف على التقاص والتسوية، ويتكون هذا النظام من عدة أنظمة الكترونية فرعية أهمها: نظام الوسطاء، نظام مصدري الأوراق المالية، نظام الحافظ الأمين، ونظام رهن الأوراق المالية الالكتروني، ونظام الحجز الالكتروني، وأنظمة أخرى مساندة أهمها: نظام الوحدة الاستثمارية، ونظام المراقبة والإشراف لتشكل مجموعها نظاما يوفر العديد من الخدمات للمستثمرين بالأوراق المالية.

الفرع الثالث: هيكل سوق عمان للأوراق المالية

يتم تداول أسهم الشركات في سوق الأوراق المالية الأردنية من خلال سوق أولية وثانوية، حيث تم تقسيمها حسب معايير السيولة والربحية للشركات كما يلي:

أولاً- السوق الأولي

يتمثل في سوق الإصدارات الأولية للشركات التي لم تستوفي شروط الإدراج، وتشمل هذه الإصدارات كلا من إصدارات الأسهم والسندات للشركات القائمة وحديثة التأسيس، ويتم تسعير هذه الإصدارات من خلال لجنة الإصدارات⁽¹⁾.

يتم إدراج الشركات في السوق الأولية إذا كانت تستوفي الشروط التالية⁽²⁾:

- مضي عام كامل على إدراج الشركات في السوق الثانوية.
- أن لا يقل صافي حقوق المساهمين عن 100% عن رأس المال المدفوع.
- أن تحقق الشركة أرباحاً صافية قبل الضريبة في سنتين على الأقل خلال آخر 3 سنوات.
- أن لا تقل الأسهم الحرة في الشركة عن: 5% .
- إذا كان رأس المال المدفوع 50 مليون دينار فأكثر 10% .
- إذا كان رأس المال المدفوع أقل 50 مليون دينار .
- أن يكون عدد المساهمين في الشركة 100 مساهم فأكثر .
- أن لا يكون عدد المساهمين في الشركة 100 مساهم فأكثر .
- أن لا يقل عدد أيام تداول الشركة عن 20% من عدد أيام التداول الكلي خلال السنة المالية، وان يتم التداول ب10% على الأقل من أسهم الشركة الحرة خلال نفس الفترة.

(1)- رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سبق ذكره، ص 87.

(2)- بورصة عمان، نشرة تعريفية متوفرة على موقع بورصة عمان، أنظر: www.ase.com.jo

ثانياً - السوق الثانوي

هو ذلك السوق المختص بتداولات الأوراق المالية وفقاً لأنظمة وقوانين الخاصة بالأوراق المالية وينقسم إلى:

1- السوق النظامية: تتمثل في بورصة الأوراق المالية، وشركات المساهمة العامة المدرجة في هذه السوق يجب أن تتوفر فيها الشروط التالية⁽¹⁾:

- أن يكون قد مضى عام كامل على إدراج أسهمها في السوق الموازي.
- أن تكون الشركة قد بدأت بممارسة نشاطها الفعلي الطبيعي.
- أن لا يقل صافي حقوق المساهمين في نهاية السنة التي تسبق طلب الإدراج عن 75% من رأس المال المدفوع.
- أن تقدم الشركة رأس المال لتقرير السنوي الذي يظهر ميزانيتها العامة، كما في نهاية سنتها المالية التي تسبق طلب الإدراج وكذلك حساباتها الختامية الأخيرة وتقرير مدقق الحسابات والبيانات الإيضاحية المتعلقة بتلك السنة وأن تلتزم بنشر تلك البيانات في صحيفتين يوميتين مرة واحدة على الأقل أن يكون قد تم تداول 10% من مجموع الأسهم المكتتب بها على الأقل خلال عام كامل في السوق الموازي.

2- السوق الموازية: هو ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التعامل بأوراق مالية تحكمها

شروط إدراج خاصة وفقاً لتعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان.⁽²⁾

شروط الإدراج في هذه السوق تتمثل في:

- أن تكون شركة مساهمة عامة.
- أن يكون مدفوع 45% من القيمة الاسمية للسهم.
- أن يكون مضى على تاريخ منح الشركة الشروع في العمل مدة سنة كاملة.
- أن تقدم الشركة التقرير السنوي الذي يظهر في الميزانية العامة للشركة وكذلك الحسابات الختامية وتقرير مدقق الحسابات.

3- سوق السندات: هو ذلك السوق الذي يتم التعامل فيه بالسندات الحكومية وسندات اسناد القرض في

المؤسسات العامة والشركات⁽³⁾.

(1) - رسمية ابو موسى، مرجع سابق، ص 89.

(2) - السوق الثالث، موقع بورصة عمان، أنظر: www.ase.com.jo

(3) - نايف عبد العزيز حمد العنزي، الإفصاح وفق قانون هيئة الأوراق الكويتي والأردني، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2012، ص 32.

4- سوق التحويلات خارج القاعة: هو السوق الذي يتم من خلاله إجراء التحويلات الارثية والعائلية.

المطلب الثاني : بورصة عمان للأوراق المالية

تعتبر بورصة عمان أحد أهم مؤسسات سوق رأس المال الأردني، وهي حاليا من أبرز البورصات الناشئة، التي تسعى إلى توفير مبادئ العدالة والكفاءة، والشفافية وارساء بيئة سليمة وصحيحة لتداول الأوراق المالية وترسيخ أسس التداول السليم والعاال وحماية المتعاملين في سوق رأس المال الأردني.

الفرع الأول: بورصة عمان: النشأة، الرسالة والأهداف

تعد بورصة عمان للأوراق المالية، إحدى البورصات الناشئة التي تأسست في 11 مارس 1999، كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح وتدار من قبل القطاع الخاص، ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة. (1)

أصبحت بورصة عمان وريثة سوق عمان للأوراق المالية، وذلك من أجل إعادة هيكلة سوق رأس المال الأردني وتنظيمه، وهي أحد مؤسسات سوق رأس المال الأردني، الذي يتكون من هيئة الأوراق المالية، مركز الإيداع، وتتكون البورصات من ثلاثة قطاعات هي: القطاع المالي، قطاع الخدمات، قطاع الصناعة، ويتم الإفصاح عن أوضاع تلك القطاعات بمقدار القيمة السوقية لكل منها، ومقدار حجم التداول كذلك بالإضافة إلى المؤشر العام للبورصة ومؤشر لكل قطاع،(2)

وتسعى بورصة عمان لأن تكون أحد أهم وأحدث البورصات في المنطقة العربية، وفي جذب المستثمرين المحليين والأجانب، من خلال توفير سوق عادل للتعامل بالأوراق المالية يمتاز بدرجة عالية من الشفافية والكفاءة والسيولة والعمق.

كذلك تهدف بورصة عمان بشكل رئيسي إلى توفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وترسيخ أسس التداول العادل من خلال: (3)

- وضع وتطبيق الإجراءات وأساليب العمل الكفيلة بضمان تداول كفؤ وشفاف.

(1)- أهم البورصات وهيئات أسواق المال (نشأتها - أهميتها - أهدافها)، نشرة تعريفية صادرة عن اتحاد شركات

الاستثمار، الاصدار الثالث، أوت 2008، ص 93، أنظر الموقع: www.Unioninvest.org/index.aspx

(2)- فاروق رفيق التهموني، فرضية السير العشوائي لبورصة عمان للأوراق (دراسة مقارنة بين أنواع مؤشرات السوق

من 2003 - 2007)، بحث منشور على الموقع الإلكتروني:

Doc . بحث د فاروق التهموني/9084/media/kantakji.com

(3)- صبري الخطيب، أداء بورصة عمان خلال العامين 2004 - 2005 والنصف الأول لعامي 2005 / 2006،

تقرير صادر عن غرفة تجارة عمان، 2006، ص 4.

- توفير أنظمة الكترونية ووسائل ربط وقاعات مجهزة بالأدوات والوسائل التقنية الحديثة.
 - مراقبة عمليات التداول في السوق والتنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات.
 - فرض عقوبات تأديبية على أعضائها والأشخاص المرتبطين بهم المخالفين لأحكام القانون والتعليمات الصادرة بمقتضاه.
 - وضع معايير للسلوك المهني.
 - وضع معايير التدريب والخبرة والكفاءة الإدارية لأعضائها.
- من جهة أخرى ساهمت بورصة عمان في إيصال المعلومات إلى كافة المستثمرين دون استثناء، للحد من الشائعات والأخبار المضللة، لضمان تحقيق العدالة في التعامل وترسيخ دعائم أسس الاستثمار بالأوراق المالية، وتجسدت مساهمة البورصة في هذا المجال عبر الوسائل وآليات متعددة على النحو التالي: (2)
- النشر اليومي والأسبوعي عبر الصحف المحلية باللغة العربية والانجليزية والوسائل المرئية والمسموعة لكافة المعلومات المتعلقة بالتداول.
 - النشرة الإحصائية الشهرية وتتضمن معلومات تفصيلية ومؤشرات مالية، عن جميع الشركات المدرجة في السوق الأولية وبعض مؤشرات الاقتصاد الكلي.
 - دليل شركات المساهمة العامة الأردنية، ويحتوي على معلومات تفصيلية عن الأوضاع المالية للشركات المدرجة في البورصة، كما يتضمن الدليل معلومات عن أعداد المساهمين ونسب 287 الملكية لكل شركة وأعداد العاملين وتوجه الشركات وإدارتها.
 - التعزيز السنوي الذي يلخص نشاط وأعمال البورصة خلال عام، ويتضمن التقرير ملحق إحصائي بالإضافة إلى الحسابات الختامية للبورصة.

الفرع الثاني: الهيكل التنظيمي لبورصة عمان.

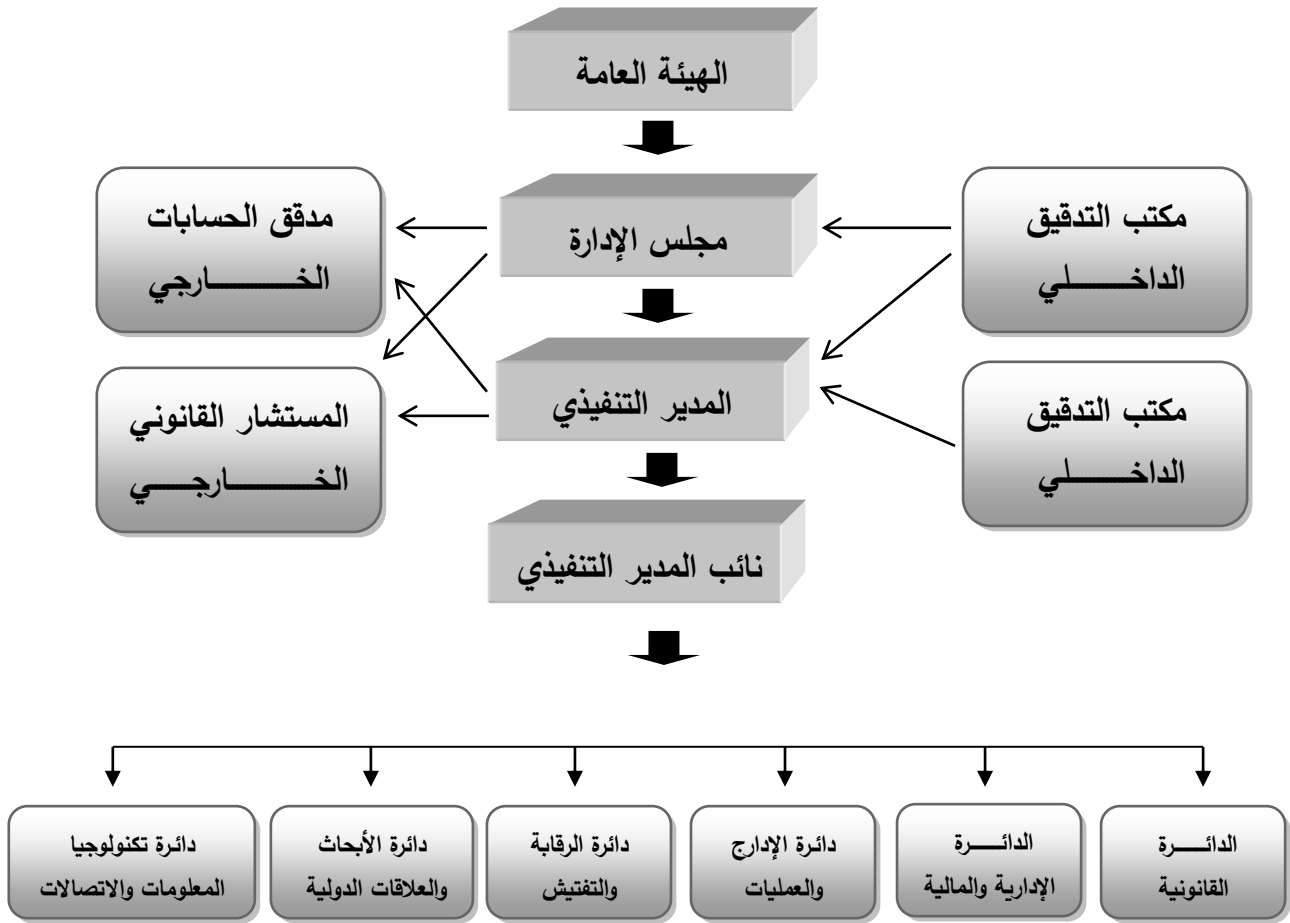
يتكون الهيكل التنظيمي لبورصة عمان من العديد من الوحدات التي سنبنيناها في الشكل الموالي:

(1)- صبري الخطيب، أداء بورصة عمان خلال العامين 2004 - 2005 والنصف الأول لعامي 2005 / 2006،

تقرير صادر عن غرفة تجارة عمان، 2006، ص 4.

(2)- أرشد فؤاد التميمي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص160.

شكل رقم (29) : الهيكل التنظيمي لبورصة عمان



المصدر: موقع بورصة عمان، أنظر الموقع الإلكتروني: WWW.ASe.com.jo

من خلال الشكل نلاحظ أعلاه إن بورصة عمان تتكون مما يلي :

1- الهيئة العامة: تتكون من خمسة أعضاء يمثلون جهات متعددة، ذات أهداف مرتبطة بالسوق المالي منها: الحكومة، ممثلون عن هيئة الوسطاء الماليين والمستثمرين أو جمعيات حماية المستثمر وبعض

الأكاديميين والخبراء وتنتخب الهيئة من يمثلها في مجلس إدارة السوق. (1)

2- مجلس الإدارة: يتألف مجلس الإدارة من سبعة أعضاء، عضوان يمثلان البنوك المرخصة كوسطاء والوسطاء المملوكين من قبل البنوك أو التابعين لها، عضوين يمثلان الوسطاء من غير البنوك، ثلاثة أعضاء من القطاع الخاص من ذوي الخبرة في المجالات القانونية والمالية والاقتصادية يعينهم مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية. (2)

(1)-ريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 61.

(2)-النظام الإداري الداخلي لبورصة عمان، نشرة تعريفية صادرة عن بورصة عمان، أنظر الموقع الإلكتروني:

و يرتبط بمجلس الإدارة مدقق حسابات خارجي يتولى مهمة تدقيق حسابات البورصة وسلامة عملياتها المالية، كما يرتبط بمجلس الإدارة المستشار القانوني الخارجي و هو مسؤول عن تقديم الاستشارة القانونية لمجلس الإدارة عن كل ما يتعلق من مشاكل والتي تظهر جراء عمليات تداول الأوراق المالية، بالإضافة إلى مدقق حسابات داخلي يتولى مهمة تقييم الرقابة الداخلية في البورصة.

3-المدير التنفيذي: يعين بقرار من مجلس الإدارة وبموافقته،⁽¹⁾ وهو مسؤول عن تنفيذ الخطط والتعليمات الخاصة بالبورصة، وتطبيق جميع قرارات وخطط البورصة.

4- نائب المدير التنفيذي: يساعد المدير التنفيذي من خلال إدارة الدوائر المتخصصة المسؤولة عن تنفيذ أنشطة البورصة.

هناك العديد من الدوائر في البورصة هي:

• **الدائرة القانونية:** هي الدائرة المسؤولة عن متابعة تنفيذ القوانين الخاصة بأنشطة البورصة من حيث تطبيقها من قبل العاملين في السوق أو العاملين مع السوق.

• **الدائرة المالية والإدارية:** من بين مهامها: ⁽¹⁾

✓ متابعة شؤون الموظفين وتدريبهم.

✓ القيام بالأعمال المالية والمحاسبية وإعداد التقارير المحاسبية.

✓ متابعة العلاقات العامة للبورصة.

✓ شراء المواد واللوازم التي تحتاجها البورصة.

• **دائرة الإدراج والعمليات:** مهمتها إصدار تعليمات الإدراج في البورصة والشروط اللازمة لعملية الإدراج والتأكد من مدى استيفاء الشركات المقدمة للإدراج، كذلك تقوم بمتابعة مدى الالتزام بشروط الإدراج نفسها بهدف تطويرها بما يتلاءم مع التطورات الاقتصادية والمالية الحادثة في السوق. ⁽²⁾

• **دائرة الرقابة والتفتيش:** تضطلع بالمهام التالية:

✓ استقبال شكاوى المستثمرين ودراستها.

✓ تفتيش أعضاء البورصة ومراقبة معاملاتهم وسجلاتهم للتأكد من توافقها مع التشريعات الصادرة عن البورصة.

✓ التأكد من التزام أعضاء البورصة بمعايير الملاءة المالية.

✓ الرقابة على عمليات التداول المنفذة في البورصة للتأكد من اتجاهها مع التشريعات المعمول بها.

(1)-دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 62.

(2)-النظام الإداري الداخلي لبورصة عمان، مرجع سابق، ص 1.

• **دائرة الأبحاث والعلاقات الدولية:** مسؤولة عن اعداد البحوث الخاصة بالسوق والشركات المدرجة فيه، كما تهتم بالعلاقات الدولية أي العلاقة مع البورصات الأخرى بهدف زيادة حركة التداول.

• **دائرة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات:** من بين مهامها

✓ ضبط وتحديث اجراءات حماية الأنظمة والبرمجيات والأجهزة المستخدمة وصيانتها.

✓ إدارة المشاريع والشبكات.

✓ متابعة الدوائر بخصوص البرمجيات والأجهزة والقيام بالبرمجة والتحليل وتدريب الموظفين.

✓ الإشراف على الربط مع برمجيات المؤسسات الأخرى ذات العلاقة.

الفرع الثالث: الأوراق المالية المتداولة في بورصة عمان

حسب المادة (03) من قانون الأوراق المالية الأردني رقم 76 لسنة 2002 تعرف على أنها " أي حقوق ملكية أو أي دلالات أو بيانات متعارف عليها على أنها أوراق مالية، سواء كانت محلية أو أجنبية"⁽¹⁾.

تشمل الأوراق المالية بصورة خاصة كلا من : (2)

• أسهم الشركات القابلة للتحويل والتداول.

• إسناد القرض الصادرة عن الشركات.

• الأوراق المالية الصادرة عن الحكومة أو المؤسسات الرسمية أو المؤسسات العامة أو البلديات.

• إيصالات إيداع الأوراق المالية.

• الأسهم والوحدات الاستثمارية في صناديق الاستثمار المشترك.

• إسناد خيار المساهمة.

• العقود آنية التسوية والعقود آجلة التسوية.

• عقود خيار الشراء وعقود خيار البيع.

• أي حق في الحصول على أي مما ذكر في البنود أعلاه.

كذلك حددت المادة (67/ج) من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 تعليمات متعلقة بتداول

الأوراق المالية، من أهمها: (3)

(1)-المادة 03 من قانون الأوراق المالية الأردني رقم 76 لسنة 2002، متوفر على الموقع الالكتروني:

www.jsc.gov.jo/library

(2)- التشريعات الخاصة بسوق رأس المال الأردني، هيئة الأوراق المالية الأردنية، أنظر الموقع الالكتروني:

www.jsc.gov.jo/public/Arabic.aspx

(3)- تعليمات تداول الأوراق المالية، نشرة تعريفية صادرة عن بورصة عمان، أنظر الموقع الالكتروني:

www.ase.com.jo

- يحدد مجلس الإدارة أوقات ومراحل جلسات التداول في البورصة.
- يتم تشغيل نظام التداول يوميا لأغراض تداول الأوراق المالية بالبورصة عدا أيام العطل والأعياد الرسمية.
- يتم التداول في البورصة من خلال مجموعات التسعير المختلفة التي يحددها مجلس الإدارة.
- يتم التداول في البورصة على أساس الورقة المالية الواحدة ومضاعفاتها ما لم يقرر مجلس الإدارة خلاف ذلك حسب مقتضى الحال.
- يتم تسعير الأوراق المالية المصدرة بالدينار الأردني أو بأي عملة أخرى.
- يتم تسعير الأوراق المالية المصدرة بالدينار الأردني بمضاعفات نقدية عددها عشرة فلوس على أن يقوم مجلس الإدارة بتجديد المضاعفات النقدية التي يتم بواسطتها تسعير الأوراق المالية المصدرة بعملات أخرى.

الفرع الرابع: نظام التداول في بورصة عمان

قامت بورصة عمان بعد سنة واحدة من تأسيسها بتحديث وتطوير ومكننة بيئة التداول فيها، حيث استبدلت بنجاح نظام التداول اليدوي الذي كان معمولا به لمدة تقارب 22 سنة بنظام تداول الكتروني NSC V2 ، وأصبح الوسطاء الماليون يقومون بتنفيذ أوامر البيع والشراء من خلال هذا النظام بدرجة عالية من التطور والكفاءة، وضمن آلية تمتاز بالسهولة، والمرونة والأمان كما سمحت البورصة للشركات الوسطة بالتداول عن بعد بحيث تم ربط هذه الشركات من خلال شبكة الألياف الضوئية (Fiber option) والخطوط المؤجرة (leased lines)⁽¹⁾

في منتصف سنة 2005 قامت البورصة بتطوير نظام التداول الالكتروني المعمول به آنذاك إلى النسخة + NSCV2 ، وذلك لتلبية الاحتياجات المتزايدة لسوق رأس المال الأردني، ولزيادة قدرة نظام التداول الالكتروني المستخدم في البورصة على استيعاب الزيادة الكبيرة في أحجام التداول اليومية، حيث تميزت هذه النسخة بإمكانية تشغيل أجهزة خادمة رئيسية حديثة قادرة على استيعاب النشاط المتزايد للسوق بكفاءة عالية إضافة إلى استخدام أحدث نسخ قواعد البيانات المتوفرة.

يقوم الوسطاء بإدخال أوامر البيع والشراء إلى نظام التداول حيث يتم التنفيذ عند النقاء أمر البيع وأمر الشراء وتكون الأولوية في التنفيذ لأفضل الأسعار، وتختلف أوقات التداول في بورصة عمان باختلاف تقسيمات الأسواق، ويمتاز النظام بأنه يوفر خيارات سهلة لإدخال ومعالجة الأوامر وتغييرها

(1) - أهم ملامح نظام التداول الالكتروني NSC V900 المطبق في بورصة عمان، نشرة تعريفية صادرة عن بورصة

وإغائها والإطلاع عليها، وإنجازها، كما يمكن الوسيط والمستثمر من مراقبة نشاط التداول بشكل مباشر أو في أوقات سابقة ومعرفة عمق السوق. (1)

يقدم نظام التداول الإلكتروني العديد من المزايا للبورصة والمتعاملين والوسطاء فهو يساهم في: (2)

- رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية.
- مرونة عالية في تنفيذ الصفقات بعدالة وشفافية وأمان.
- سهولة التعرف على العمليات المنفذة وغير المنفذة.
- إمكانية تحليل أوضاع الشركات المتداولة أسهمها بشكل آني.
- تفعيل عمليات الرقابة على عمليات التداول.
- إمكانية نشر المعلومات بشكل فوري، يساعد على زيادة عمق وسيولة السوق.

الفرع الخامس: عمولات التداول في بورصة عمان للأوراق المالية.

يستوفي الوسيط عمولة تحسب من القيمة السوقية للأوراق المالية لعمليتي الشراء والبيع حسب الجدول التالي:

جدول رقم(10): عمولات التداول في بورصة عمان

الحد الأعلى للعمولة		الحد الأدنى للعمولة		الورقة المالية
دينار لكل ألف دينار	7.4	دينار لكل ألف دينار	5.4	الأسهم
دينار لكل ألف دينار	0.95	دينار لكل ألف دينار	0.45	السندات
دينار لكل ألف دينار	2.2	دينار لكل ألف دينار	2.0	وحدات الاستثمار

المصدر: عمولات التداول، أنظر الموقع الإلكتروني لبورصة عمان: <http://www.ase.com.jo/ar/node/862>

الحد الأدنى للعمولة 3.4 دينار لكل ألف دينار اذا كانت قيمة العقد اكثر، من أهم ما جاء به النظام الداخلي للرسوم والعمولات الصادر بالنسبة إلى أحكام المادتين 65-ب و 74-أ من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 مايلى(3):

- تستوفي البورصة بدلاً سنوياً مقابل إدراج الأوراق المالية المصدرة داخل المملكة في البورصة، بواقع (0.0004) أربعة بال عشرة آلاف من القيمة الاسمية لتلك الأوراق، على أن لا يزيد المبلغ المستوفى على (3000) ثلاثة آلاف دينار.

(1) - بورصة عمان، نشرة تعريفية صادرة عن بورصة عمان، أنظر الموقع الإلكتروني: WWW.ASe.com.jo

(2) -أرشد فؤاد التميمي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص23.

(3)- النظام الداخلي للرسوم والبدلات والعمولات، موقع بورصة عمان، أنظر: WWW.ASe.com.jo

- تستوفي البورصة بدلاً سنوياً مقابل إدراج أسناد القرض الصادرة عن الشركات المساهمة العامة الأردنية بواقع (0.0001) واحد بال عشرة آلاف من القيمة الاسمية لتلك الإسناد على أن لا يزيد المبلغ المستوفى على (1000) ألف دينار.
- تستوفي البورصة بدلاً سنوياً مقابل إدراج أسناد القرض الصادرة عن الشركات المساهمة العامة الأردنية بواقع (0.0001) واحد بال عشرة آلاف من القيمة الاسمية لتلك الأسناد على أن لا يزيد المبلغ المستوفى على (1000) ألف دينار.
- تستوفي البورصة بدلاً مقابل إدراج الأوراق المالية غير الأردنية يساوي البدلات المقررة على الأوراق المالية بموجب أحكام هذا النظام.
- تستوفي البورصة لقاء تداول الأوراق المالية عمولة بواقع (0.0005) خمسة بال عشرة آلاف من القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة من كل طرف من طرفي التعاقد.
- تستوفي البورصة رسم انتساب بواقع (200.000) مائتي ألف دينار ولمرة واحدة من الشركة التي تمنح رخصة للقيام بأعمال الوساطة المالية.
- تستوفي البورصة رسم اشتراك سنوي من العضو بواقع (500) خمسمائة دينار.

المطلب الثالث: تطور مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية في الأردن (خلال الفترة 1990-2014).

خطا سوق عمان المالي منذ إنشائه خطوات هامة على صعيد سوق رأس المال المحلي، حيث حقق تقدماً كبيراً في تحقيق أهدافه التي وضعت له مما جعله يحتل مكانة مرموقة بين الأسواق الناشئة. وفيما يتعلق بالتطور الكمي لسوق الأوراق المالية الأردني شهد هو الآخر تطوراً ملحوظاً، ومن أجل الوقوف على تطور أداء سوق الأوراق المالية الأردني لابد من تتبع مؤشرات أداء السوق التي تتضمن المؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية، مؤشر القيمة السوقية، ومعدل الدوران، وحجم التداول.

جدول رقم (11): تطور مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية في الأردن (خلال الفترة 1990-2014)

الوحدات (نقطة، مليون دينار أردني، %، شركة)

السنة	المؤشر العام لسعر السهم	القيمة السوقية	نسبة التغير السنوي	حجم التداول	مقدار التغير السنوي	معدل الدوران	عدد الشركات
1990	80,4	1293,2	-	268,89	-	33,4	105
1991	100	1707,0	-	302.836	12	37,7	101
1992	129,9	2295,6	31,9	886,95	192,8	86,2	103
1993	158,5	3463,9	34,4	968,61	0,09	51,1	101
1994	143,6	3409,2	50,8	495	48,8 -	25,8	95
1995	159,2	3495,4	1,5 -	418,9	15,3 -	20,9	97
1996	153,5	3461,1	2,5	248,5	40,6 -	17,7	97
1997	169,2	3861,9	0,98 -	355,2	42,9	17,8	139
1998	170,1	4156,5	11,5	464,3	30,7	18,5	150
1999	167,4	4137,7	7,6	389,4	16,1 -	19,1	151
2000	133,1	3509,6	0,45 -	334,7	14,0 -	11,5	163
2001	172,7	4476,3	15,1 -	668,6	99,7	20,3	161
2002	170	5028,9	27,5	950,2	42,1	26,5	158
2003	261,5	7772,7	12,3	1855,1	95,2	49,1	161
2004	4245,6	13034	54,5	3793,2	104,4	58,1	192
2005	8191,5	26667	67,6	16871	344,7	94	201
2006	5518,1	21078	104,5	14210	15,7 -	101,1	227
2007	7519,3	29214	20,9 -	12348	13,1 -	91,2	245
2008	6243,1	25406	38,5	20318	64,5	91,5	262
2009	5520,1	22527	-13	9665,3	52,4 -	91,3	272
2010	5318	21858	11,3 -	6689,9	30,7 -	102,1	277
2011	4648,4	19273	2,9 -	2850,2	57,3 -	58,1	247
2012	4593,9	19142	1-	1978,8	31-	33,9	277
2013	4336,7	18234	5-	3027,3	53	38	247
2014	5318	18082,6	0,8-	2263,4	-2,25	8,32	236

المصدر: • معلومات تاريخية حول مؤشرات أداء بورصة عمان (1990-1998)، موقع بورصة عمان، أنظر الموقع

الإلكتروني: <http://www.ase.com.jo/ar/node/1662> (1998-1990)

• التقارير السنوية لبورصة عمان (من سنة 1999-2014)، موقع بورصة عمان، أنظر الموقع الإلكتروني:

<http://www.ase.com.jo/ar/node/1652> (2014-1999)

سنتناول مختلف التطورات التي لحقت بمؤشرات الأداء الموضحة في الجدول أعلاه من خلال العناصر المالية.

الفرع الأول: تطور المؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية (خلال الفترة 1990 - 2014)

أولاً- التعريف بالمؤشر العام لبورصة عمان

يسمى المؤشر العام لبورصة عمان بالرقم القياسي، وتعد الأرقام القياسية من المؤشرات الهامة التي تساعد المستثمرين في تحديد الاتجاه العام لأسعار الأسهم وقياس التغيرات التي تطرأ عليها خلال فترة معينة مقارنة مع أخرى⁽¹⁾.

ثانياً- أشكال المؤشر العام لبورصة عمان وطريقة الاحتساب

مر المؤشر العام لسوق عمان المالي بتغيرات عدة من حيث طريقة الاحتساب، وتحتسب بورصة ثلاث أرقام قياسية نوضحها فيما يلي:

1- الرقم القياسي البسيط(غير المرجح): يعطي أوزاناً متساوية لكافة شركات العينة بغض النظر عن قيمتها السوقية أو سعر سهمها، وتعطى الأهمية في هذا الرقم للتغير النسبي في أسعار الأسهم، ويمكن القول بان هذا الرقم يستخدم في تقييم المحافظ الاستثمارية التي توزع استثماراتها من حيث القيمة بالتساوي بين كافة الشركات، بدأت البورصة باحتسابه ابتداء من سنة 1980 بناءً على عينة مكونة من 38 شركة للرقم القياسي العام، وكذلك احتساب أرقام قياسية لكافة القطاعات وهي قطاع البنوك والشركات المالية، التأمين، الخدمات والصناعة بشكل يومي، وحُدِّت أسعار افتتاح الأول من كانون الثاني 1980 كفترة أساس وأعطى الرقم القياسي قيمة أساسية 100 نقطة ، تم تغييرها اعتباراً من بداية عام 2004 الى 1000 نقطة ، وفي عام 1992 تم إجراء تعديلات على هذا الرقم بحيث أصبح أكثر مرونة من حيث إمكانية إجراء التعديلات عليه لاستبعاد اثر التغيرات الناجمة عن العوامل الأخرى غير التغير في حركة أسعار الأسهم وكذلك تم تغيير فترة الأساس لتصبح 31 كانون الأول 1991، ويتم احتساب الرقم القياسي العام غير المرجح والأرقام القياسية القطاعية باعتماد أسلوب المعدلات الهندسية (الوسط الهندسي) حسب الصيغة التالية⁽²⁾:

$$\text{Index (t) = Exp (Ln(10)*S)* 1000}$$

(1)- بورصة عمان، نشرة تعريفية، موقع بورصة عمان: WWW.ASe.com.jo

(2)- موقع بورصة عمان، أنظر: WWW.ASe.com.jo

$$S = \sum_{i=1}^n (\text{Log}(P_{ti}/P_{oi}))/n$$

Exponential : اقتران أسّي للأساس e (العدد النيبيري)

Ln : لوغاريتم للأساس e

Log : لوغاريتم للأساس (10)

Index (t) : الرقم القياسي في الزمن (t)

(t) في الزمن (i) سعر السهم : P_{ti}

في فترة الأساس (i) سعر السهم : P_{oi}

حجم العينة : n

الزمن الذي يتم فيه احتساب الرقم القياسي : t

ومن خصائص المعادلة المستخدمة في احتساب هذا الرقم أنها تأخذ اللوغاريتم للأساس (10) لنسب أسعار المقارنة الى أسعار الأساس لشركات عينة الرقم القياسي، إضافة إلى قدرتها على تهذيب القيم الشاذة في نسب تغير الأسعار التي يتأثر بها الوسط الحسابي المستخدم في هذه الصيغة، ومن ثم جمع لوغاريتمات نسب الأسعار والقسمة على عدد شركات العينة واستخراج معكوس اللوغاريتم للأساس 10، وضرب الناتج في 1000، في حالة قيام شركة من شركات عينة الرقم القياسي بتوزيع اسهم مجانية او بتجزئة القيمة الاسمية للسهم او تخفيض رأسمالها مما يؤدي الى انخفاض / أو ارتفاع القيمة السوقية لسعر السهم، يتم تعديل سعر الأساس للشركة بحيث لا يؤثر هذا الانخفاض (نتيجة التجزئة أو الأسهم المجانية) / أو الارتفاع (في حالة تخفيض راس المال) على تحركات الرقم القياسي. ولا يتم إجراء أي تعديلات في حالة قيام الشركات بزيادة رؤوس أموالها عن طريق طرح الأسهم للاكتتاب. أما في حالة إضافة او سحب شركة الى / من العينة فيتم التعديل عن طريق احتساب معامل للتعديل (C) يتم احتسابه بحيث يجعل قيمة الرقم القياسي بعد التعديل مساوية لقيمة الرقم قبل التعديل وذلك مع افتراض بقاء الأسعار ثابتة، ويمكن صياغة طريقة الاحتساب كما يلي:

(1) - الأرقام القياسية لأسعار الأسهم في بورصة عمان، موقع بورصة عمان، أنظر:

<http://www.ase.com.jo/ar/node/820>

الرقم القياسي بعد التعديل الرقم القياسي قبل التعدي $C=$

ثم بعد ذلك يتم ضرب معادلة الرقم القياسي بالمعامل (C) في اليوم الذي حصل فيه التغيير وفي الأيام التي تليه.

2- الرقم القياسي لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية: بدأت بورصة عمان للأوراق المالية منذ مطلع سنة 1992 باحتساب رقم قياسي مرجح بالقيمة السوقية، وتم تحديد 31 ديسمبر 1991 كفترة أساس بقيمة 100 نقطة، تم تغييره إلى 1000 نقطة اعتباراً من بداية سنة 2004، ويقوم هذا الرقم على أساس اختيار عينة مكونة من خمسين شركة ممثلة للسوق، ثم زيادتها إلى ستين شركة في سنة 1994، وإلى سبعين شركة في سنة 2001، وإلى 100 شركة في سنة 2007.⁽¹⁾

يتم اختيار العينة بناءً على معايير هي: القيمة السوقية، حجم التداول، معدل الدوران، عدد الأسهم المتداولة ويتم أخذ التمثيل القطاعي بعين الاعتبار عند اختيار العينة.

من مميزات هذا الرقم القياسي اعتماده أسلوب التريج بالقيمة السوقية لشركات العينة، حيث تُعطي كل شركة وزناً بقدر ما تشكل قيمتها السوقية من القيمة السوقية للعينة ككل، وكما هي الحال في الرقم القياسي غير المرجح يتم احتساب أرقام قياسية قطاعية مرجحة، ولاحتساب الرقم القياسي العام المرجح بالقيمة السوقية والأرقام القياسية القطاعية تستخدم الصيغة العامة التالية:

(t=1) عند فترة الأساس

$$\text{Index} = 1000$$

القيمة السوقية للعينة = القيمة الأساسية $B1 = M1$

عند $t1 >$

$$\text{Index} (t) = (Mt/Bt) * 1000$$

$$Bt = Bt-1 * (Mt/Mad)$$

$$Mad = Mt - It - Nt + Qt - 1$$

حيث⁽²⁾

(1)- فاروق رفيق التهموني ، فرضية السير العشوائي لبورصة عمان للأوراق المالية(دراسة مقارنة بين مؤشرات أنواع مؤشرات السوق من 2003-2007)، بحث منشور على الموقع الإلكتروني:

بحث-د-فاروق-التهموني docwww.kantakji.com/media/908

(2)- الأرقام القياسية لأسعار الأسهم في بورصة عمان، موقع بورصة عمان، أنظر:

<http://www.ase.com.jo/ar/node/820>

الزمن الذي يتم فيه احتساب الرقم القياسي : t

t الرقم القياسي عند الزمن : Index t

Mt : تساوي مجموع حاصل ضرب أسعار إغلاقات الأسهم t القيمة السوقية لشركات العينة عند الزمن في عدد الأسهم المكتتب بها في نفس الفترة t المكونة للعينة في الزمن وهي القيمة السوقية للأسهم.
 Bt : هي القيمة الأساسية (Base Value) المكتتب بها المكونة للعينة في فترة الأساس حيث تم اختيار إغلاق سنة 1991 كسنة أساس وعن طريق احتسابها يتم إجراء كافة التعديلات على الرقم القياسي من حيث زيادة رؤوس الاموال او إضافة او سحب بعض الشركات.

t القيمة السوقية المعدلة عند الزمن:

Mad الى/من العينة t القيمة السوقية للإصدارات الجديدة من اسهم الشركات المكونة لعينة الرقم القياسي عند الزمن t .

t القيمة السوقية لأي شركة أضيفت الى العينة خلال الزمن: Nt وتم سحبها ($t-1$) القيمة السوقية لأي شركة كانت في عينة الرقم القياسي خلال الفترة السابقة : $Qt-1$ خلال الزمن t .

القيمة الأساسية Bt هي عبارة عن قيمة معدلة لا تساوي القيمة السوقية في فترة الأساس (31 كانون الأول 1991). ويتم إجراء التعديلات على الرقم القياسي عن طريق احتساب القيمة السوقية المعدلة Mad . وذلك لاستبعاد أي تغيرات في القيمة السوقية تكون ناجمة عن عوامل غير التغير في حركة أسعار الأسهم مثل الإصدارات الجديدة وإدخال أو إخراج شركة الى / من العينة مما يساهم في تمكين الرقم القياسي من عكس الصورة الحقيقية لتغيرات أسعار الأسهم. ومما يذكر بأن قيام الشركة بتوزيع اسهم مجانية او بتجزئة القيمة الاسمية للسهم او بتخفيض رأسمالها لا يؤثر على القيم السوقية للشركة وبالتالي لا يستدعي إجراء أية تعديلات على الرقم القياسي.

3- الرقم القياسي لسعر السهم المرجح بالأسهم الحرة: ابتداء من سنة 2006 قامت البورصة بتطوير رقم قياسي مبني على الأسهم الحرة (المتاحة للتداول)، بحيث يعطي تمثيلاً أفضل لتحركات أسعار الأسهم في السوق ويخفف من حدة تأثير الشركات ذات القيمة السوقية ليطم تخفيض ثقلها، وقد تم احتساب هذا الرقم من خلال الترجيح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول في الشركات وليس بعدد الأسهم الكلي المدرج لكل شركة، وهذا الأسلوب معتمد من قبل عدد كبير من المؤسسات الدولية التي تقوم باحتساب أرقام قياسية لمعظم دول العالم، وهي تعد من أكبر الشركات العالمية في خدمات

التزويد بالأرقام القياسية مثل مؤسسة S and P و الـ FSTE groupe وشركتي داوجونز و ستوكس. (1)

من مميزات هذا الرقم القياسي هو إعطاء تمثيل أفضل لتحركات أسعار الأسهم في السوق ، بحيث لا يتحيز بشكل كبير للشركات ذات القيمة السوقية العالية، وبذلك يوفر التنوع في مكونات عينة الرقم القياسي من خلال إعطاء فرصة أكبر للشركات الصغيرة والمتوسطة للتأثير على تحركاته كما تم اختيار الرقم (1000) نقطة كقيمة أساس للرقم القياسي كما في نهاية العام 1999. ويستند احتساب هذا الرقم على الترجيح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول في الشركات وليس بعدد الأسهم الكلي المدرج لكل شركة.

Index t يتم استخدام الصيغة التالية لاحتساب الرقم القياسي العام: (2)

حيث:

P _{ti} :	سعر إغلاق سهم الشركة	t في الزمن اليوم i
S _{ti} :	عدد الأسهم المدرجة للشركة	كما هي في الزمن t اليوم i
F _{ti} :	المعامل للشركة	كما هي في الزمن t اليوم i
D _t :	مقام الرقم القياسي Divisor	t في الزمن اليوم

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

(1)-متولي عبد القادر ، مرجع سبق ذكره، ص200.

(2)- الأرقام القياسية لأسعار الأسهم في بورصة عمان، موقع بورصة عمان، أنظر:

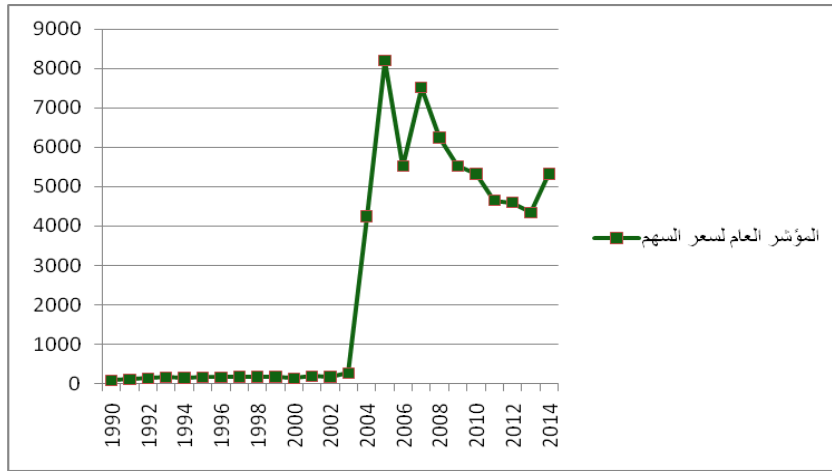
<http://www.ase.com.jo/ar/node/820>

وهذا المعامل F هو عبارة عن رقم أكبر من صفر وأقل من واحد ويتم احتسابه بناءً على نسبة الأسهم الحرة في الشركة والتي تمثل الأسهم الكلية للشركة مطروحاً منها الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة والمساهمون الذين يمتلكون (5%) فأكثر وملكيات الحكومات، يتم تغيير هذا المعامل في كل ربع بناءً على المراجعة التي تقوم بها البورصة لعينة الرقم القياسي وتُعدل قيمة هذا المعامل بناءً على الأسهم الحرة للشركة في وقت عمل المراجعة.

ثالثاً- تطور المؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية خلال الفترة (1990-2014)

من أجل تتبع التطورات التي لحقت بالمؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية لبورصة عمان، ندرج الشكل الموالي:

شكل رقم (30): تطور المؤشر العام لسعر السهم في بورصة عمان خلال الفترة (1990 - 2014)



المصدر: من إعداد الباحثة بناءً على البرنامج الاحصائي Excel ومعطيات الجدول رقم (11)

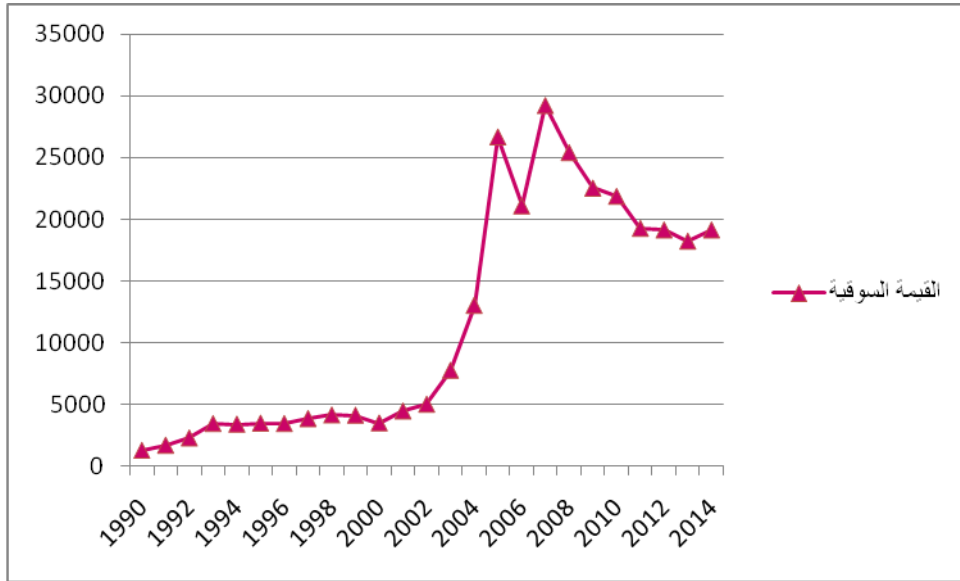
من خلال الشكل أعلاه، والجدول رقم (11) نلاحظ:

- خلال الفترة (1990-1995): المؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية كان ذا اتجاه تصاعدي طيلة هذه الفترة إذ ارتفع من 80.4 نقطة في سنة 1990 إلى 159.2 نقطة في سنة 1995، وذلك يعود على التزام الحكومة الأردنية بتنفيذ برامج التصحيح الاقتصادي، وعودة العاملين الأردنيين من الخليج بالإضافة إلى زيادة حجم الإصدارات الجديدة من الأسهم.
- خلال سنة 1996: انخفاض المؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية إلى 153.5 نقطة بمعدل تغير سنوي سالب قيمته 3.5%.
- خلال الفترة (1997-1998): عودة المؤشر العام لسعر السهم إلى الارتفاع مجدداً حيث وصل إلى 170.1 نقطة في سنة 1998.

- **خلال الفترة (2000-1999):** انخفاض في المؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية بمعدل تغير سنوي مقدر ب1.5%.
 - **خلال سنة 2001:** عودة المؤشر العام إلى الارتفاع مجددا بمعدل تغير سنوي موجب بلغ 27.75%.
 - **خلال سنة 2002:** انخفاض المؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية بنسبة 1.5%.
 - **خلال الفترة (2005-2003):** ارتفاع المؤشر العام لسعر السهم من 261.5 نقطة إلى 5518.1 نقطة، ويرجع هذا الارتفاع إلى التوسع في المجالات الاستثمارية وتنفيذ برامج الخصخصة والآثار الايجابية التي خلفها قانون الأوراق المالية لسنة 2002، وبداية من سنة 2004 أخذ المؤشر اتجاها تصاعديا.
 - **خلال سنة 2006:** انخفاض المؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية إلى 5518.1 نقطة وبمعدل تغير سنوي سالب بلغ 32.6%، وذلك يعود إلى الحركة التصحيحية التي عرفها سوق الأوراق المالية.
 - **خلال سنة 2007:** عاد المؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية للارتفاع مجددا حيث بلغ 7519.3 نقطة.
 - **خلال الفترة (2014-2008):** نلاحظ انخفاض المؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية بشكل مستمر من 6243.1 نقطة سنة 2008 إلى 4237.6 في سنة 2014، وذلك كان انعكاسا للأوضاع السياسية والاقتصادية التي عانت منها المنطقة نتيجة تداعيات أزمة الرهن العقاري لسنة 2008، الربيع العربي والاضطرابات السياسية التي عانى منها الأردن.⁽¹⁾
- الفرع الثاني: تطور مؤشر حجم السوق الأردنية (خلال الفترة 1990-2014)**
- عرفنا سابقا أن مؤشر حجم السوق يقاس بمؤشرين هما: القيمة السوقية، عدد الشركات.
- أولا- تطور مؤشر القيمة السوقية (خلال الفترة 1990 - 2014).**
- يمكن توضيح تطور القيمة السوقية من خلال الشكل الموالي.

(1)- التقارير السنوية لبورصة عمان (2014-1990)، موقع بورصة عمان، أنظر الموقع الإلكتروني:

شكل رقم (31): تطور مؤشر القيمة السوقية في بورصة عمان خلال الفترة (1990-2014)



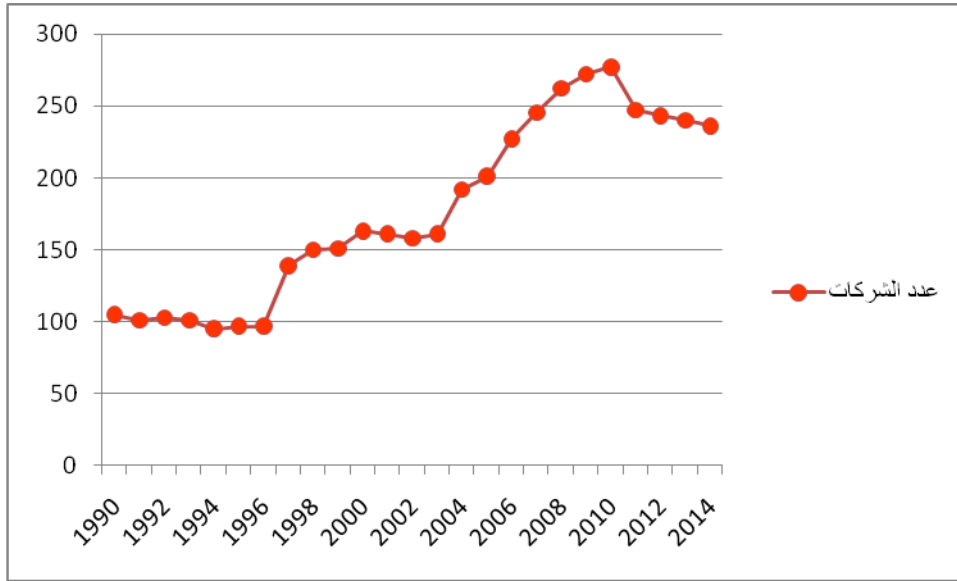
المصدر: من إعداد الباحثة بناء على البرنامج الاحصائي Excel ومعطيات الجدول رقم (11)
تشير البيانات الواردة في الجدول رقم (11) والشكل أعلاه إلى:

- خلال الفترة (1990-1991): نلاحظ انخفاض القيمة السوقية في سنة 1991 مقارنة بالسنة السابقة لها ويعود ذلك إلى تداعيات حرب الخليج الثانية على المساعدات العربية وحالات العاملين في الخارج.
- خلال الفترة (1992-1994): ارتفاع القيمة السوقية من 2295.6 مليون دينار أردني إلى 3409.2 مليون دينار أردني، وذلك يعود على التزام الحكومة الأردنية بتنفيذ برامج التصحيح الاقتصادي، وعودة العاملين الأردنيين من الخليج بالإضافة إلى زيادة حجم الإصدارات الجديدة من الأسهم.
- خلال الفترة (1995-1997): انخفاض القيمة السوقية حيث أخذت معدلات نمو سالبة تقدر بـ 1.5%، 2.5% على التوالي نظرا لتراجع معدلات الاستثمار نتيجة للاضطرابات السياسية في الأردن.
- خلال سنة (1998-1999): عودة القيمة السوقية للارتفاع مجددا وذلك يعود إلى توقيع اتفاقية الشراكة الأوروبية وتطبيق قانون الأوراق المالية، وقانون الشركات.
- خلال سنة 2000: انخفاض القيمة السوقية بسبب العدوان الإسرائيلي على الأراضي الفلسطينية.

- **خلال الفترة (2001-2005):** نلاحظ ارتفاع مؤشر القيمة السوقية بشكل مستمر، ويرجع هذا الارتفاع إلى التوسع في المجالات الاستثمارية وتنفيذ برامج الخصخصة والآثار الايجابية التي خلفها قانون الأوراق المالية لسنة 2002.
 - **خلال الفترة (2006-2007):** انخفاض القيمة السوقية بسبب الحركة التصحيحية التي عرفها السوق المالي.
 - **خلال الفترة (2008-2012):** نلاحظ انخفاض مستمر في القيمة السوقية من 25406 مليون دينار أردني إلى 19141.5 مليون دينار أردني وذلك نتيجة للأسباب التالية:
 - ✓ تداعيات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 التي بدأت في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث تراجعت أسعار الأسهم في معظم أسواق العالم بنسب كبيرة تجاوزت 80%.
 - ✓ ثورة الربيع العربي سنة 2010 وهو ما أدى إلى عزوف المستثمرين عن شراء الأوراق المالية داخل البورصة.
 - **في سنة 2013:** كمحصلة لتغيرات أسعار الأسهم انخفضت القيمة السوقية للشركات المدرجة في سنة 2013 إلى 18233.5 مليون دينار أردني أي بنسبة 4.7%، ويرجع هذا الانخفاض إلى تراجع أسهم كبرى شركات قطاع الصناعات الاستخراجية والتعدينية⁽¹⁾
 - **في سنة 2014 :** كمحصلة للتغيرات الحادثة في الأسهم، انخفضت القيمة السوقية للشركات المدرجة إلى 18082.6 مليون دينار أردني أي بمقدار 0.8%.
- ثانيا- تطور مؤشر عدد الشركات (خلال الفترة 1990 - 2014)**
- يبين هذا المؤشر عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، ويمكن توضيح تطور مؤشر عدد الشركات من خلال الشكل البياني التالي:

(1)- التقارير السنوية لبورصة عمان (2014-1999)، مرجع سبق ذكره، أنظر الموقع الالكتروني:

شكل رقم (32): تطور مؤشر عدد الشركات في بورصة عمان خلال الفترة (1990-2014)



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على البرنامج الإحصائي Excel ومعطيات الجدول رقم ()
بالاعتماد على الجدول رقم (11) والشكل رقم (32) نلاحظ مايلي:

- **خلال الفترة (1990-1996):** نلاحظ تناقصا في عدد الشركات المدرجة في البورصة من 105 شركة إلى 97 شركة، وهذا راجع لبداية تشكيل سوق عمان وتسليط قوانين تتحكم في سيرورة وشروط دخول البورصة.
- **خلال سنة 1997:** ارتفع عدد الشركات إلى 139 شركة أي زيادة كبيرة بمقدار 41 شركة، وذلك يعود إلى تشجيع الشركات لتكوين السوق والتحصير لإقامة سوق عمان للأوراق المالية وكذلك حفز الاستثمارات.
- **خلال الفترة (1998-1999):** زيادة بطيئة جدا، فهنا تأسس سوق عمان للأوراق المالية حيث عمل هذا الأخير على حث شركات المساهمة العامة التي حققت شروط الإدراج على التقدم بطلبات لإدراج أوراقها المالية، وقد تمت الموافقة على إدراج أسهم تسع شركات لغ مجموع رؤوس أموالها 88.5 مليون دينار.
- **خلال الفترة (2000-2001):** بلغ عدد الشركات المدرجة 163 في نهاية سنة 2000 مقابل 151 شركة في سنة 1999، حيث تم إدراج أسهم شركة الشرق العربي للتأمين، وشركة الثقة للاستثمارات الأردنية... إلخ، وقد تم إلغاء إدراج المركزية للتجارة والتخزين.
- **خلال الفترة (2002-2003):** بلغ عدد الشركات المدرجة 157 شركة مقابل 161 شركة مدرجة في نهاية سنة 2001، وقد تم إدراج أسهم شركة الاتصالات الأردنية وشركة التجمعات الاستثمارية

المتخصصة...إلخ، وتم تمويل الرهن العقاري، في حين تم إلغاء إدراج شركات المجموعة العربية الدولية للاستثمارات الطبية...إلخ، وخلال هذه الفترة حقق الاقتصاد الأردني نموا كبيرا ومعدلات فاقت معدلات النمو السكاني .

• **خلال الفترة (2003-2007):** تزايد عدد الشركات المدرجة ليصل إلى 247 شركة خلال سنة 2007، وذلك بفضل مواصلة الدولة لتنفيذ برامج الخصخصة حيث قامت ببيع جزء مكن مساهماتها في عدة شركات منها المناجم والفوسفات وشركات الاتصال...إلخ، كما أدى ارتفاع الأسعار إلى تنشيط السوق وتحفيز شركات المساهمة العامة على دخول السوق وزيادة رؤوس أموالها، كما أن تطور نظم التداول الالكترونية ترك آثار ايجابية على السوق.

• **خلال سنة 2008:** بالرغم من تداعيات الأزمة المالية العالمية فقد تزايد عدد الشركات المدرجة إلى 262 شركة.

• **خلال الفترة (2009-2010):** وصل عدد الشركات المدرجة إلى 277 شركة وهي أكبر عدد سجل منذ نشأة السوق إلى غاية سنة 2014، وقد جاءت هذه الزيادة نتيجة لإدراج خمس شركات جديدة خلال سنة 2010 فضلا عن قيام مجموعة من الشركات بزيادة رؤوس أموالها خلال السنة المذكورة سابقا بطرق مختلفة.

• **خلال الفترة (2011-2013):** انخفض عدد الشركات المدرجة من 277 شركة في سنة 2010 ليصل إلى 240 سنة 2013، ويعود السبب في ذلك إلى إلغاء إدراج 32 شركة خلال سنة 2011.

• **في سنة 2014** بلغ عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان 236 شركة مقابل 240 شركة بنهاية سنة 2013، وقد تم إدراج أسهم 3 شركات وإلغاء إدراج 7 شركات خلال سنة وذلك وفقا لأحكام تعليمات أدرج الأوراق المالية النافذة⁽¹⁾.

الفرع الثالث: تطور مؤشر سيولة السوق (خلال الفترة 1990 - 2014).

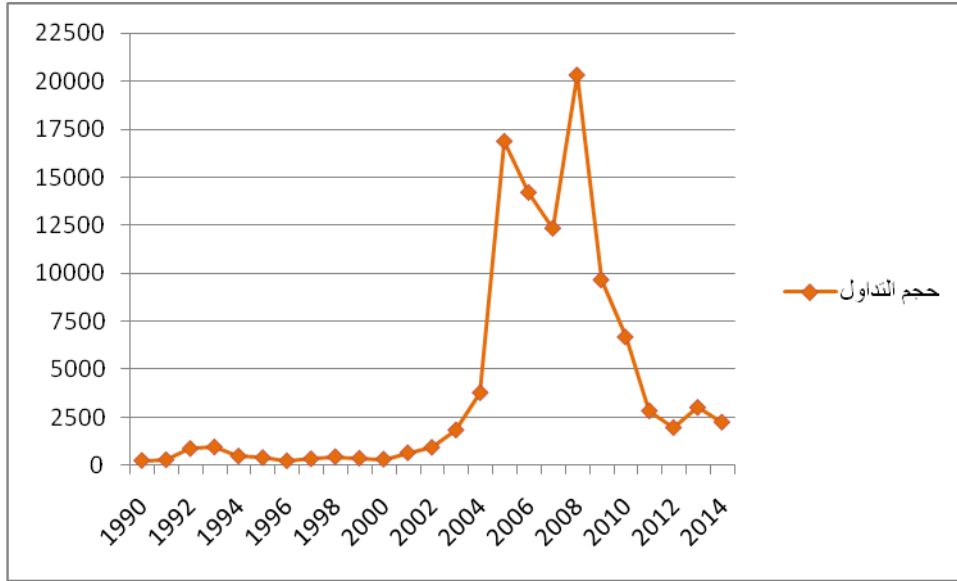
تعني سيولة السوق القدرة على شراء الأوراق المالية وبيعها في السوق الثانوية وهي يقاس بمؤشرين هما: حجم التداول ومعدل الدوران.

(1) - التقارير السنوية لبورصة عمان (2014-1999)، مرجع سبق ذكره، أنظر الموقع الالكتروني:

أولاً- تطور مؤشر حجم التداول طيلة الفترة (1990-2014)

يعكس هذا المؤشر حجم التداول الفعلي للأسهم المكتتب بها في السوق بالإضافة على ذلك يعبر عن سيولة سوق الأوراق المالية، وهو يكمل مؤشر الرسملة السوقية، يمكن توضيح تطور مؤشر حجم التداول في الشكل البياني التالي:

شكل رقم (33): تطور مؤشر حجم التداول (خلال الفترة 1990 - 2014)



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على البرنامج الاحصائي Excel ومعطيات الجدول رقم (11)
يلاحظ من خلال الجدول رقم(11) والشكل أعلاه مايلي:

- **خلال الفترة (1990-1993):** ارتفع حجم التداول من 268.885 مليون دينار أردني سنة 1990 إلى 968.613 مليون دينار أردني خلال سنة 1993، ويعود هذا الارتفاع إلى ارتفاع قيمة الاستثمارات في البورصة وارتفاع حجم السيولة الناتجة عن عودة الأردنيين العاملين في دول الخليج العربي، كما يعود هذا الارتفاع إلى التزام السلطات الأردنية بتنفيذ برامج التصحيح الاقتصادي .
- **خلال الفترة (1993-1996):** نلاحظ انخفاضاً في أحجام التداول نظراً للتوسع في السوق الأولية وما تبعها من إتاحة فرص استثمارية جديدة وامتصاص جزء كبير من السيولة المتوفرة.
- **خلال الفترة (1997-1998):** ارتفع حجم التداول بمقدار 355.2 و 464.3 مليون دينار أردني وذلك يعود لمجموعة من الأسباب أهمها:
 - ✓ صدور قانون الأوراق المالية لسنة 1997.
 - ✓ ازدياد حجم الاستثمار لغير الأردنيين الذي يرجع إلى توقيع اتفاقية الشراكة الأوروبية.

- ✓ القيام بخطوات هامة في مجال الانضمام للمنظمة العالمية للتجارة كتحرير التجارة وإزالة العوائق الجمركية، وإزالة القيود التي كانت مفروضة على الاستثمار الأجنبي في سوق عمان المالي.
- **خلال الفترة (1999-2000):** عاود حجم التداول الانخفاض من جديد وذلك نتيجة للظروف التي عاشتها المنطقة خاصة تعثر العملية السلمية، والعدوان الإسرائيلي على فلسطين.
- **خلال الفترة (2001-2005):** يلاحظ ارتفاع أحجام التداول بشكل مستمر وذلك يعود للأسباب التالية:
 - ✓ تنفيذ برامج الخصخصة لبعض الشركات الحكومية.
 - ✓ التوسع في مجالات الاستثمار، و الارتفاع في أسعار الأسهم.
 - ✓ النتائج الايجابية التي حققها قانون الأوراق المالية لسنة 2002، خاصة في مجال تطبيق الأنظمة الالكترونية بما في ذلك أنظمة التداول والتسوية والمقاصة الالكترونية.
- **خلال الفترة (2006-2007):** انخفاض حجم التداول بسبب الحركة التصحيحية التي شهدتها البورصة.
- **خلال سنة 2008:** عودة حجم التداول للارتفاع بسبب اقبال المستثمرين على شراء الاسهم التي انخفض سعرها.
- **خلال سنة 2009:** عاد حجم التداول للانخفاض مجددا وذلك بسبب تداعيات الأزمة المالية التي أدت إلى عزوف المستثمرين وتخوفهم من شراء الأسهم، الأمر الذي انعكس على أسعارها بالانخفاض.
- **خلال الفترة (2010-2014):** نلاحظ حدوث انخفاض في أحجام التداول وذلك بسبب:
 - ✓ تداعيات الأزمة المالية العالمية.

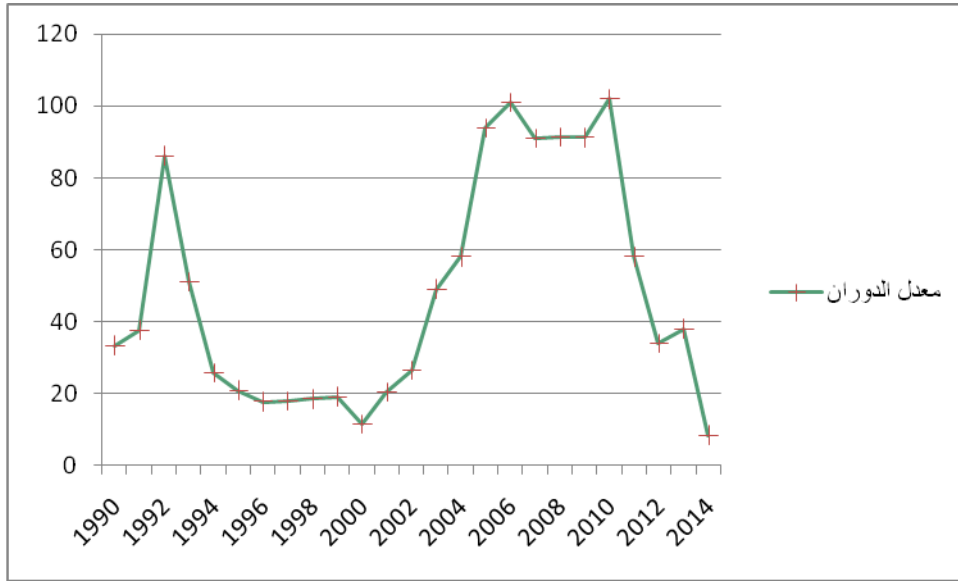
✓ الاضطرابات السياسية على الصعيدين العربي والعالمي⁽¹⁾.

ثانيا- تطور مؤشر معدل الدوران (خلال الفترة 1990 - 2014).

يعد معدل الدوران من أهم المؤشرات التي تقيد في معرفة مدى سيولة السوق، ومستوى تكاليف إتمام الصفقات والمعاملات، بوصفه يمثل قيمة الأسهم المتداولة على القيمة السوقية، وبالتالي فهو يعتمد على قيم أحجام التداول والقيم السوقية، و يمكن توضيح تطور مؤشر معدل الدوران من خلال الشكل البياني التالي:

(1)- التقارير السنوية لبورصة عمان (1999-2014)، مرجع سبق ذكره، أنظر الموقع الالكتروني:

شكل رقم (34): تطور مؤشر معدل الدوران (خلال الفترة 1990-2014)



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على البرنامج الإحصائي Excel ومعطيات الجدول رقم (11) يلاحظ من خلال الجدول رقم(11) والشكل أعلاه مايلي:

- خلال الفترة (1990-1992): ارتفاع معدل الدوران من 33.4% سنة 1990 إلى 86.2% في سنة 1992، ويعود ذلك إلى ارتفاع أحجام التداول والقيمة السوقية.
- خلال الفترة (1993-1996): بدأ معدل الدوران يبدي تراجعاً 17.7% خلال سنة 1996، ويرجع ذلك إلى انخفاض القيم السوقية وأحجام التداول مما قلل من نشاط السوق.
- خلال الفترة (1997-1999): ارتفاع معدل الدوران لكن بشكل طفيف حيث أخذ القيم 17.8% و 19.1% على التوالي، ويعود ذلك إلى ارتفاع حجم التداول بمعدل نمو أكبر من معدل نمو قيمته السوقية.
- خلال سنة 2000: عاد معدل الدوران إلى التراجع من جديد حيث سجل قيمة 11.5%.
- خلال الفترة (2001-2006): أخذ معدل الدوران اتجاهها تصاعدياً بشكل تدريجي وقد شهد أقصى قيمة له خلال سنة 2006 والمقدرة بـ 101.1% ويعود ذلك إلى ارتفاع حجم التداول بمعدل نمو أكبر من معدل نمو القيمة السوقية.
- خلال الفترة (2007-2009): عاود معدل الدوران الانخفاض من جديد مقارنة بالفترة السابقة، وبقي ثابتاً طيلة الثلاث السنوات المذكورة عند مستوى مقدر بـ 91%.
- خلال سنة 2010: ارتفع معدل الدوران إلى 102.1% وذلك يعود فقط إلى نمو حجم التداول بمعدل أكبر من معدل نمو القيمة السوقية.

- **خلال الفترة (2011-2014):** انخفاض معدلات الدوران بشكل ملحوظ بمعدلات بلغت على التوالي 58.1%، 33.9%، 38%، 32.8% وذلك كان انعكاسا للأوضاع السياسية والاقتصادية التي عانت منها المنطقة نتيجة تداعيات الربيع العربي والاضطرابات السياسية التي عانى منها الأردن⁽¹⁾.

(1) - التقارير السنوية لبورصة عمان (2014-1999)، مرجع سبق ذكره، أنظر الموقع الإلكتروني:

<http://www.ase.com.jo/ar/node/1652>

المبحث الثالث: السياسة المالية وسوق الأوراق المالية في الأردن (خلال الفترة 1990-2014)

انطلاقاً من الطرح النظري السابق تبين أن السياسة المالية تمارس عدة تأثيرات على أداء سوق الأوراق المالية من خلال أدواتها المتمثلة في: النفقات العامة، الإيرادات العامة، الدين العام الداخلي. و يهدف هذا المبحث إلى التطبيق على الواقع الأردني من خلال دراسة وتحليل أثر أدوات السياسة المالية على مؤشرات أداء بورصة عمان وذلك طيلة الفترة الممتدة من سنة 1990 إلى 2014.

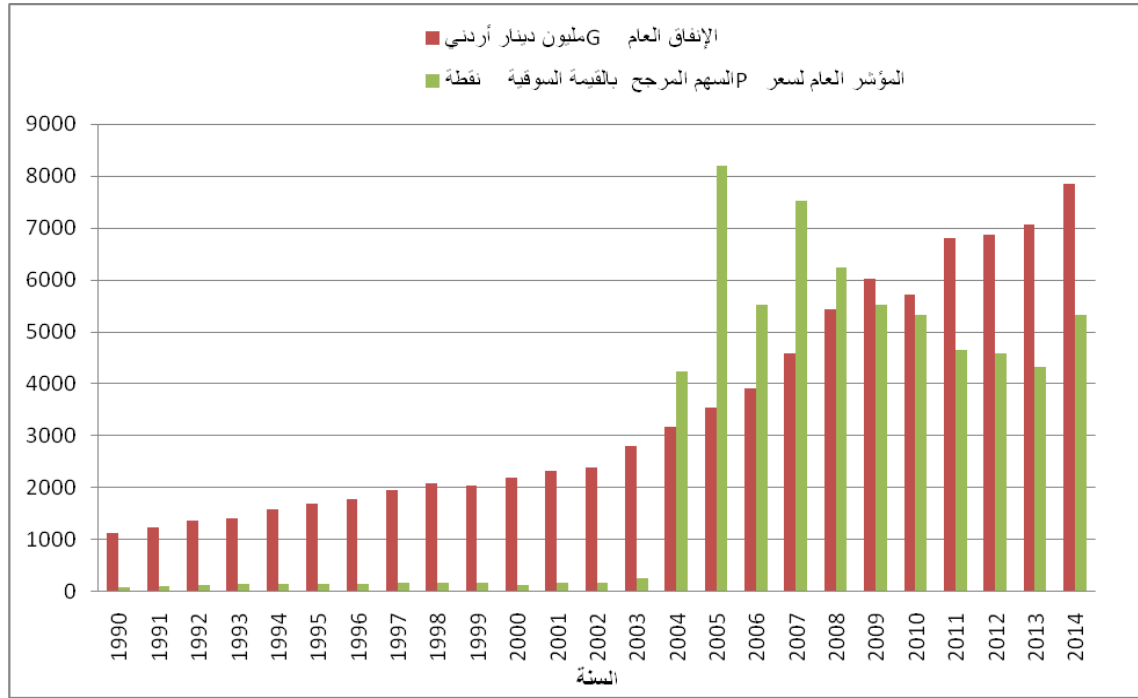
المطلب الأول: دراسة وتحليل أثر النفقات العامة على مؤشرات أداء بورصة عمان (خلال الفترة 1990-2014)

نتناول في هذا المطلب تأثير النفقات العامة على مؤشرات أداء بورصة عمان للأوراق المالية المتمثلة في: المؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية، مؤشر القيمة السوقية، وكذلك مؤشر حجم التداول، وأخيراً مؤشر معدل الدوران وذلك طيلة الفترة (1990-2014).

الفرع الأول: أثر النفقات العامة على المؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية لبورصة عمان (خلال الفترة 1990-2014)

من خلال الطرح النظري السابق اتضح لنا أن هناك علاقة ايجابية بين النفقات العامة ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، وفي الشكل الموالي نحاول توضيح العلاقة بين الإنفاق العام (G) والمؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية (P) لبورصة عمان (طيلة الفترة 1990-2014).

شكل رقم(35): علاقة النفقات العامة بالمؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية لبورصة عمان (خلال الفترة1990-2014)



المصدر: من اعداد الطالبة بناء على مخرجات البرنامج الاحصائي EXCEL وبيانات الجدولين رقم(06) و(11)

من الملاحظ حسب التمثيل البياني لعلاقة النفقات العامة بالمؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية أن:

- خلال الفترة (1990-1993): يلاحظ ارتفاع قيمة النفقات العامة من 1120.1 مليون دينار أردني سنة 1990 إلى 1411.6 مليون دينار أردني في سنة 1993 واكبه ارتفاع في لمؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية لبورصة عمان من 80.4 نقطة إلى 158.5 نقطة.
- خلال الفترة (1997-1998): ارتفاع قيمة النفقات العامة من 1952 مليون دينار أردني إلى 2087.7 مليون دينار أردني واكبه ارتفاع في قيمة المؤشر العام لسعر السهم من 169.2 نقطة إلى 170.1 نقطة.
- خلال الفترة (2003-2005): ارتفاع قيمة النفقات العامة من 2089.8 مليون دينار أردني إلى 3538.9 مليون دينار أردني واكبه ارتفاع في قيمة المؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية لبورصة عمان من 261.5 نقطة إلى 8191.5 نقطة.
- خلال الفترة سنة 2014: ارتفاع النفقات العامة خلال مقارنة بسنة 2013 إلى 6802 مليون دينار أردني واكبه ارتفاع في قيمة المؤشر إلى 5318.0 نقطة.

وبالنسبة لباقي السنوات لم يظهر أثر واضح للنفقات العامة على المؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية، وقد يفسر ذلك بتداعيات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وثورات الربيع العربي التي جعلت أسعار الأسهم تتراجع، وأدت إلى عزوف المستثمرين عن شراء الأوراق المالية داخل البورصة وهي كلها عوامل جعلت من التأثير الايجابي للنفقات العامة على المؤشر العام لسعر اسهم المرجح بالقيمة السوقية محدودا.

من أجل توضيح العلاقة أكثر بين النفقات العامة والمؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية لبورصة عمان قمنا بحساب قيم معاملات الارتباط باستخدام البرنامج الإحصائي eviews8، والنتيجة موضحة بالجدول الموالي:

جدول رقم(12): معامل الارتباط بين النفقات العامة والمؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية لبورصة عمان(خلال الفترة 1990-2014)

المتغيرات	قيمة معامل الارتباط
الإنفاق العام/ المؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية	0.749395

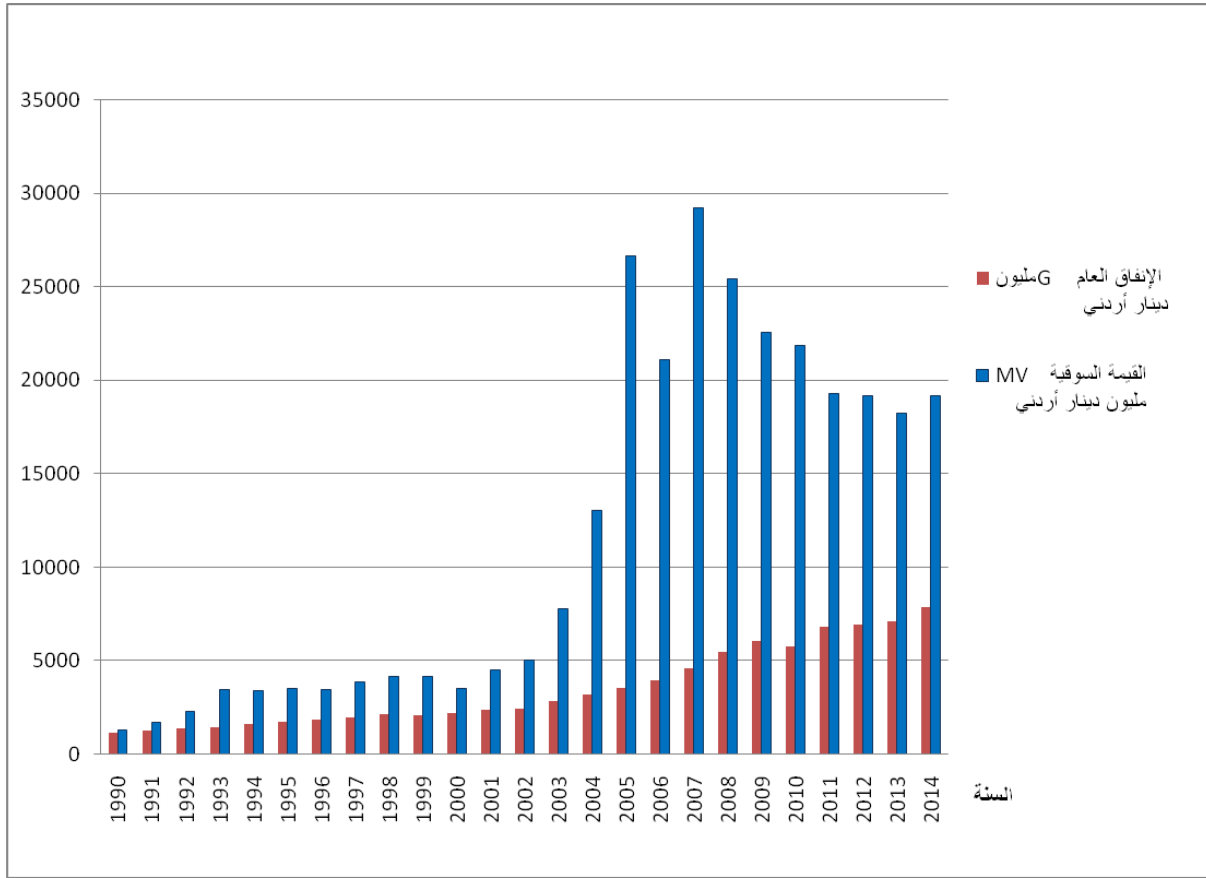
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي (eviews8) وبيانات الجدولين رقم(06) و (11)

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن قيمة معامل الارتباط بين متغير سياسة الإنفاق العام مع: المؤشر العام لسعر السهم بلغت نحو: 0.74 مما يعني وجود علاقة ارتباط طردي قوي بين النفقات العامة والمؤشر المذكور سابقا، وتتفق هذه النتائج مع منطق النظرية الاقتصادية.

الفرع الثاني: أثر النفقات العامة على مؤشر القيمة السوقية لبورصة عمان (خلال الفترة 1990-2014)

في الشكل الموالي نحاول توضيح العلاقة بين الإنفاق العام (G) ومؤشر القيمة السوقية (MV) لبورصة عمان (طيلة الفترة 1990-2014):

شكل رقم(36): علاقة النفقات العامة بمؤشر القيمة السوقية لبورصة عمان
(خلال الفترة1990-2014)



المصدر: من اعداد الطالبة بناء على مخرجات البرنامج الاحصائي EXCEL وبيانات الجدولين رقم(06) و(11) من الملاحظ حسب التمثيل البياني أعلاه :

- خلال الفترة (1990-1998): باستثناء سنتي 1994 و 1996 التي شهدت انخفاضا في مؤشر القيمة السوقية وذلك نظرا لتراجع معدلات الاستثمار في البورصة الأردنية نتيجة للاضطرابات السياسية نلاحظ أن ارتفاع قيمة النفقات العامة من 1120 مليون دينار أردني إلى 2078.7 مليون دينار أردني واكبه ارتفاع في مؤشر القيمة السوقية لبورصة عمان من 1293.2 مليون دينار أردني إلى 4156.5 مليون دينار أردني.
- خلال سنة 1999: انخفاض النفقات العامة مقارنة بسنة 1998 إلى 2039 مليون دينار أردني واكبه انخفاض في مؤشر القيمة السوقية مقارنة بسنة 1998 إلى 4156.5 مليون دينار أردني.

• **خلال الفترة (2003-2005):** ارتفاع قيمة النفقات العامة من 2809.8 مليون دينار أردني إلى 3538.9 مليون دينار أردني صاحبه زيادة في مؤشر القيمة السوقية من 7773 مليون دينار أردني إلى 26667.0 مليون دينار أردني.

باقي سنوات الدراسة نلاحظ أن الزيادة في النفقات العامة لم يرافقها أي زيادة في قيمة مؤشر القيمة السوقية، حيث أن تداعيات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، ثورات الربيع العربي وكذلك انخفاض أسهم كبرى شركات قطاع الصناعات الاستخراجية والتعدينية كلها جعلت من الأثر الصافي للنفقات العامة على مؤشر القيمة السوقية محدودا.

من أجل توضيح العلاقة أكثر بين النفقات العامة ومؤشر القيمة السوقية لبورصة عمان قمنا بحساب قيم معاملات الارتباط باستخدام البرنامج الإحصائي eviews8، والنتيجة موضحة بالجدول الموالي:

جدول رقم(13): معامل الارتباط بين النفقات العامة مؤشر القيمة السوقية لبورصة عمان (خلال الفترة 1990-2014)

المتغيرات	قيمة معامل الارتباط
الإنفاق العام/ مؤشر القيمة السوقية	0.804114

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي (eviews8) وبيانات الجدولين رقم(06) و (11)

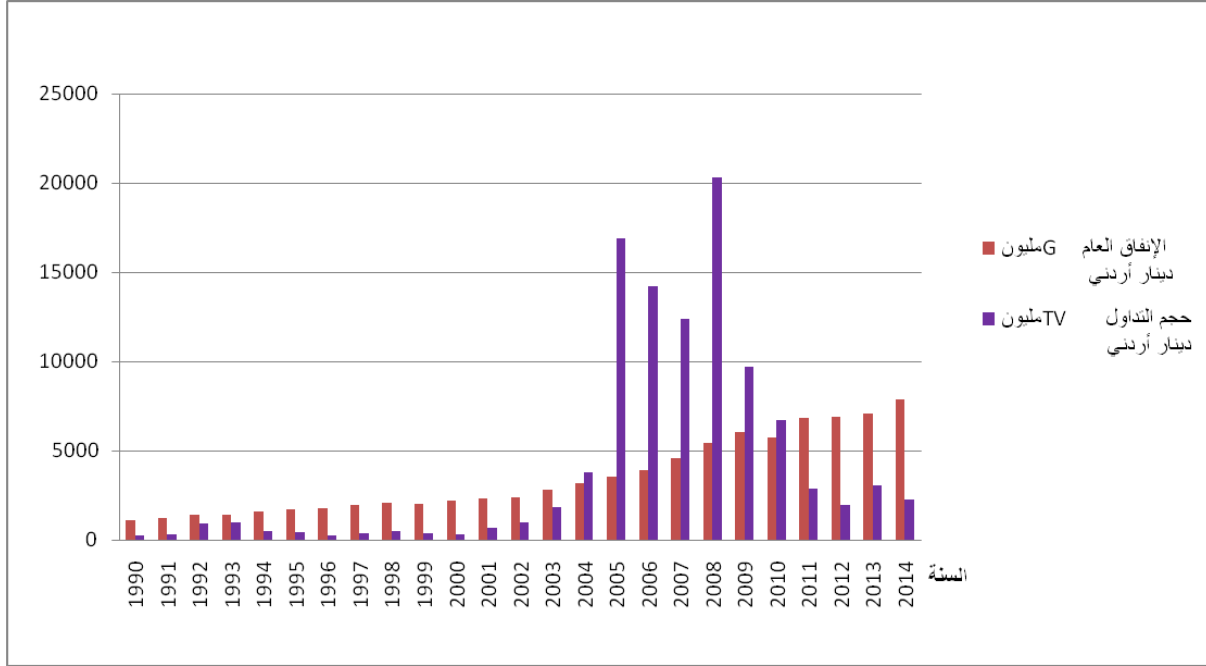
نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن قيمة معامل الارتباط بين متغير سياسة الإنفاق العام مع مؤشر القيمة السوقية بلغت نحو: 0.80 مما يعني وجود علاقة ارتباط طردي قوي بين النفقات العامة ومؤشر القيمة السوقية، وتتفق هذه النتائج مع منطوق النظرية الاقتصادية.

الفرع الثالث: أثر النفقات العامة على مؤشر حجم التداول لبورصة عمان (خلال الفترة 1990-2014)

في الشكل الموالي نحاول توضيح العلاقة بين الإنفاق العام (G) ومؤشر حجم التداول (TV)

لبورصة عمان (طيلة الفترة 1990-2014):

شكل رقم(37): علاقة النفقات العامة بمؤشر حجم التداول لبورصة عمان
(خلال الفترة1990-2014)



المصدر: من اعداد الطالبة بناء على مخرجات البرنامج الاحصائي EXCEL وبيانات الجدولين رقم(06) و(11)

من الملاحظ حسب التمثيل البياني أعلاه عدم وجود تأثير واضح للنفقات العامة على مؤشر حجم التداول لبورصة عمان، فالعلاقة بين المؤشرين تتذبذب بين الطردية والعكسية، وبالرغم من زيادة النفقات العامة في بعض السنوات إلا أن هذه الزيادة لم يصاحبها ارتفاع في قيم مؤشر حجم التداول، ويفسر ذلك بأن تداعيات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، ثورات الربيع العربي كلها جعلت من الأثر الصافي للنفقات العامة على مؤشر حجم التداول محدودا، وقد يفسر ذلك أيضا بأن نسبة الإنفاق العام من الناتج المحلي الإجمالي لا تزال كبيرة، حيث تتراوح بين 45.5% و 29.6%، و هي تتجاوز بشكل كبير المدى الأمثل لحجم القطاع العام المقدر ب(10% إلى 20%) الذي يحفز على النمو الاقتصادي بشكل عام، وتنمية مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية بشكل خاص.

من أجل توضيح العلاقة أكثر بين النفقات العامة ومؤشر حجم التداول لبورصة عمان قمنا بحساب

قيم معاملات الارتباط باستخدام البرنامج الإحصائي eviews8، والنتيجة موضحة بالجدول الموالي:

**جدول رقم(14): معامل الارتباط بين النفقات العامة ومؤشر حجم التداول لبورصة عمان
(خلال الفترة 1990-2014)**

المتغيرات	قيمة معامل الارتباط
الإنفاق العام/ مؤشر حجم التداول	0.374589

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي (eviews8) وبيانات الجدولين رقم(06) و (11)

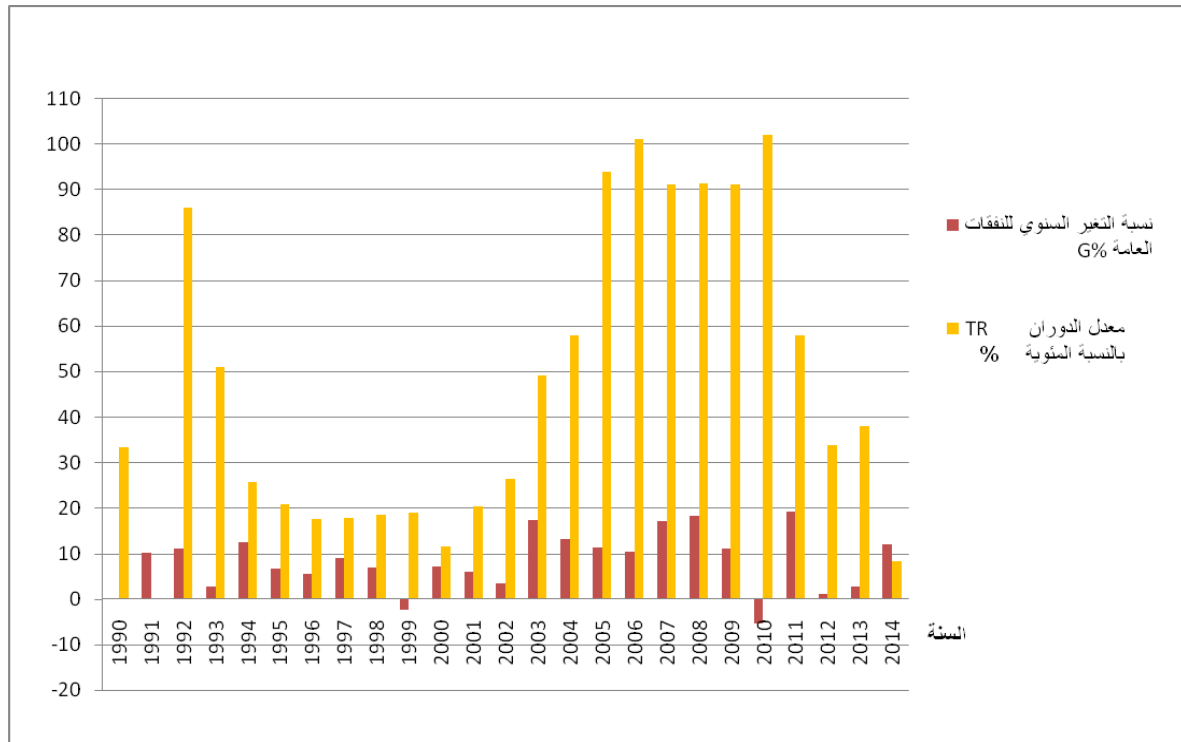
نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن قيمة معامل الارتباط بين متغير سياسة الإنفاق العام مع مؤشر حجم التداول بلغت نحو: 0.3 مما يعني وجود علاقة ارتباط طردي ضعيف بين النفقات العامة ومؤشر حجم التداول .

الفرع الثالث: أثر النفقات العامة على مؤشر معدل الدوران لبورصة عمان (خلال الفترة 1990-2014)

في الشكل الموالي نحاول توضيح العلاقة بين الإنفاق العام (G) ومؤشر معدل الدوران (TR) لبورصة عمان (طيلة الفترة 1990-2014):

شكل رقم(38): علاقة النفقات العامة بمؤشر معدل الدوران لبورصة عمان

(خلال الفترة 1990-2014)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي (eviews8) وبيانات الجدولين رقم (06) و (11)

من الملاحظ حسب التمثيل البياني أعلاه عدم وجود تأثير واضح للتغير في النفقات العامة على مؤشر معدل الدوران لبورصة عمان فالعلاقة بين المؤشرين تتذبذب بين الطردية والعكسية، وبالرغم من زيادة النفقات العامة في بعض السنوات إلا أن هذه الزيادة لم يصاحبها ارتفاع في قيم مؤشر معدل الدوران، ويفسر ذلك بأن تداعيات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، ثورات الربيع العربي كلها جعلت من الأثر الصافي للنفقات العامة على مؤشر معدل الدوران محدودا، وقد يفسر ذلك أيضا بأن نسبة الإنفاق العام من الناتج المحلي الإجمالي لا تزال كبيرة، حيث تتراوح بين 45.5% و 29.6%، و هي تتجاوز بشكل كبير المدى الأمثل لحجم القطاع العام المقدر ب(10% إلى 20%) الذي يحفز على النمو الاقتصادي بشكل عام، وتنمية مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية بشكل خاص.

من أجل توضيح العلاقة أكثر بين النفقات العامة ومؤشر معدل الدوران لبورصة عمان قمنا بحساب قيم معاملات الارتباط باستخدام البرنامج الإحصائي eviews8، والنتيجة موضحة بالجدول الموالي:

جدول رقم(15): معامل الارتباط بين النفقات العامة ومؤشر معدل الدوران لبورصة عمان

(خلال الفترة 1990-2014)

المتغيرات	قيمة معامل الارتباط
الإنفاق العام/ مؤشر معدل الدوران	0.380414

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي (eviews8) وبيانات الجدولين رقم(06) و (11)

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن قيمة معامل الارتباط بين متغير سياسة الإنفاق العام مع مؤشر حجم التداول بلغت نحو: 0.3 مما يعني وجود علاقة ارتباط طردية ضعيف بين النفقات العامة ومؤشر حجم التداول .

المطلب الثاني: دراسة وتحليل أثر الإيرادات الضريبية على مؤشرات أداء بورصة عمان (خلال

الفترة 1990-2014)

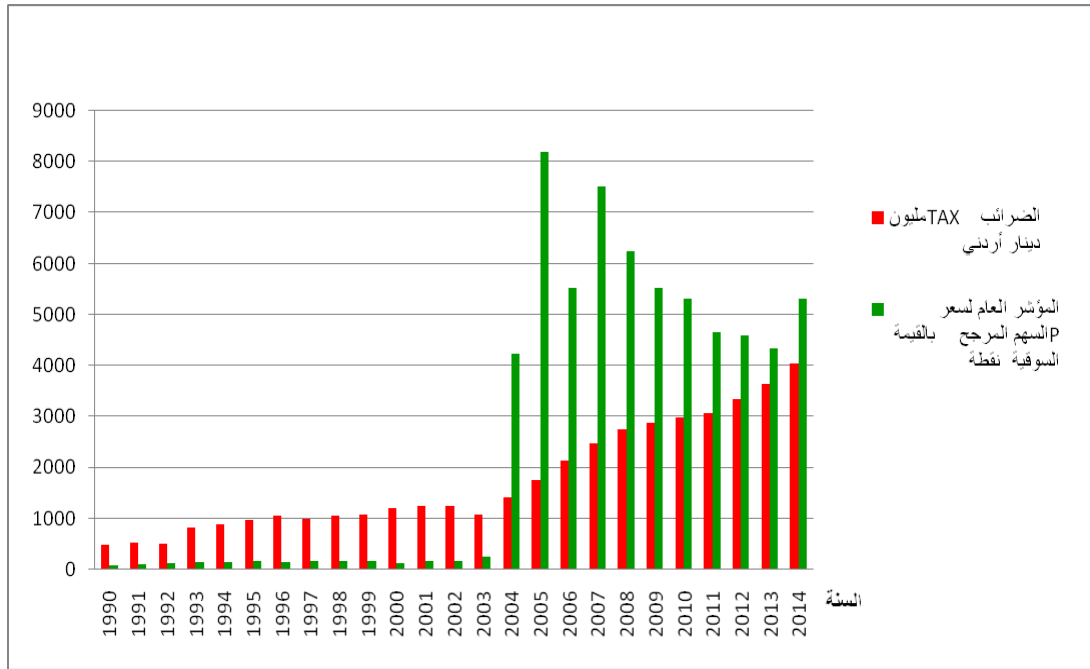
نتناول في هذا المطلب تأثير الضرائب على مؤشرات أداء بورصة عمان للأوراق المالية المتمثلة في: المؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية، مؤشر القيمة السوقية، وكذلك مؤشر حجم التداول، وأخيرا مؤشر معدل الدوران وذلك طيلة الفترة (1990-2014).

الفرع الأول: أثر الإيرادات الضريبية على المؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية لبورصة عمان (طيلة الفترة 1990-2014)

من خلال الطرح النظري السابق اتضح لنا أن هناك علاقة عكسية بين الإيرادات الضريبية ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، وفي الشكل الموالي نحاول توضيح العلاقة بين الضرائب (TAX) والمؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية (P) لبورصة عمان (طيلة الفترة 1990-2014).

شكل رقم(39): علاقة الإيرادات الضريبية بالمؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية

لبورصة عمان (خلال الفترة 1990-2014)



المصدر: من اعداد الطالبة بناء على مخرجات البرنامج الاحصائي EXCEL وبيانات الجدولين رقم(06) و(11)

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ عدم وجود تأثير واضح للإيرادات الضريبية على المؤشر العام لسعر

السهم لبورصة عمان، والعلاقة بين المؤشرين كانت تتراوح بين الايجابية والعكسية.

من أجل توضيح العلاقة أكثر بين الإيرادات الضريبية والمؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة

السوقية لبورصة عمان قمنا بحساب قيمة معامل الارتباط باستخدام البرنامج الإحصائي eviews8،

والنتيجة موضحة بالجدول الموالي:

جدول رقم(16): معامل الارتباط بين الإيرادات الضريبية والمؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية لبورصة عمان(خلال الفترة 1990-2014)

المتغيرات	قيمة معامل الارتباط
الضرائب/ المؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية	0.754015

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي (eviews8) وبيانات الجدولين رقم(06) و(11)

حسب ما هو موضح بالجدول أعلاه يتضح لنا وجود ارتباط طردي قوي بين متغير الضريبة والمؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية، وهذه النتائج مخالفة لمنطق النظرية الاقتصادية التي تنص على وجود على علاقة عكسية بين متغير الإيرادات الضريبية، ومؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية، كما أن هذه النتائج تعني عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين متغير السياسة الضريبية ومؤشر أداء

سوق الأوراق المالية، واختلاف معامل الارتباط عن الصفر لا يرجع لوجود علاقة حقيقية بين هذه المتغيرات إنما يرجع لمجرد الصدفة.

إن عدم وجود علاقة عكسية بين الإيرادات الضريبية المؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية لسعر السهم يرجع إلى مجموعة من العوامل يمكن ايجازها كمايلي:

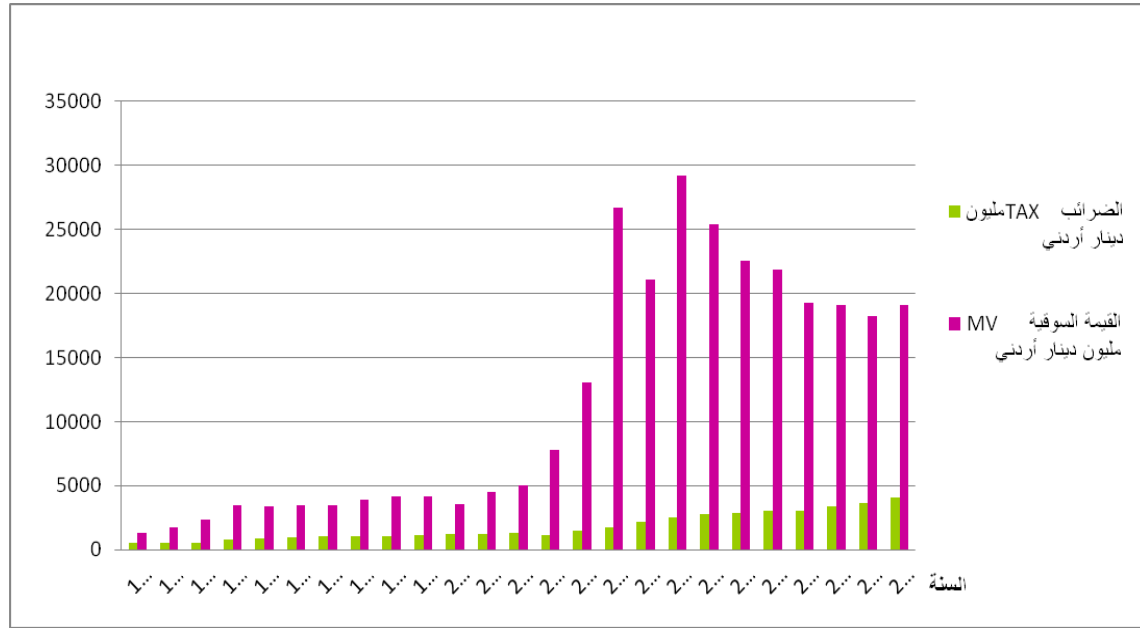
- القوانين الضريبية الأردنية التي تحتوي على الكثير من التناقضات، والتي تعيق الاستثمار فمثلا قانون ضريبة الدخل المؤقت لسنة 2009، وجهت له الكثير من الانتقادات لأنه:
- ألغى القانون إعفاءات قانون تشجيع الاستثمار، وقانون المناطق الحرة الصناعية، وقانون المدن الصناعية التي كانت تساهم في جذب الاستثمار للأردن، وتعمل على تنشيط الحياة الاقتصادية، وفي نفس السياق أخضع القانون الشركات الأجنبية التي لها مكاتب في الأردن وتزاول نشاط خارج الأردن للضريبة، الأمر الذي يعيق عملية تحفيز الاستثمارات .
- إن إعفاء كامل الأرباح المتحققة عن المتاجرة بالأسهم والسندات المحلية لكل من المستثمر الأردني وغير الأردني، دون تحديد شروط أو مدة محددة على الاستثمار (مدة الاحتفاظ بالسهم)، لا يساعد على توطين الاستثمارات الأجنبية طويلة الأجل.
- تقدر نسبة الضريبة المفروضة على مؤسسات الوساطة المالية في الأردن ب35%، وما يتبقى لشركات الوساطة المالية بعد اقتطاع هذه النسبة للحكومة، واقتطاع جزء من عمولة المكتب لهيئة الأوراق المالية، لا يكفي لتغطية التزاماتها ومصاريها، وهو ما يهدد استمرار عملها، وقد طالبت

مؤسسات الوساطة المالية في الأردن بتخفيض هذه النسبة إلى 25%، ومعاملة هذه الشركات كشركات خدمات وليس كشركات مالية، خصوصا وأنها معرضة للخسائر نتيجة للتقلبات التي تعرفها الأسواق المالية .

- تعقيدات النظام الضريبي، وعدم استقراره وكثرة التعديلات التي أدخلت على القوانين المتعلقة به، الأمر الذي جعل من النصوص الضريبية غامضة وصعبة الفهم.
 - إن الاعتماد على الضرائب غير المباشرة بنسبة كبيرة أدى إلى زيادة العبء الضريبي، حيث بلغ متوسط العبء الضريبي في الأردن في سنة 2011 حوالي 25%، وهي نسبة مرتفعة مقارنة بدول مجلس التعاون الخليجي التي لا يوجد بها الكثير من الضرائب، أو في سويسرا أوفي مصر حيث بلغت هذه النسب 17.5%، 14.1% على التوالي في البلدين.
 - إن التعديلات المتكررة على القوانين الضريبية، أدت إلى أن تصبح الضرائب غير المباشرة هي الأهم، وتمثل حصة متميزة من الإيرادات العامة للدولة، وقد صعبت تلك التعديلات عملية الامتثال الضريبي، وسهلت التجنب والتهرب الضريبي الذي يؤثر بالسلب على أداء سوق الأوراق المالية.
- الفرع الثاني: أثر الإيرادات الضريبية على مؤشر القيمة السوقية لبورصة عمان (طيلة الفترة 1990-2014)**

في الشكل الموالي نحاول توضيح العلاقة بين الضرائب (TAX) ومؤشر القيمة السوقية بالقيمة السوقية (MV) لبورصة عمان (طيلة الفترة 1990-2014):

شكل رقم(40): علاقة الإيرادات الضريبية بمؤشر القيمة السوقية لبورصة عمان
(خلال الفترة 1990- 2014)



المصدر: من اعداد الطالبة بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي EXCEL وبيانات الجدولين رقم (06) و(11) من خلال الشكل أعلاه نلاحظ عدم وجود تأثير واضح للإيرادات الضريبية على مؤشر القيمة السوقية لبورصة عمان، والعلاقة بين المؤشرين السابقين كانت تتراوح بين العكسية والإيجابية. من أجل توضيح العلاقة أكثر بين الإيرادات الضريبية ومؤشر القيمة السوقية لبورصة عمان قمنا بحساب قيمة معامل الارتباط باستخدام البرنامج الإحصائي eviews8، والنتيجة موضحة بالجدول التالي:

جدول رقم(17): معامل الارتباط بين الإيرادات الضريبية ومؤشر القيمة السوقية لبورصة عمان
(خلال الفترة 1990-2014)

المتغيرات	قيمة معامل الارتباط
الضرائب/ مؤشر القيمة السوقية	0.809348

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي (eviews8) وبيانات الجدولين رقم (6) و (11)

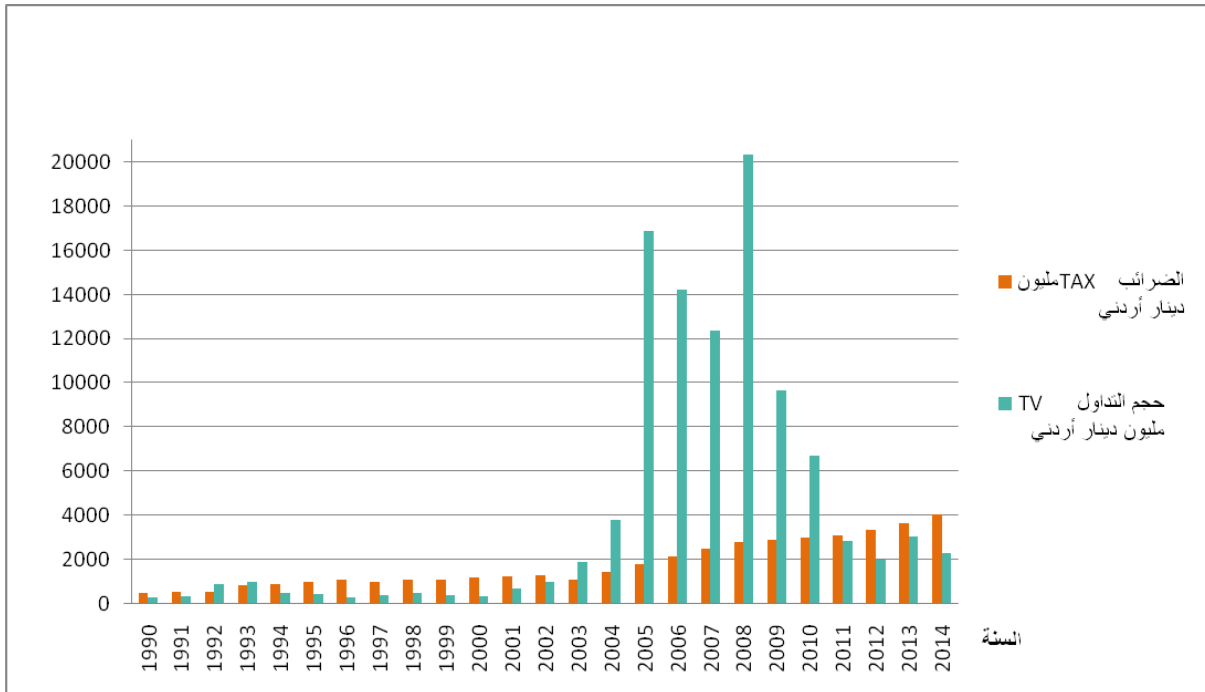
حسب ما هو موضح بالجدول أعلاه يتضح لنا وجود ارتباط طردي قوي بين متغير الضريبة ومؤشر القيمة السوقية، وهذه النتائج مخالفة لمنطق النظرية الاقتصادية التي تنص على وجود على علاقة عكسية بين متغير الإيرادات الضريبية، ومؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية، كما أن هذه النتائج تعني عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين متغير السياسة الضريبية ومؤشر أداء سوق الأوراق المالية، واختلاف معامل الارتباط عن الصفر لا يرجع لوجود علاقة حقيقية بين هذه المتغيرات إنما يرجع لمجرد الصدفة.

إن عدم وجود علاقة عكسية بين الإيرادات ومؤشر القيمة السوقية يرجع إلى مجموعة من العوامل من أهمها كثرة التعديلات الضريبية، وتعدد النظام الضريبي الأردني وغموض نصوصه، بالإضافة إلى شيوع التهرب الضريبي.

الفرع الثالث: أثر الإيرادات الضريبية على مؤشر حجم التداول لبورصة عمان (طيلة الفترة 1990-2014)

في الشكل الموالي نحاول توضيح العلاقة بين الضرائب (TAX) و مؤشر حجم التداول لبورصة عمان (TV) لبورصة عمان (طيلة الفترة 1990-2014):

شكل رقم (41): علاقة الإيرادات الضريبية بمؤشر حجم التداول لبورصة عمان (خلال الفترة 1990-2014)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي (eviews8) وبيانات الجدولين رقم(06) و(11)

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ عدم وجود علاقة تأثير للإيرادات الضريبية على مؤشر حجم التداول لبورصة عمان، حيث أن العلاقة بين الحصيلة الضريبية ومؤشر حجم التداول كانت تتذبذب بين العكسية والايجابية.

من أجل توضيح العلاقة أكثر بين الإيرادات الضريبية ومؤشر حجم التداول لبورصة عمان قمنا بحساب قيمة معامل الارتباط باستخدام البرنامج الإحصائي eviews8، والنتيجة موضحة بالجدول الموالي:

جدول رقم(18): معامل الارتباط بين الإيرادات الضريبية ومؤشر حجم التداول لبورصة عمان (خلال الفترة 1990-2014)

المتغيرات	قيمة معامل الارتباط
الضرائب/ مؤشر حجم التداول	0.395273

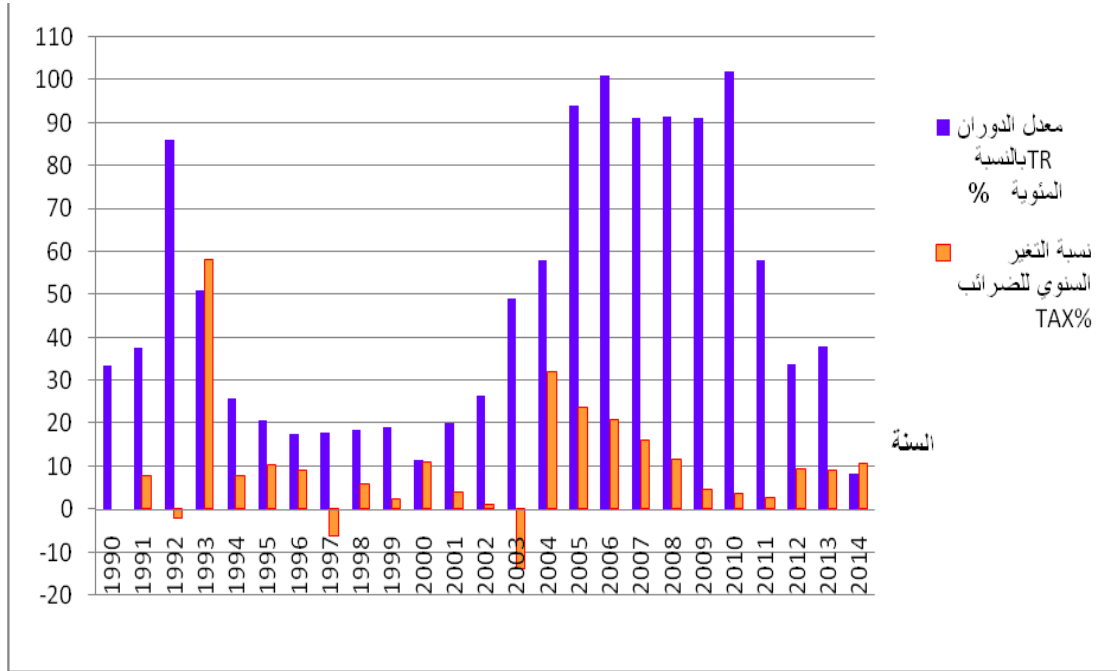
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي (eviews8) وبيانات الجدولين رقم(06) و (11)

حسب ما هو موضح بالجدول أعلاه يتضح لنا وجود ارتباط طردي ضعيف بين متغير الضريبة ومؤشر حجم التداول، وهذه النتائج مخالفة لمنطق النظرية الاقتصادية التي تنص على وجود على علاقة عكسية بين متغير الإيرادات الضريبية، ومؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية، كما أن هذه النتائج تعني عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين متغير السياسة الضريبية ومؤشر أداء سوق الأوراق المالية، واختلاف معامل الارتباط عن الصفر لا يرجع لوجود علاقة حقيقية بين هذه المتغيرات إنما يرجع لمجرد الصدفة، ويفسر عدم وجود علاقة عكسية بين الإيرادات الضريبية ومؤشر حجم التداول بمجموعة من العوامل من أهمها: كثرة التعديلات الضريبية، وتعدد النظام الضريبي الأردني وغموض نصوصه، بالإضافة إلى شيوع التهرب الضريبي.

الفرع الرابع: أثر الإيرادات الضريبية على مؤشر معدل الدوران لبورصة عمان(طيلة الفترة 1990-2014)

في الشكل الموالي نحاول توضيح العلاقة بين الإنفاق العام (TAX) و مؤشر معدل الدوران لبورصة عمان (TR) لبورصة عمان (طيلة الفترة 1990-2014):

شكل رقم (42): علاقة الايرادات الضريبية بمؤشر معدل الدوران لبورصة عمان
(خلال الفترة 1990-2014)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي (eviews8) وبيانات الجدولين رقم(06) و (11).

حسب التمثيل البياني أعلاه عدم وجود تأثير واضح للايرادات الضريبية على مؤشر معدل الدوران لبورصة عمان، حيث أن العلاقة بين التغير السنوي في الضريبة ومؤشر حجم التدامعدل الدورانول كانت تتراوح بين العكسية والايجابية.

من أجل توضيح العلاقة أكثر بين الايرادات الضريبية ومؤشر معدل الدوران لبورصة عمان قمنا بحساب قيمة معامل الارتباط باستخدام البرنامج الإحصائي eviews8، والنتيجة موضحة بالجدول الموالي:
جدول رقم(19): معامل الارتباط بين الايرادات الضريبية ومؤشر معدل الدوران لبورصة عمان(خلال الفترة

(2014-1990)

المتغيرات	قيمة معامل الارتباط
الضرائب/ مؤشر معدل الدوران	0.365685

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي (eviews8) وبيانات الجدولين رقم(06) و (11).

حسب ما هو موضح بالجدول أعلاه يتضح لنا وجود ارتباط طردي ضعيف بين متغير الضريبة ومؤشر معدل الدوران، وهذه النتائج مخالفة لمنطق النظرية الاقتصادية التي تنص على وجود علاقة عكسية بين متغير الإيرادات الضريبية، ومؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية، كما أن هذه النتائج تعني عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين متغير السياسة الضريبية ومؤشر معدل الدوران، واختلاف معامل الارتباط عن الصفر لا يرجع لوجود علاقة حقيقية بين هذه المتغيرات إنما يرجع لمجرد الصدفة، ويفسر عدم وجود علاقة عكسية بين الإيرادات الضريبية ومؤشر معدل الدوران بمجموعة من العوامل من أهمها: كثرة التعديلات الضريبية، وتعقد النظام الضريبي الأردني وغموض نصوصه، بالإضافة إلى شيوع التهرب الضريبي.

المطلب الثالث: أثر الدين العام الداخلي على أداء سوق الأوراق المالية الأردنية (خلال الفترة 1990-2014)

نتناول في هذا المطلب تأثير الدين العام الداخلي على مؤشر حجم التداول لبورصة عمان (خلال الفترة 1990-2014).

الفرع الأول: تطور الدين العام الداخلي في الأردن (خلال الفترة 1990-2014)

من أجل تتبع تطورات الدين العام الداخلي الأردني (خلال الفترة 1990-2014)، ندرج الجدول الموالي:

جدول رقم(20): تطور الدين العام الداخلي في الأردن (خلال الفترة 1990-2014)

النسبة ل GDP	الدين الداخلي	السنة
37,6	1037,6	1990
35,9	1061,7	1991
28,8	1041,5	1992
28,2	1096,4	1993
26,5	1155,6	1994
20,7	975,4	1995
20,5	1006,4	1996
17,8	914,2	1997
20,5	1152	1998
18,2	1054	1999
20,6	1235	2000
22,0	1397	2001
24,4	1656	2002
25,1	1815	2003
25,7	2082	2004
27,6	2467	2005
26,7	2961	2006
29,3	3695	2007
35,7	5754	2008
47,1	7086	2009
42,5	7980	2010
66,9	9996	2011
57,71	12768	2012
56,34	13440	2013
57,4	14621	2014

المصدر : • بيانات إحصائية سنوية لقطاع المالية العامة " خمسين عاما"، موقع البنك المركزي الأردني، أنظر

الموقع الإلكتروني: <http://www.cbj.gov.jo/arabic> (2011-1990)

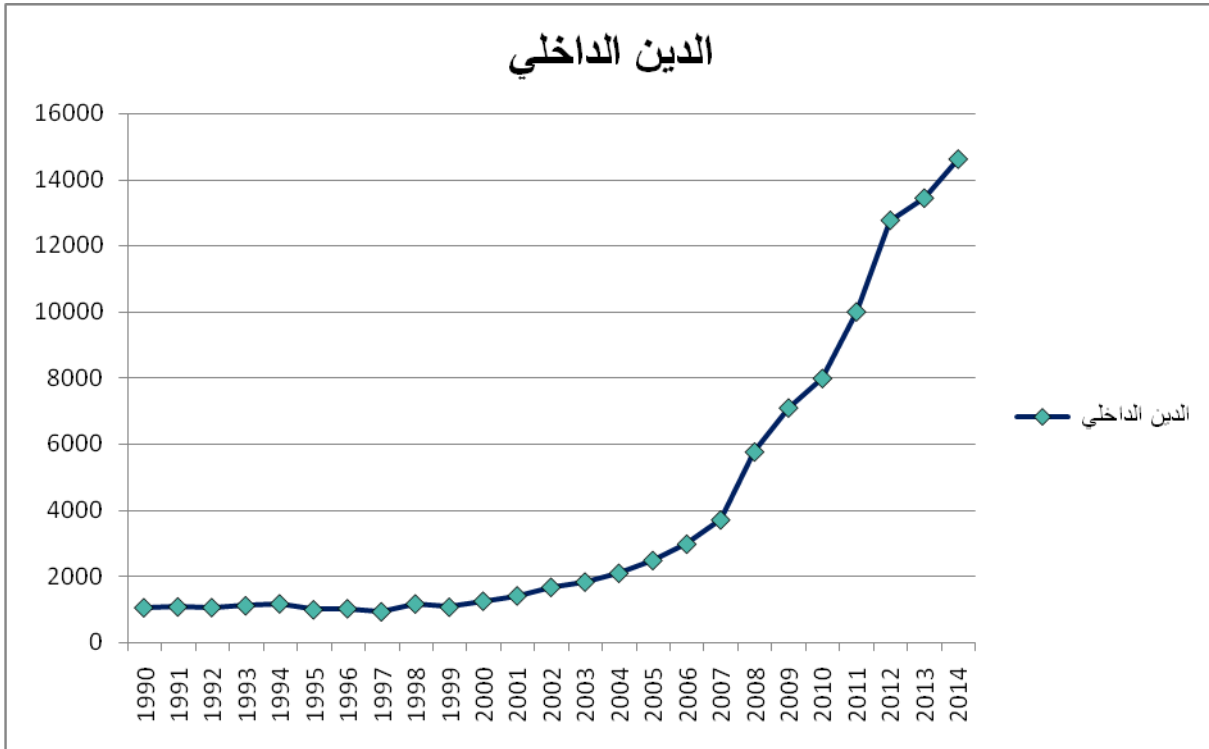
• التقرير السنوي للمالية العامة لسنة 2014، موقع البنك المركزي الأردني، أنظر الموقع الإلكتروني:

<http://www.cbj.gov.jo/arabic> (2014-2012).

• تم احتساب النسب من طرف الطالبة.

بالاعتماد على الجدول أعلاه قمنا باعداد الشكل التالي:

شكل رقم(43): تطور الدين العام الداخلي في الأردن (خلال الفترة 1990-2014)



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على البرنامج الاحصائي Excel ومعطيات الجدول رقم(06)

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ ارتفاع رصيد الدين الداخلي المستحق على الحكومة خلال فترة الدراسة من 1037.6 مليون دينار أردني خلال سنة 1990 إلى 14621 مليون دينار أردني خلال سنة 2014، وهنا لا بد من الإشارة إلى أن الزيادة المتتالية في إجمالي الدين الداخلي جاءت كمحصلة لارتفاع الإصدارات من السندات، وأذون الخزانة، وقيام الخزينة العامة بتمويل خسائر شركة الكهرباء الوطنية وسلطة المياه.

الفرع الثاني: أثر الدين العام الداخلي على مؤشر حجم التداول لبورصة عمان(خلال الفترة 1990-2014)

في عام 2001 تم إصدار قانون الدين العام (رقم 26) في الأردن، والذي يهدف إلى زيادة مرونة حجم الإصدارات من السندات الحكومية، و الأذونات، وتحديد سقف على المديونية الداخلية والخارجية، ومن جانب آخر سعت الحكومة على التركيز على الاقتراض الداخلي من خلال السندات الحكومية والأذونات واقتصار الاقتراض الخارجي على القروض الطويلة الأجل، وقد قامت الحكومة الأردنية بعدة محاولات في مجال تسنيد الدين الداخلي، وبهدف تنشيط سوق رأس المال المحلي والسوق الثانوي استمرت وزارة المالية في إصدار سندات، و أذونات الخزينة بشكل منتظم ودوري، كما يوضحه الجدول الموالي:

جدول رقم(21): قيمة الاصدارات في السوق الأولية الأردنية من سندات و أذونات الخزنة

الوحدة (مليون دينار أردني)

السنة	أذونات الخزنة	سندات الخزنة	إجمالي السندات وأذونات الخزنة
1990	00	48.000.000	48.000.000
1991	00	00	00
1992	00	32.000.000	32.000.000
1993	00	0	00
1994	00	00	00
1995	00	8.000.000	8.000.000
1996	00	00	00
1997	00	29.000.000	29.000.000
1998	00	20.000.000	20.000.000
1999	00	40.000.000	40.000.000
2000	00	80.000.000	80.000.000
2001	00	200.000.000	200.000.000
2002	00	100.000.000	100.000.000
2003	00	600.000.000	600.000.000
2004	00	300.000.000	300.000.000
2005	00	540.000.000	540.000.000
2006	300.000.000	500.000.000	500.000.000
2007	550.000.000	592.500.000	1.142.500.000
2008	1716.000.000	1.265.200.000	2.981.200.000
2009	2787.000.000	1.404.000.000	4.191.000.000
2010	غير متاح	غير متاح	4.641.300.000
2011	غير متاح	غير متاح	4.110.900.000
2012	غير متاح	غير متاح	5.622.500.000
2013	غير متاح	غير متاح	5.493.395.000
2014	غير متاح	غير متاح	6.135.000.00

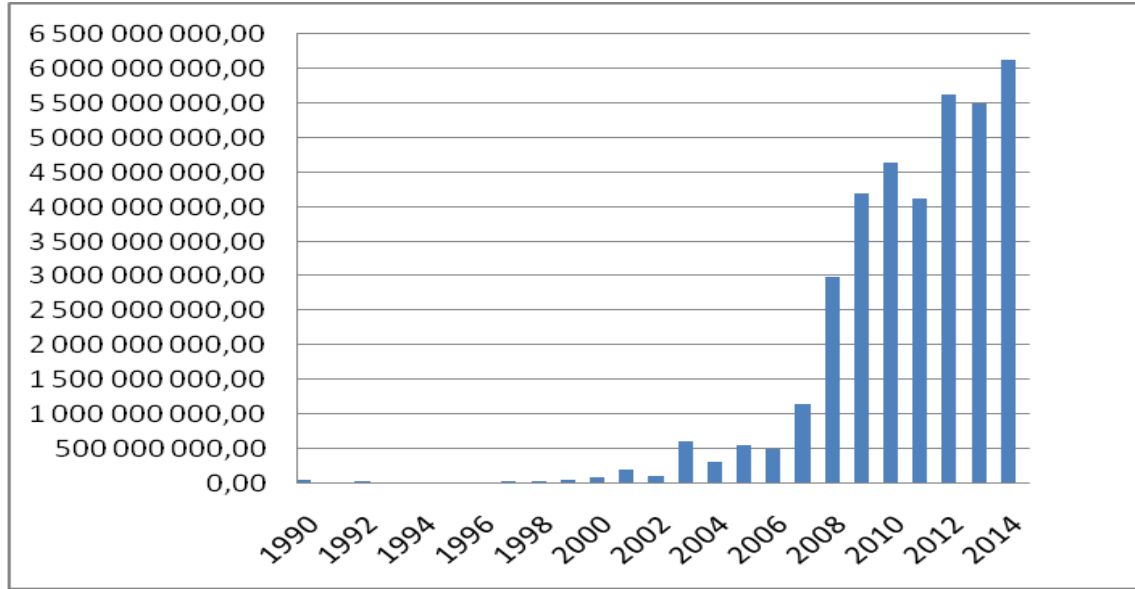
المصدر: • معلومات حول أحجام التداول في سوق السندات الأردنية (2009-1978)، موقع بورصة عمان:

<http://www.ase.com.jo/ar> (2009-1990)

• التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2014، موقع بورصة عمان: <http://www.ase.com.jo/ar> ()

وبالاعتماد على معطيات الجدول أعلاه ندرج الشكل الموالي:

شكل رقم(44): تطور قيمة سندات و أدونات الخزانة



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على البرنامج الاحصائي Excel ومعطيات الجدول رقم(21)

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه ارتفاع قيمة الاصدارات الأولية من سندات و أدونات الخزانة من 48.000.000 مليون دينار أردني خلال سنة 1990 إلى 6.135.000.000 مليون دينار أردني خلال سنة 2014، كذلك يمكن أن نلاحظ ضعف قيمة الاصدارات من أدونات الخزانة، حيث كانت معدومة طيلة الفترة (1990-2005) .

بشكل عام يمكن القول أن سوق السندات الأردني محدود، وغير متطور خاصة في ظل ضعف حجم السوق الأولي وتواضع حجم الأدوات المصدرة بها، وتفضيل المستثمرين للودائع المصرفية على السندات، وبالرغم من محاولات تحويل جزء من الدين العام للتداول في سوق الأوراق المالية، إلا أن تأثير الدين العام على أداء سوق الأوراق المالية يظل محدودا، ذلك أن معظم الدين الداخلي لا يزال غير متداول في سوق الأوراق المالية الأردني، بشكل يعكسه ضعف سوق السندات الأردني طيلة فترة الدراسة، وفي الجدول الموالي قمنا بحساب معامل الارتباط بين الدين المحلي ومؤشر حجم التداول في بورصة عمان

جدول رقم(21): معامل الارتباط بين الدين المحلي ومؤشر حجم التداول في سوق الأوراق المالية الأردنية

المتغير	قيمة معامل الارتباط
الدين المحلي / مؤشر حجم التداول	0.139908

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على البرنامج الإحصائي (eviews8) ومعطيات الجدولين رقم(20) و(21) نلاحظ من خلال الجدول وجود علاقة ارتباطيه طردية ضعيفة جدا بين الدين الداخلي ومؤشر حجم التداول، وهو ما يتفق مع نتائج التحليل المتوصل إليها سابقا. بناء على ما سبق يمكن القول أن السياسة المالية في الأردن كانت ضعيفة من ناحية تنشيطها لأداء سوق الأوراق المالية الأردنية خاصة في ظل تعقد النظم الضريبية، وشيوع التهرب الضريبي، وضعف سوق السندات، وتواضع حجم الإصدارات في السوق الأولية.

خلاصة الفصل الرابع

من خلال هذا الفصل استعرضنا مختلف التطورات التي شهدتها السياسة المالية في الأردن، كذلك نبذة عن سوق الأوراق المالية الأردني وتطور مؤشرات أداءه خلال الفترة (1990-2014).

ثم قمنا بإسقاط الدراسة النظرية وذلك من خلال دراسة وتحليل أثر أدوات السياسة المالية على مؤشرات أداء بورصة عمان (طيلة الفترة 1990-2014)، وقدخلصنا إلى النتائج التالية:

1- معظم الإنفاق العام الأردني هو من النوع الجاري، ويشكل هذا الأخير حوالي 80% من النفقات الحكومية والباقي عبارة عن نفقات رأسمالية، كذلك تبين من خلال احتساب الإنفاق العام كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي أن الحجم النسبي للقطاع العام الأردني يتراوح بين 29.6% و 45.5% وهي نسبة كبيرة جدا، كذلك يعتبر الأردن من الدول ذات الإيرادات العالية نسبة للناتج المحلي الإجمالي مقارنة بالدول المشابهة له من حيث محدودية الموارد والثروات الوطنية، ويمتاز النظام الضريبي الأردني بانحيازه بشكل كبير نحو الضرائب غير المباشرة، من جهة أخرى يعاني الاقتصاد الأردني من عجز موازني دائم، وقد ساهم ارتفاع فواتير الدعم الحكومي في زيادة الضغط المباشر على الموازنة وارتفاع قيمة العجز المالي، وهو ما جعل اللجوء إلى المديونية سمة من سمات التدفقات إلى خزانة الدولة.

2- تبنت الحكومة الأردنية إصلاحات هيكلية لسوق رأس المال، ومن أبرزها إصدار قانون الأوراق المالية رقم 23 لسنة 1997، حيث تم بموجبه إنشاء ثلاث مؤسسات مهمة هي: هيئة الأوراق المالية الأردنية، بورصة عمان للأوراق المالية، مركز إيداع الأوراق المالية، و يعد سوق الأوراق الأردني من أهم الأسواق العربية الناشئة، وبالرغم من تأثره ببعض العوامل الخارجية التي من أهمها حرب العراق (2003)، الأزمة المالية لسنة 2008 وتداعيات ثورة الربيع العربي إلا أنه عرف تطورا وتحسنا ملحوظا من حيث مؤشرات أداءه طيلة الفترة 1990-2014.

3- هناك علاقة ارتباط ايجابية قوية بين النفقات العامة والمؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية لبورصة عمان، وكذلك مؤشر القيمة السوقية، وقد ثبت وجود علاقة ارتباط طردي ضعيف بين النفقات العامة ومؤشر حجم التداول ومعدل الدوران.

4- عدم وجود علاقة عكسية بين الإيرادات الضريبية ومختلف مؤشرات أداء بورصة عمان، وذلك يرجع إلى مجموعة من الأسباب أهمها: كثرة التعديلات الضريبية، تعقد النظام الضريبي الأردني بالإضافة إلى شيوع التهرب الضريبي.

5- إن تأثير الدين العام على أداء سوق الأوراق المالية يظل محدودا وضعيفا، ذلك أن معظم الدين الداخلي لا يزال غير متداول في سوق الأوراق المالية الأردني، كما أن سوق السندات الأردنية مازالت ضعيفة، ومحدودة، وغير متطورة.

الخاتمة العامة

تناولنا في هذه الدراسة كل الجوانب النظرية والتطبيقية المتعلقة بقنوات تأثير السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية، وقد حاولنا إسقاط الجوانب النظرية وتشخيصها على أرض الواقع من خلال تطبيق الدراسة على المملكة الأردنية.

تشمل خاتمة هذا البحث على خلاصة عامة، ونتائج الدراسة، ونتائج اختبار الفرضيات، بالإضافة إلى التوصيات وأخير أفاق البحث.

الخلاصة العامة:

أصبحت أسواق الأوراق المالية تحظى بمكانة كبيرة في الاقتصاديات المعاصرة، وهي تستمد أهميتها من وجودها ومن الدور المتعدد الأوجه الذي تقوم به، حيث تعمل على حشد وتعبئة المدخرات، وتوفير السيولة للمدخرين والمستثمرين، كذلك تخصيص رؤوس الأموال نحو الاستثمار المحلي في كافة مجالات النشاط الاقتصادي، وبالتالي تساعد على رفع معدلات النمو الاقتصادي ودفع عجلة التنمية الاقتصادية.

قامت الحكومة الأردنية بإنشاء سوق عمان للأوراق المالية طبقاً لأحكام القانون رقم 3 لسنة 1976 بوصفه مؤسسة عامة لها شخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري، وقد ظل سوق عمان للأوراق المالية يلبي احتياجات المستثمرين حتى منتصف عقد التسعينيات الذي بدأ يشهد تحولات كبيرة في صناعة الأوراق المالية أثمرت بإنشاء بورصة عمان للأوراق المالية في سنة 1999 .

وقد حاولت السلطات الأردنية تطوير السوق وتنمية مؤسساته وبنيتها التحتية، غير أن ذلك التطوير لم يكن كافياً لوحده لتحقيق الهدف المنشود، إذ تطلب الأمر تدخل الحكومة من خلال سياستها المالية وتطويع أدواتها للتأثير على أداء سوق الأوراق المالية الأردني.

وبالرغم من المجهودات الأردنية المبذولة في هذا المجال يبقى تأثير السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية الأردنية ضعيفاً ومحدوداً للغاية، فالنفقات العامة ما زالت تعاني من اختلال في هيكل التركيبة الاقتصادية حيث تبلغ نسبة النفقات الجارية ما يعادل 80% من إجمالي النفقات العامة وهي نسبة كبيرة جداً مقارنة بالنفقات الرأسمالية، كما أن نسبة الإنفاق العام من الناتج المحلي الإجمالي في الأردن لا تزال كبيرة حيث تتراوح كما بيناه في الفصل التطبيقي بين 29.6% إلى 45.5% وهي تتجاوز بشكل كبير المدى الأمثل لحجم القطاع العام المقدر ب(10% إلى 20%) وهي النسبة التي تحفز على النمو الاقتصادي بشكل عام، وتنمية سوق الأوراق المالية بشكل خاص.

ومن الجانب الضريبي هناك عدة عوامل عرقلت من النمو الإيجابي لأداء سوق عمان المالي، حيث أن تعقيدات النظام الضريبي الأردني وعدم استقراره وكثرة التعديلات التي أدخلت على القوانين

المتعلقة به جعل من النصوص الضريبية غامضة وصعبة الفهم، أيضا الاعتماد على الضرائب غير المباشرة بنسبة كبيرة أدى على زيادة العبء الضريبي الذي بلغ في سنة 2011 حوالي 25%، وهي مرتفعة جدا مقارنة بباقي الدول العربية، أيضا نسبة الضريبة المفروضة على مؤسسات الوساطة المالية في الأردن كبيرة نوعا ما وهي تقدر بـ 35% ومايتبقى لهذه المؤسسات بعد اقتطاع الضريبة لا يكفي لتغطية التزاماتها خاصة وأن هذه الشركات معرضة لمخاطر التقلبات التي تعرفها أسواق الأوراق المالية، من جهة أخرى فإن ارتفاع المعدلات الضريبية وانخفاض قدرة الحوافز الضريبية على تشجيع الاستثمار كلها عوامل جعلت من التأثير الايجابي للضرائب على أداء سوق الأوراق المالية في الأردن محدودا. من جهة أخرى فإن تأثير الدين العام على أداء سوق الأوراق المالية كذلك يظل محدودا وضعيفا ذلك أن معظم الدين الداخلي لا يزال غير متداول في سوق الأوراق المالية الأردني، كما أن سوق السندات الأردنية مازالت ضعيفة، ومحدودة، وغير متطورة.

نتائج البحث:

بناء على ما تم استعراضه في الجانب النظري من البحث، كذلك التطورات التي شهدتها الأردن في مجالي السياسة المالية وسوق الأوراق المالية طيلة الفترة (1990-2014)، ومن خلال دراسة وتحليل أثر أدوات السياسة المالية على مؤشرات أداء بورصة عمان (خلال الفترة 1990-2014)، تم التوصل إلى النتائج التالية:

* على المستوى النظري:

- تحتل السياسة المالية موقعا بارزا ضمن السياسات الاقتصادية، وهي تعتبر الأداة الرئيسية لتدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، تأخذ شكلين اثنين تبعا لمتطلبات الدورة الاقتصادية فقد تكون سياسة مالية انكماشية تسعى إلى مواجهة الضغوط التضخمية، أو توسعية تساعد على زيادة الطلب الكلي وتقادي الفجوات الرقودية، وهي تهتم بمسائل التوزيع والتشغيل، الكفاءة الاقتصادية في تخصيص الموارد، بالإضافة إلى مسائل التنمية والاستقرار الاقتصادي، مستخدمة مجموعة من الأدوات المتمثلة في : النفقات العامة، الإيرادات العامة، والميزانية العامة، تختف تبوياتها وتقسيماتها، وأثارها تبعا لكيفية استعمالها وتوظيفها في الاقتصاد.
- تتمثل الوظيفة الأساسية لأسواق الأوراق المالية في نقل الأموال من الأطراف التي لديها فائض في الأموال (المدخرون) إلى الأطراف التي تعاني من عجز في الأموال (المستثمرون)، وهي تلعب دورا كبيرا في النشاط الاقتصادي من خلال حشد وتعبئة الموارد المالية وتهيئتها للاستثمار وتخصيص رؤوس الأموال نحو الاستثمار المحلي مما يساهم في رفع معدلات النمو الاقتصادي ودفع عجلة

التنمية الاقتصادية ، من جهة أخرى تتنوع الأدوات الاستثمارية المتداولة في هذه السوق بين أدوات ملكية معبر عنها بالأسهم وأدوات دين المتمثلة في السندات، بالإضافة إلى أدوات مالية مبتكرة استحدثت لتغطي المخاطر المرتفعة التي تنجم عن الأوراق المالية التقليدية، كذلك تحكم أسواق الأوراق المالية مجموعة من القواعد والإجراءات التي تسهل التعامل وتساعد على تيسير الاتصال بين الأطراف المعنية وتمهد السبيل لإبرام صفقات ناجحة مما يعمل على رفع كفاءة السوق التي تعبر عن مدى قدرة هذا الأخير على عكس كافة المعلومات التي ترد إليه.

- هناك عدة مؤشرات يتفق عليها الاقتصاديون لقياس أداء سوق الأوراق المالية، وهي تعد من الوسائل المهمة التي يسترشد بها المستثمرون عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، كما تقيّد في رصد التطورات التي تشهدها الأسواق ودرجة فعاليتها، يتم بناء المؤشرات على أساس عينة من الأسهم التي تكون متداولة في السوق، ويشترط في العينة أن تكون ملائمة من حيث الحجم والاتساع والمصدر، حيث يتم إعطاء أوزان نسبية لكل سهم داخل العينة، وقد تكون هذه الأوزان محسوبة على أساس السعر أو على أساس القيمة.

- تؤثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية في عدة مراحل هي:

- ✓ **مرحلة تعبئة المدخرات (عرض الأموال القابلة للإقراض):** عن طريق تشجيع وحفز مدخرات القطاع العائلي من خلال التأثير على ربحية الشركات.

- ✓ **مرحلة تنشيط الاستثمارات (الطلب على الأموال القابلة للإقراض):** من خلال التأثير على عوائد ونمط الاستثمار.

- ✓ **مرحلة توجيه المدخرات والموارد المالية إلى الاستثمار:** من خلال التأثير على سلوك مؤسسات الوساطة المالية.

- هناك علاقة إيجابية بين النفقات العامة وأداء سوق الأوراق المالية حيث أن:

- ✓ النفقات العامة خاصة تلك الموجهة لتطوير خدمات البنية التحتية تؤدي إلى انخفاض تكاليف الإنتاج وتزيد من ربحية الشركات وترفع من قيمة أسهمها وهو ما ينعكس بالإيجاب على أداء سوق الأوراق المالية.

- ✓ تحديد المجالات التدخلية للإنفاق العام بحيث يتركز على الأنشطة التي لا يدخلها القطاع الخاص أو يدخلها بشكل محدود من شأنه أن يؤدي إلى انتعاش الاستثمار الخاص مما يؤثر بالإيجاب على أداء سوق الأوراق المالية.

✓ يمكن تحديد مجالات الإنفاق العام من خلال الخوصصة التي تستهدف زيادة عدد الشركات وتوسيع قاعدة عرض الأسهم وبالتالي تنشيط أداء أسواق الأوراق المالية.

• هناك علاقة عكسية بين الإيرادات الضريبية وأداء سوق الأوراق المالية حيث أن:

✓ تخفيض المعدلات الضريبية يؤدي إلى زيادة الأرباح، وزيادة الدخل القومي، وهو ما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأوراق المالية.

✓ وجود تشريعات ضريبية تشجع وتحفز على تحول الشركات الفردية والعائلية إلى شركات مساهمة، يؤدي إلى توسيع قاعدة عرض الأسهم، وتنشيط حركة التداول ويؤثر بالإيجاب على أداء سوق الأوراق المالية.

✓ تخفيض أعباء الضرائب على مؤسسات الوساطة المالية يؤدي إلى خفض تكاليف التعامل، وتنشيط حركة التداول في سوق الأوراق المالية.

✓ هناك علاقة ايجابية بين الدين العام ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، فيما أن عملية إصدار السندات الحكومية تعد من أمثل السبل لتمويل العجز الحكومي، فإن تسديد الدين العام الداخلي يمكن أن يسهم في تنشيط سوق الأوراق المالية بوجه عام، وسوق السندات بوجه خاص.

* على المستوى التطبيقي:

• استخدمت السياسة المالية في الأردن أدواتها الانفاقية و الإيرادية من أجل تحقيق أهداف معينة في مقدمتها النهوض بالاقتصاد الأردني ودفع عجلة التنمية وإشاعة الاستقرار في ربوع الاقتصاد الأردني، وقد عملت على تمويل بعض برامج التنمية وتهيئة البيئة المناسبة للاستثمار الخاص ونموه والتخفيف من حدة التقلبات ورفع الدخل الحقيقي لمتوسط نصيب الفرد، وتشكل النفقات الجارية في الأردن نسبة كبيرة تصل إلى 80% من إجمالي الإنفاق العام الأردني، مقارنة بالإنفاق -الرأسمالي الذي لا يتجاوز 20% من النفقات الحكومية الأردنية، وبصفة عامة تطور الإنفاق العام في الأردن بنسبة كبيرة جدا من 1120.1 مليون دينار أردني في سنة 1990 إلى ما يعادل 7852.8 مليون دينار أردني في سنة 2014 وذلك يعود إلى ارتفاع فاتورة الأجور، وزيادة قيمة الدعم الحكومي المقدم لبعض السلع والخدمات، خصوصا تمويل فاتورة الطاقة بعد انقطاع الغاز المصري بسبب الأجواء السياسية السائدة في المنطقة أو ما يسمى بتداعيات الربيع العربي، أما على صعيد الإيرادات العامة يمتاز النظام الضريبي الأردني بأنه منحاز بشكل كبير نحو الضرائب غير المباشرة وقد شهدت سنتا 2013 و2014 تحسنا كبيرا في جانب الإيرادات العامة وذلك يعود إلى ارتفاع الإنفاق الاستهلاكي، ورفع الضرائب على قطاع الاتصالات، وفي مجال الموازنة العامة باستثناء سنتي 1990 و1991

يعاني الأردن من عجز دائم في الموازنة العامة، وذلك بسبب نمو النفقات العامة بسرعة أكبر من نمو الإيرادات العامة، كما ان ارتفاع فواتي الدعم التي تقدمها الدولة أسهم في ارتفاع رصيد العجز الموازي.

- مر سوق الأوراق المالية الأردني بعدة مراحل امتدت تقريبا منذ عقد الثلاثينات تزامنا مع إنشاء بعض شركات المساهمة العامة إلى غاية إنشاء بورصة عمان للأوراق المالية، وبالرغم من تأثر هذا السوق بالأزمة المالية العالمية لسنة 2008، وتداعيات ثورة الربيع العربي إلا أنه عرف تطورا ملحوظا طيلة الفترة (1990-2014)، فقد ارتفع المؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية من 80.4 نقطة في سنة 1990 إلى 4273.6 نقطة في سنة 2014، بالنسبة للقيمة السوقية ارتفعت من 1293.2 مليون دينار أردني في سنة 1990 إلى 1882.0 مليون دينار أردني في سنة 2014، أما حجم التداول فقد بلغ في سنة 2014 ما يعادل 2263.4 مليون دينار أردني مقارنة بمستواه في سنة 1990 البالغ 268.885 مليون دينار أردني، أما معدل الدوران فقد شهد تذبذبا خلال فترة الدراسة محققا أعلى قيمة له في سنة 2006 ليصل إلى 101.1%، وأخيرا عدد الشركات في بورصة عمان يعتبر كبيرا خاصة إذا ما قورن بالأسواق العربية الأخرى، وبالرغم من أن تعديل القوانين أدى إلى خروج 11 شركة في سنة 2011، إلا أن هذا المؤشر عرف تطورا ملموسا حيث ارتفع عدد الشركات من 105 شركة في سنة 1990 إلى 236 شركة في سنة 2014.

- بينت الدراسة التطبيقية وجود علاقة ارتباط طردي قوي بين النفقات العامة والمؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية وكذلك مؤشر القيمة السوقية، بالإضافة إلى وجود علاقة ارتباط طردي ضعيف بين النفقات العامة ومؤشر حجم التداول ومعدل الدوران لبورصة عمان (خلال الفترة 1990-2014).

- اتضح من خلال الدراسة وجود علاقة ارتباط طردي قوي بين الإيرادات الضريبية والمؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية ومؤشر القيمة السوقية، كما اتضح وجود علاقة ارتباط طردي ضعيف بين الإيرادات الضريبية ومؤشري حجم التداول ومعدل الدوران لبورصة عمان، وهي نتائج تتناقض مع منطوق النظرية الاقتصادية.

- هناك علاقة ارتباطيه طردية ضعيفة جدا بين الدين الداخلي ومؤشر حجم التداول لبورصة عمان (خلال الفترة 1990-2014).

السياسة المالية في الأردن كانت ضعيفة من ناحية تنشيطها لأداء سوق الأوراق المالية الأردنية خاصة في ظل تعقد النظم الضريبية، وشيوع التهرب الضريبي، فضلا عن عدم وضوح العديد من نصوص التشريعات الضريبية.

نتائج اختبار الفرضيات:

1. "توجد علاقة ايجابية بين النفقات العامة ومؤشرات أداء بورصة عمان".

تؤكد صحة هذه الفرضية بالنسبة للمؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية ومؤشر القيمة السوقية، فقد أوضحت الدراسة التحليلية وجود علاقة ارتباط طردي قوي بين النفقات العامة والمؤشرين السابقين، بينما نفي صحة هذه الفرضية بالنسبة لمؤشري: حجم التداول ومعدل الدوران لبورصة عمان فقد أوضحت الدراسة وجود علاقة ارتباط طردي ضعيف بين النفقات العامة والمؤشرين السابقين.

2. "توجد علاقة عكسية بين الضرائب ومؤشرات أداء بورصة عمان" نفي صحة هذه الفرضية، فقد

أوضحت الدراسة وجود علاقة ارتباط طردية قوية بين الضرائب والمؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية وكذلك مؤشر القيمة السوقية لبورصة عمان، بالإضافة إلى وجود علاقة ارتباط طردي ضعيف بين الضرائب ومؤشري حجم التداول ومعدل الدوران، وهي نتيجة مخالفة لمنطق النظرية الاقتصادية، ويفسر ماسبق بأن تعقد النظام الضريبي الأردني، فضلا عن عدم وضوح العديد من نصوص التشريعات الضريبية وتعرضها للكثير من التعديلات من حين لآخر وشيوع التهرب الضريبي، كلها عوامل جعلت من الأثر الصافي للضرائب على مؤشرات أداء بورصة عمان محدودا، وكلها عوامل تفسر عدم وجود علاقة عكسية بين المتغيرين السابقين.

3. "توجد علاقة ايجابية بين الدين العام الداخلي ومؤشر حجم التداول لبورصة عمان" نفي

صحة هذه الفرضية، فقد أوضحت الدراسة وجود علاقة ارتباطيه طردية ضعيفة جدا بين الدين الداخلي ومؤشر حجم التداول، ويفسر ذلك بضالة مكون الدين العام المتداول بسوق الأوراق المالية بشكل أسهم في ضعف هذه السوق، وألغى أي أثر ايجابي يمكن أن يمارسه الدين العام في مجال استقرار السوق، فكانت المحصلة النهائية لتأثيره على السوق لا تذكر.

التوصيات والاقتراحات:

بناء على النتائج السابق ذكرها يمكن تقديم مجموعة من التوصيات التي تصب مجملها في سبيل تنشيط وتفعيل أسواق الأوراق المالية بصفة عامة، وسوق الأوراق المالية الأردنية بصفة خاصة، تتمثل هذه التوصيات فيما يلي:

1- العمل على تقوية البنى التحتية التي تجذب المستثمرين من خلال الإنفاق العام.

2- من الضروري أن يكون التشريع الضريبي وآلياته عاملا مساعدا على تخصيص وتوجيه الموارد باتجاه القطاعات المناسبة، وبما يسهم في تنمية دور سوق الأوراق المالية في تحقيق النمو

- الاقتصادي، وبما لا يضعف القدرة التنافسية للاقتصاد على جذب الاستثمارات وزيادة الطلب على الأموال الجاهزة للإقراض وبالتالي الزيادة في عرض الأوراق المالية أو تنوع الأدوات المالية.
- 3- العمل على توفير بيئة اقتصادية وسياسية مستقرة ملائمة للتعامل في سوق الأوراق المالية.
- 4- لتنشيط سوق السندات يجب تطوير أساليب تمويل عجز الموازنة العامة باستخدام أدوات غير تضخمية، وإعادة جدولة الديون الحكومية من خلال استبدال الديون قصيرة الأجل والديون غير المتداولة بسوق الأوراق المالية بأخرى طويلة الأجل يمكن تداولها في السوق، عن طريق إصدار سندات حكومية يسمح بطرحها للاكتتاب العام في السوق الأولية للأوراق المالية.
- 5- العمل على إعادة توزيع الإنفاق العام الأردني ليكون أكثر توازناً من ناحية التركيبة الاقتصادية، كما ينبغي العمل على تقليص الحجم الكلي للنفقات الحكومية باتجاه النسب المثلى المحفزة للتنمية الاقتصادية بصفة عامة، والمحفزة لأسواق الأوراق المالية بصفة خاصة.
- 6- إعادة النظر في نسبة الضريبة المفروضة على مؤسسات الوساطة المالية الأردنية، وتعديلها وفقاً لخصوصية هذه المؤسسات، و الحد من الاستمرار في إدخال التعديلات على القوانين الضريبية، وإعطاء فترة كافية للتأكد من حدوث الأثر الاقتصادي المرجو من هذه التعديلات، أو عدم حدوثه.
- 7- يجب الاهتمام أكثر بسوق السندات الأردني وتنشيطه من خلال زيادة الإصدارات، وتنويع الجهات المصدرة، بالإضافة إلى العمل على طرح أكبر قدر من الدين العام للاكتتاب العام.

أفاق الدراسة:

- بعد النتائج المتوصل إليها والتوصيات المقدمة المتعلقة بهذه الدراسة، تثار أمامنا إشكاليات أخرى لها علاقة وثيقة بالموضوع، والتي يمكن أن تكون أفاقاً لبحوث مستقبلية:
- أثر السياسة النقدية على أداء سوق الأوراق المالية (دراسة حالة الأردن).
 - دور الإيرادات الضريبية في النهوض بأسواق الأوراق المالية (دراسة حالة الجزائر).
 - دور السياسة المالية في انعاش الاقتصاد الجزائري.

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

المراجع باللغة العربية:

أولاً-الكتب

- 1- أبو السعود محمد فوزي ، مقدمة في الاقتصاد الكلي مع التطبيقات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004.
- 2- أبو موسى رسمية أحمد، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المعتز، عمان، الأردن، 2005.
- 3- الباشا مازن ، التمويل الخارجي وأثره على الهيكلة في القطاعات الاقتصادية، دار الأيام، عمان الأردن، 2013.
- 4- البرواري شعبان محمد إسلام ، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية، الطبعة الأولى، دار الفكر المعاصر، دمشق، سورية، 2002.
- 5- البطريق يونس أحمد ، دراز حامد عبد المجيد ، المرسي السيد حجازي، محمد عمر حماد أبو دوح، المالية العامة الضرائب والنفقات العامة، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، بدون سنة نشر.
- 6- البطريق يونس أحمد ، النظم الضريبية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.
- 7- البكري وليد أنس صافي ، الأسواق المالية والدولية، دار البداية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 8- البنا محمد ، اقتصاديات المالية العامة مدخل حديث، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009.
- 9- التميمي أرشد فؤاد ، الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2010.
- 10- التميمي أرشد فؤاد ، السلام أسامة عزمي ، الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2004 .
- 11- الجمل هشام مصطفى ، دور السياسة المالية في تحقيق التنمية الاجتماعية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006.
- 12- الجمل جمال جويدان ، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار صفاء، عمان، الأردن، 2002.
- 13- الحاج طارق، المالية العامة، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1999.

- 14- الحلاق سعيد سامي، العجلوني محمد محمود، النقود والبنوك والمصارف المركزية، داراليازوري ، عمان، الأردن، 2010.
- 15- الحناوي محمد صالح ، نهال فريد مصطفى جلال إبراهيم العبد، الإستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها: مدخل التحليل الأساسي والفني،الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005/2004.
- 16- الحناوي محمد صالح ، نهال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الإستثمار، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2006.
- 17- الحناوي محمد صالح ، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية (التحليل المالي لمشروعات الأعمال)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.
- 18- الحناوي محمد صالح ، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004.
- 19- الحناوي محمد صالح ، أدوات التحليل والتخطيط في الإدارة المالية، دار الجامعات المصرية، مصر.
- 20- الخزرجى ثريا عبد الرحيم ، البارودي بشير بن بدري ، اقتصاديات المعرفة: الأسس النظرية والتطبيق في المصارف، دار الوراق، عمان، الأردن، 2011.
- 21- الخطيب خالد شحادة ، شامية احمد زهير ، أسس المالية العامة، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005.
- 22- الداغر محمود محمد ، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق مالية، بورصات، الطبعة الأولى، دار الشروق، عمان، الأردن، 2005.
- 23- الدعيمي عباس كاظم ، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الاوراق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر، عمان، الأردن، 2010.
- 24- الدوري زكرياء ، السمرائي يسرى ، البنوك المركزية والسياسات النقدية، دار اليازوردي، عمان، الأردن، 2006.
- 25- آل شبيب دريد كامل ، إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2010.
- 26- آل شبيب دريد كامل ، الإستثمار والتحليل الإستثماري، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2009.
- 27- الشمري ناظم محمد نوري ، البياتي طاهر فاضل ، صيام أحمد زكريا ، أساسيات الإستثمار العيني، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 1999.
- 28- الشمري ناظم محمد نوري ، النقود والمصارف والنظرية النقدية، الطبعة الأولى، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1999.
- 29- الشناوي إسماعيل أحمد ، مبارك عبد النعيم ، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000.
- 30- الصيرفي محمد ، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006.

- 31- الطوابي محمد حلمي ، أثر السياسات المالية الشرعية في تحقيق التوازن المالي العام في الدولة الحديثة دراسة مقارنة، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية مصر، 2007.
- 32- العبادي هشام فوزي دباس ، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية، ط1، دار الوراق، عمان، الأردن، 2008.
- 33- العكشة وائل عودة ، وليد زكريا صيام، ميشيل سعيد سويدان، حسام الدين مصطفى الخداش، محاسبة الشركات، أشخاص - أموال، الطبعة الثالثة، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2005.
- 34- العلي عادل فليح ، المالية العامة والتشريع المالي والضريبي، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.
- 35- الفار مصطفى ، الإدارة المالية العامة، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- 36- الفولي أسامة محمد ، عوض الله زينب ، اقتصاديات النقود والتمويل، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2005.
- 37- القزويني شاكر ، محاضرات في اقتصاد البنوك، الطبعة الخامسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2011.
- 38- القيسي أعاد محمود ، المالية العامة والتشريع الضريبي، دار الثقافة، عمان، الأردن، 2008.
- 39- الكفراوي عوف محمود ، السياسة المالية والنقدية في ظل الإقتصاد الإسلامي: دراسة تحليلية مقارنة، الطبعة الأولى، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 1997.
- 40- المعارك محمد عبد العزيز ، شفيق علي ، أصول وقواعد الموازنة العامة، مطابع جامعة الملك سعود، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2003.
- 41- الموسوي ضياء مجيد ، البورصات: أسواق المال وأدواتها، الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2008.
- 42- الموسوي ضياء مجيد ، إقتصاديات النقود والبنوك، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2005.
- 43- الموسوي ضياء مجيد ، اقتصاديات أسواق المال، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2005.
- 44- المومني غازي فلاح ، إدارة المحافظ الإستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- 45- الناقة أحمد أبو الفتوح ، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية، منشورات قسم الاقتصاد بكلية التجارة، الإسكندرية، مصر، 1994.
- 46- النسور إياد عبد الفتاح ، أساسيات الاقتصاد الكلي، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.

- 47- النعيمي عدنان تايه ، التميمي أرشد فؤاد ، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوردي للنشر عمان، الأردن، 2009.
- 48- الهندي خليل ، الناشف أنطوان ، العمليات المصرفية والسوق المالية: المدى القانوني للسوق المالية ومدى علاقتها بالنظام المصرفي، الجزء الثالث، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000.
- 49- الهندي خليل عواد ، دراسات متقدمة في المحاسبة الضريبية حالات وتطبيقات عملية في قياس الدخل الخاضع للضريبة، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003.
- 50- الوادي محمود حسين ، زكريا أحمد عزام، مبادئ المالية العامة، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2007.
- 51- الوادي محمود حسين ، حسين محمد سمحان، سهيل أحمد سمحان، النقود والمصارف، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2009.
- 52- الوزني خالد واصف ، الرفاعي أحمد حسين ، مبادئ الاقتصاد الكلي بين النظرة والتطبيق، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2000.
- 53- اليوسفي قحطان ، السياسة المالية في سورية « أدواتها-ودورها الإقتصادي»، منشورات وزارة الثقافة، الهيئة العامة السورية للكتاب، سورية، 2008.
- 54- أندراوس عاطف وليم ، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لإقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2005.
- 55- أندراوس عاطف وليم ، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007.
- 56- أوسرير منور ، محاضرات في جباية المؤسسات مع تمارين محلولة، الطبعة الأولى، الشركة الجزائرية بوداود، الجزائر، 2009.
- 57- أيوب سميرة إبراهيم ، اقتصاديات للنقل دراسة تمهيدية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003/2002.
- 58- بربيش السعيد ، الاقتصاد الكلي: نظريات - نماذج وتمارين محلولة، دار العلوم، عنابة، الجزائر، 2007.
- 59- بريجهام أوجين ، إيرادهارت ميشيل ، تعريب سرور علي إبراهيم ، تقديم المنعم عبد المنعم بن إبراهيم العبد ، حامد عزام عبد المرضي ، الإدارة المالية النظرية والتطبيق العملي، الجزء الأول، دار المريخ، الرياض، السعودية، 2002.
- 60- بعلي محمد الصغير ، أبو العلاء يسري ، المالية العامة: النفقات العامة - الإيرادات العامة - الميزانية العامة، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر، 2003.

- 61- بكري كامل ، مقلد رمضان محمد ، عابد محمد سيد ، ناصف إيمان عطية ، مبادئ الإقتصاد الكلي، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002.
- 62- بلاكورد جيمس ، ترجمة محمود أشرف ، الموجز في النظرية الاقتصادية، دار زهران، عمان، الأردن، 2013.
- 63- بن إسماعين حياة ، تطوير إيرادات الموازنة العامة (دراسة نظرية)، الطبعة الأولى، إيتراك للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2009.
- 64- بن ساسي إلياس ، يوسف قريشي، التسيير المالي: الإدارة المالية دروس وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار وائل، عمان، الأردن، 2006.
- 65- بن عزوز علي ، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2008.
- 66- بني هاني حسين، الأسواق المالية: طبيعتها- تنظيمها- أدواتها المشتقة، الطبعة الأولى، دار الكندي، إربد، الأردن، 2002.
- 67- جنابي الطاهر ، علم المالية العامة والتشريع المالي، دار الكتب للطباعة والنشر، بغداد، العراق، بدون سنة نشر.
- 68- جوارتي جيمس ، أستروب ريجارد ، ترجمة عبد الرحمان عبد الفتاح ، محمد عبد العظيم ، الإقتصاد الكلي والخاص، دار المريخ، الرياض، السعودية.
- 69- جودة صلاح السيد ، بورصة الأوراق المالية علميا- عمليا، الطبعة الأولى، مكتبة شعاع الفنية، الإسكندرية، مصر، 2001.
- 70- حجازي المرسي السيد ، مبادئ الإقتصاد العام والضرائب والموازنة العامة الكتاب الثاني، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000.
- 71- حجازي المرسي السيد ، مبادئ الإقتصاد العام النفقات والقروض العامة (الكتاب الأول)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000.
- 72- حداد فايز سليم ، الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار الحامد، عمان، الأردن، 2010.
- 73- حسين مصطفى حسين، المالية العامة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001.
- 74- حسين عصام ، اسواق الأوراق المالية (البورصة)، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر ، الأردن، 2008.
- 75- حشاد نبيل ، استقلالية البنوك المركزية بين التأييد والمعارضة، اتحاد المصارف العربية، 1994.
- 76- حشيش عادل أحمد ، أساسيات المالية العامة مدخل لدراسة أصول الفن المالي للإقتصاد العام، دار النهضة العربية للطباعة و النشر، بيروت، لبنان، 1992.

- 77- حسين مجيد علي ، سعيد عفاف عبد الجبار ، مقدمة في التحليل الاقتصادي الكلي، الطبعة الأولى، دار وائل، عمان، الأردن، 2004.
- 78- حماد طارق عبد العال ، المشتقات المالية المفاهيم ادارة المخاطر المحاسبية، الطبعة الاولى، الدار الجامعية، مصر ، 2010.
- 79- حمداوي وسيلة ، الجودة ميزة تنافسية في البنوك التجارية، مديرية النشر لجامعة 8 ماي 1945 قالمه، الجزائر، 2009.
- 80- حنفي عبد الغفار ، إدارة المصارف (السياسات المصرفية، تحليل القوائم المالية، الجوانب التنظيمية في البنوك التجارية والاسلامية)، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2007/2008.
- 81- خبايا عبد الله ، أساسيات في اقتصاد المالية العامة، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2009.
- 82- خلف فليح حسن ، المالية العامة، الطبعة الأولى، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2008.
- 83- خليل علي محمد ، سليمان أحمد اللوزي، المالية العامة، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2001.
- 84- داود حسام علي ، مبادئ الاقتصاد الكلي، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 85- دراز حامد عبد المجيد ، حجازي المرسي السيد ، أيوب سميرة إبراهيم ، مبادئ الإقتصاد العام (القسم الثاني)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009.
- 86- دراز عبد المجيد ، السياسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002.
- 87- دويدار محمد ، مبادئ الإقتصاد السياسي، الجزء الأول، مطبعة التوني، منشورات كلية الحقوق، الإسكندرية، مصر، 1993.
- 88- دويدار محمد ، دراسات في الاقتصاد المالي النظرية العامة في مالية الدولة- السياسة في الاقتصاد الرأسمالي، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية مصر، 1996.
- 89- زينبات محمد جمال ، المالية العامة والتشريع المالي، الطبعة الأولى، الدار العلمية الدولية ودار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003.
- 90- رضوان سمير عبد الحميد ، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الاسلامية، مكتبة دار المعرفة، مصر، 2005.
- 91- رضوان سمير عبد الحميد ، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية: دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، مصر، 1996.

- 92- زغود علي ، المالية العامة، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2008.
- 93- زكي رمزي ، إنفجار العجز: علاج الموازنة العامة للدولة في ضوء المنهج الانكماشى والمنهج التنموي، دار الهدى للثقافة والنشر، سوريا، 2000.
- 94- ساكر محمد العربي ، الإقتصاد الكلي، دار الفجر للنشر و التوزيع، القاهرة، مصر، 2006.
- 95- سحنون محمود ، الإقتصاد النقدي والمصرفي، الطبعة الأولى، دار بهاء للنشر والتوزيع، قسنطينة، 2003.
- 96- سلامة زكريا ، شنطاوي عيسى ، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الإقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 97- سلام عماد صلاح، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، شركة أبوظبي للطباعة، أبوظبي، 200.
- 98- سلمان مصطفى ، داود حسام ، الصعيدي عماد ، عقل أخضر ، مبادئ الإقتصاد الكلي، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2000.
- 99- سليمان ناصر ، التقنيات البنكية وعمليات الائتمان، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2012.
- 100- شافعي محمد زكي ، مقدمة في النقود والبنوك، الطبعة السادسة، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، بدون سنة نشر.
- 101- شموط مروان ، كنجو عبود كنجو، أسس الإستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2008.
- 102- شناف فريد ، مدخل للموازنة التقديرية للإنتاج، دار المحمدية العامة، الجزائر، بدون سنة نشر.
- 103- شهاب مجدي محمود ، إقتصاديات النقود والمال، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2000.
- 104- طاقة محمد ، العزاوي هدى ، إقتصاديات المالية العامة، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2007.
- 105- عايب وليد عبد الحميد ، الآثار الإقتصادية الكلية لسياسة الإنفاق الحكومي: دراسة تطبيقية قياسية لنماذج التنمية الإقتصادية، الطبعة الأولى، مكتبة حسن العصرية، بيروت، لبنان، 2010.
- 106- عبد الجواد محمد عوض ، علي إبراهيم الشديفات، الإستثمار في البورصة أسهم - سندات - أوراق مالية، الطبعة الأولى، دار الحامد، عمان، الأردن، 2006.
- 107- عبد الحميد عبد المطلب، إقتصاديات المالية العامة، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر، 2009.

- 108- عبد الحميد عبد المطلب ، النظرية الإقتصادية تحليل جزئي و كلي للمبادئ، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000.
- 109- عبد الحميد عبد المطلب ، مبادئ و سياسات الاستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2010.
- 110- عبد الرزاق محمود حامد محمود ، إقتصاديات النقل الدولي البري والبحري والجوي، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2013.
- 111- عبد الرزاق محمود حامد ، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، بدون سنة نشر.
- 112- عبد العظيم حمدي ، السياسات المالية والنقدية دراسة مقارنة بين الفكر الوضعي والفكر الإسلامي، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007.
- 113- عبد اللاوي مفيد ، محاضرات في الإقتصاد النقدي والسياسات النقدية، مطبعة مزوار، الوادي، 2007.
- 114- عبد النبي محمد أحمد، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، الطبعة الأولى، دار زمزم، عمان، الأردن، 2009.
- 115- عبد الهادي سامر علي ، التمويل الخارجي وأثره على الفجوات الاقتصادية، دار الأيام، عمان، الأردن، 2013.
- 116- عبد الهادي محمد سعيد ، الإدارة المالية: الإستثمار والتمويل، التحليل المالي، الأسواق المالية الدولية، الطبعة الأولى، دار الحامد، عمان، الأردن، 2008.
- 117- عبد الواحد السيد عطية ، مبادئ واقتصاديات المالية العامة للنفقات العامة-الإيرادات العامة- الموازنة العامة دراسة مقارنة بالفكر الإسلامي، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2000 .
- 118- عثمان سعيد عبد العزيز، المالية العامة مدخل تحليلي معاصر، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008.
- 119- عثمان سعيد عبد العزيز، مقدمة في الاقتصاد العام، الجزء الأول، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، بدون سنة نشر.
- 120- عرفة سيد سالم ، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراية، عمان، الأردن، 2010.
- 121- عصفور محمد شاكر، أصول الموازنة العامة، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2008.
- 122- عطون مروان ، الأسواق النقدية والمالية البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، الجزء الأول الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.

- 123- عطية أحمد صلاح ، آفاق جديدة لمسؤوليات مراجع الحسابات في بيئة العولمة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008.
- 124- عقل مفلح ، مقدمة في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي، عمان، الأردن، 2009.
- 125- علي عبد المنعم السيد ، العيسي نزار سعد الدين ، النقود والمصارف والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد، عمان، الأردن، 2004.
- 126- علوان قاسم نايف ، إدارة الإستثمار (بين النظرية والتطبيق)، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 127- عليوة السيد ، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية، دار الأمين، القاهرة، مصر، 2006.
- 128- عمر حسين ، موسوعة الفكر الاقتصادي، الجزء الأول، دار الكتاب الحديث، مصر.
- 129- عوض الله زينب حسين ، اقتصاديات النقود والمال، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2007.
- 130- عوض خالد عبد العليم سيد ، الضريبة على القيمة المضافة (دراسة مقارنة للنظم الضريبية العالمية)، ايترك للنشر والتوزيع، مصر، 2007.
- 131- غنيم حسين عطا ، دراسات في التمويل (التحليل المالي ودراسة صافي رأس المال العامل، أساسيات الاستثمار وتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية)، المكتبة الأكاديمية، مصر، 2005.
- 132- فضيل فارس ، التقنيات البنكية: محاضرات وتطبيقات، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2013.
- 133- فوزي عبد المنعم ، المالية العامة والسياسة المالية، دار النهضة، بيروت، لبنان، 1972.
- 134- قدي عبد المجيد ، المدخل إلى السياسات الإقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
- 135- قرياقص رسمية ، أسواق المال: بورصات- مصارف - شركات تأمين- شركات الإستثمار ، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2003.
- 136- كردودي صبرينة ، تمويل عجز الموازنة العامة للدولة في الاقتصاد الإسلامي دراسة تحليلية قارنة، الطبعة الأولى، دار الخلدونية، الجزائر، 2007.
- 137- لطرش الطاهر ، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001.
- 138- لطفي أحمد محمد ، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر لجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008.

- 139- لطفى أمين السيد أحمد ، فلسفة المحاسبة عن الضريبة على الدخل، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007 .
- 140- لعامرة جمال ، أساسيات الموازنة العامة للدولة المفاهيم والقواعد والمراحل والاتجاهات الحديثة، الطبعة الأولى، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2004.
- 141- متولي عبد القادر ، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، عمان، الأردن، 2011.
- 142- محرزى عباس محمد ، إقتصاديات المالية العامة النفقات العامة الإيرادات العامة الميزانية العامة للدولة، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
- 143- محفوظ جبار ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار هومة، الجزائر، 2002.
- 144- محفوظ جبار ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار هومة، الجزائر، 2002.
- 145- محفوظ جبار ، تنظيم وإدارة البورصة، الجزء الثالث، ط1، دار هومة، الجزائر، 2002.
- 146- محفوظ مهدي ، علم المالية العامة والتشريع المالي والضريبي: الموازنة والنفقات والواردات والقروض العامة (دراسة مقارنة)، الطبعة الرابعة، بدون دار النشر، لبنان، 2004.
- 147- مصطفى أحمد فريد ، حسن سمير محمد السيد ، السياسات النقدية والبعد الدولي لليورو، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية، مصر، سنة 2000.
- 148- مصطفى نهال فريد ، اسماعيل السيدة عبد الفتاح ، الأسواق المالية والدولية، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2009.
- 149- مطاوع سعيد عبد الحميد ، الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى، المنصورة، مصر، 2001.
- 150- مطر محمد ، إدارة الإستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العلمية، الطبعة الخامسة دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2009.
- 151- مفتاح صالح ، النقود والسياسة النقدية (المفهوم - الأهداف - الأدوات)، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2005.
- 152- ناشد سوزي عدلي ، أساسيات المالية العامة: للنفقات العامة- الإيرادات العامة- الميزانية العامة، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2008.
- 153- هلالى محمد جمال علي ، شحادة عبد الرزاق قاسم ، محاسبة المؤسسات المالية (البنوك التجارية وشركات التأمين)، الطبعة الأولى، دار المناهج، عمان، الأردن، 2008.
- 154- هندي منير إبراهيم ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر 1998.

- 155- هني أحمد ، العملة والنقود، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1991.
- 156- هوشيار معروف ، الإستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003.
- 157- يحيوي عمر ، مساهمة في دراسة المالية العامة: النظرية العامة وفقا للتطورات الراهنة، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2005.
- 158- يونس عدنان حسين ، التمويل الخارجي وسياسات الإصلاح الاقتصادي تجارب عربية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر، عمان، الأردن، 2011.
- 159- يونس محمد ، الوصال كمال أمين ، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، منشورات قسم الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، مصر، 2005.

ثانيا- البحوث والملتقيات

- 160- العربي أشرف ، تقييم سياسات الإنفاق العام على التعليم في مصر في ضوء ومعايير الكفاية والعدالة والكفاءة، ورقة مقدمة لـ المؤتمر الدولي حول: تحليل أولويات الإنفاق العام بالموازانات العامة في مصر والدول العربية، معهد التخطيط القومي، مصر، فيفري 2011.
- 161- الشريف عمر ، السياسات الاقتصادية وأدوات تحقيق نجاح التنمية والاستقرار في إطار النظام الإسلامي، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول حول (الإقتصاد الإسلامي: الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي بغرداية، غرداية، الجزائر، يومي 24/23 فيفري، 2011.
- 162- العوضي رفعت السيد ، الأسواق المالية في الاقتصاد المعاصر والاقتصاد الإسلامي، بحث مقدم إلى الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، مكة، السعودية، 25-29 ديسمبر 2010.
- 163- براق محمد ، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي، بحث مقدم إلى الندوة العلمية الدولية حول: التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية الأوروبية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 8-9 ماي 2004.
- 164- بودخدوخ كريم ، بودخدوخ مسعود ، رؤية نظرية حول إستراتيجية تطوير القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الوطني الأول حول: دور القطاع الخاص في رفع تنافسية الاقتصاد الجزائري والتحضير لمرحلة ما بعد البترول، جامعة محمد الصديق يحي، جيجل، الجزائر، يومي 21/20 نوفمبر 2011.

- 165- بوسعدة سعيدة ، بوقاعة زينب ، بوروبة كاتية ، أساليب وضوابط الخوصصة في الجزائر، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول: اقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، أيام 3-7 أكتوبر 2004.
- 166- حدو سامية ، طرق وأساليب خوصصة المؤسسات العمومية الاقتصادية، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول: اقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، أيام 3-7 أكتوبر 2004.
- 167- حسين رحيم ، أساليب وآليات بيع القطاع العام: الشروط والضوابط مع إشارة إلى التشريع الجزائري، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي: اقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، أيام 3-7 أكتوبر 2004.
- 168- دحماني محمد أدريوش ناصر عبد القادر، دراسة قياسية لمحددات الاستثمار الخاص في الجزائر باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية، مداخلة مقدمة إلى المؤتمر الدولي الأول حول: تقييم آثار برامج الاستثمارات العامة و إنعكاساتها على التشغيل والاستثمار والنمو الاقتصادي خلال الفترة 2001-2012، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، أيام 11/12 مارس 2013.
- 169- رحماني موسى ، نحو ميزة نسبية الإقتصاد الجزائري عن طريق تفعيل أدوات السياسة المالية، مداخلة مقدمة إلى البمؤتمر الدولي العلمي حول السياسة الاقتصادية واقع وآفاق، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، يومي 29 و 30 نوفمبر 2004.
- 170- زين الدين صلاح ، وظائف سوق الأوراق المالية ودورها في الأسواق المالية الصاعدة دراسة حالة البورصة المصرية، بحث مقدم إلى مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، آفاق وتحديات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، الإمارات، أيام 6/7/8 مارس 2006.
- 171- سحنون محمود ، محسن سميرة، مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي الأزمة المالية والاقتصادية الدولية، جامعة سطيف ، الجزائر، أيام 21/22 أكتوبر 2009.
- 172- سلوم حسن عبد الكريم ، الزويني خديجة جمعة ، الأزمة المالية العالمية وخصخصة الشركات، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي السابع حول: تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال " التحديات - الفرص، الآفاق"، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، 11/10 نوفمبر 2009.

173- صالح صالحي ، أدوات السياسة النقدية و السياسة المالية الملائمة لترشيد دور الصيرفة الإسلامية ، مداخلة مقدمة إلى الندوة العلمية الدولية حول: الخدمات المالية و إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، أيام 18 - 19 - 20 أفريل 2012.

174- عبد الكريم البشير ، الفعالية النسبية للسياسة المالية والنقدية في الجزائر، مداخلة مقدمة إلى المؤتمر الدولي العالمي حول: السياسات الاقتصادية: واقع وآفاق، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 29/30 نوفمبر 2004.

175- عريقات حربي محمد موسى ، مناخ الاستثمار في الوطن العربي (الواقع والعقبات والآفاق المستقبلية)، مداخلة مقدمة إلى المؤتمر العلمي الخامس " نحو مناخ إستثماري وأعمال مصرفية الكترونية"، جامعة فيلاديلفيا، عمان، الأردن، أيام 4/5 جويلية 2007.

176- وليد حنا عزيز، ظاهرة النمو المستمر للنفقات العامة في الأردن دراسة مقارنة، مداخلة مقدمة إلى المؤتمر العالمي الرابع حول الإبداع: استراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، جامعة فيلاديلفيا، الأردن، أيام 15-16 مارس 2005.

177- قروف محمد كريم ، تقدير فعالية سياسة الإنفاق العام في دعم النمو الاقتصادي بالجزائر خلال الفترة 2001/2002 ، مداخلة مقدمة إلى المؤتمر الدولي حول: تقييم آثار برامج الاستثمارات العامة وإنعكاساتها على التشغيل والنمو الاقتصادي خلال الفترة 2001/2014، جامعة سطيف، الجزائر، أيام 11/12 مارس 2013.

178- هزشي طارق، لباز الأمين ، دراسة مقارنة لتمويل عجز الموازنة العامة بين الاقتصاد الإسلامي والوضعي، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول حول: الاقتصاد الإسلامي الواقع والرهانات المستقبلية، المركز الجامعي غرداية، الجزائر، يومي 23 و 24 فيفري 2011.

ثالثا - المجالات

179- الخطيب خالد ، التهرب الضريبي، مجلة جامعة دمشق، المجلد 16، العدد الثاني، سورية، 2000.

180- العركوب هاشم محمد ، سامي محمد ، الدور التمويلي للضرائب في بلدان عربية مختارة للفترة 1980 - 2002، مجلة تنمية الرافدين، العدد 13، العراق، 2009.

181- أوسرير منور ، حوافز الاستثمار الخاص المباشر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 2، الشلف، الجزائر، ماي 2005.

- 182- الداعور جبر إبراهيم ، عابد محمد نواف ، أثر السياسات المحاسبية لإدارة المكاسب على أسعار أسهم الوحدات الاقتصادية المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية (دراسة تطبيقية)، مجلة الجامعة الإسلامية (سلسلة الدراسات الإنسانية)، المجلد 17، العدد الأول، فلسطين، جانفي 2009.
- 183- اللامي غسان قاسم داود ، تحليل مكونات البنية التحتية لتكنولوجيا المعلومات (دراسة إستطلاعية في بيئة عمل عراقية)، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد الثاني، العراق، 2013.
- 184- المجالي إياد خالد شلاش ، أثر المتغيرات الاقتصادية في حجم الاستثمار الأجنبي المباشر في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1994-2009)، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 27، العدد 04، سورية، 2011.
- 185- بريري محمد أمين ، العوامل المؤثرة على الادخار العائلي في الجزائر، المجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 10، جامعة الشلف، الجزائر، جوان 2013.
- 186- بولرباح غريب ، العوامل المحفزة لجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة وطرق تقييمها دراسة حالة الجزائر، مجلة الباحث، العدد 10، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2012.
- 187- بن أمر حسين ، لحسين جديدين، محمد بن بوزيان، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية: دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2012.
- 188- بونوة شعيب ، مولاي لخضر عبد الرزاق ، دور القطاع الخاص في التنمية الاقتصادية بالدول النامية دراسة حالة الجزائر، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2010/2009.
- 189- تحالفات أسواق الأوراق المالية والسبل الممكنة لإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية وغرفة مقاصة للأسهم والسندات، مجلة التعاون الاقتصادي بين الدول الإسلامية، 2004.
- 190- حميدة مختار ، الخصخصة عن طريق أسواق الأوراق المالية (المبررات وشروط النجاح)، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2009 / 2010.
- 191- جبار محفوظ ، مريم عديلة، الهندسة المالية والتحوط من المخاطر في الأسواق الصاعدة دراسة حالة السوق الكويتية للخيارات، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10، جامعة فرحات عباس، سطيف، لسنة 2010.

- 192- خضر حسان ، تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية، العدد 27، الكويت، مارس، 2004.
- 193- داغر محمود محمد ، علي محمد علي، الإنفاق العام على مشروعات البنية التحتية و أثره في النمو الإقتصادي في ليبيا (منهج البيئة)، مجلة بحوث إقتصادية عربية، العدد 51، مصر، صيف 2010.
- 194- ديوب محمد معن ، المتطلبات الأساسية لنجاح برنامج الخصخصة، مجلة جامعة تشرين للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 28، العدد الثاني، سوريا، 2006.
- 195- ربحان الشريف ، حمداوي الطاوس ، بورصة الجزائر(رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية)، مجلة التواصل في العلوم الإنسانية والاجتماعية، العدد34، جامعة باجي مختار، عنابة، الجزائر، 2013.
- 196- زعزوع زينب عباس ، دور المنح والمساعدات الاجنبية في التطوير التنظيمي، العدد الثاني، المجلد 13، مجلة النهضة، مصر، أفريل 2012.
- 197- زغيب مليكة ، دلفوف سفيان ، تأثير الاقتراض على القيمة المنشأة دراسة حالة مجمع صيدال، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 12، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، ديسمبر 2012.
- 198- سلامة رأفت سلامة ، كلبونة أحمد يوسف ، العوامل المؤثرة على قرار مقدري دائرة ضريبة الدخل والمبيعات دراسة استطلاعية لمقدري دائرة ضريبة الدخل والمبيعات في الأردن، مجلة الجامعة الإسلامية، العدد 1، فلسطين، جانفي 2011.
- 199- سلامي أحمد ، محمد شيخي، تقرير دالة الادخار العائلي في الجزائر 1970 - 2005، مجلة الباحث، العدد 6، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2008.
- 200- سهو نزهان محمد ، عمر محمد جميل ، أسواق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 26، العدد 2، سوريا، 2010.
- 201- شيحان شهاب حمد ، إشكالية الخصخصة وانعكاساتها في رفع الأداء (دراسة تحليلية تطبيقية)، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد الثاني، العراق ، 2008.
- 202- طالب شهاب علي ، النظام الضريبي في العراق (الواقع والتحديات)، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد السابع، العدد 28، مركز دراسات البصرة، جامعة البصرة، العراق، آيار 2011.

- 203- طالبى محمد ، أثر الحوافز الضريبية وسبل تفعيلها فى جذب الإستثمار الأجنبى المباشر فى الجزائر، العدد السادس، مجلة شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلى، الشلف، 2009 .
- 204- طاهري فاطمة الزهرة ، العقود المستقبلية كوسيلة لتسيير مخاطر السعر فى الأسواق الزراعية، مجلة أبحاث إقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، العدد 5 جوان، 2009 .
- 205- فريد جواد كاظم الدليمي، باسم خميس عبيد، تحليل الأثر الارتدادى والتفاعلي بين السياسة المالية والنقدية على التوازن الإقتصادي، مجلة العلوم الإقتصادية والإدارية، المجلد 20، العدد 88، العراق، 2014.
- 206- قابوسة علي ، أثر هيكل التمويل على ربحية السهم العادي ومعدلات نمو الوحدات الإقتصادية، مجلة الدراسات الإقتصادية والمالية، العدد 1، المركز الجامعي، الوادي، الجزائر، جانفي 2008.
- 207- قبلان حسين ، مؤشرات أسواق الأوراق المالية (دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية)، مجلة العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، العدد 11، 2011.
- 208- لفته سعيد عبد السلام ، تحليل الودائع المصرفية، مجلة كلية بغداد للعلوم الإقتصادية، العدد 11، العراق، 2006.
- 209- مفتاح صالح ، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2010/2009.
- 210- وناى رشيد ، آلية تدخل الدولة فى النشاط الإقتصادي عبر سياستها المالية، مجلة الأبحاث الإقتصادية، العدد (04)، جامعة سعد دحلب، البليدة، الجزائر، ديسمبر 2010.

رابعاً- المراجع الإلكترونية

- 211- أبالخيل عفاف ، الاستهلاك والاستثمار، بحث منشور على الموقع الإلكتروني:
www .kaw .edu .sa
- 212- الأعرج طارق محمد خليل ، الأسواق المالية، الأكاديمية العربية المفتوحة فى الدنمارك، سلسلة محاضرات متوفرة على الموقع الإلكتروني:
http://www.ao-academyoorg/docs/alaswaq
- 213- الحاجي محمد عمر ، أثر الإنفاق العام على التنمية الإقتصادية، متوفر على الموقع الإلكتروني:
http://alshamtoday.net.

- 214- الحمداني عودت ناجي ، وجهة نظر إقتصادية: الأسواق المالية ودورها في تمويل التنمية،
متوفر على الموقع الإلكتروني: <http://almadapaper-net/ar/printnews.aspx>
- 215- الخالدي معتز يرسف ، مدخل إلى السوق المالية، بحث متوفر على الموقع الإلكتروني:
<http://www.fichier-pdf.fr/2012/11/10/fichier-SANS-NOMS-4/>
- 216- الخطة الإستراتيجية للأعوام 2008-2011، نشرة تعريفية صادرة عن دائرة ضريبة الدخل
والمبيعات الأردنية، الإلكتروني <http://www.gbd.gov.jo/web/Default.as>
- 217- الخطيب صبري ، أداء بورصة عمان خلال العامين 2004 - 2005 والنصف الأول لعامي
2005 / 2006 النظام الإداري الداخلي لبورصة عمان، نشرة تعريفية صادرة عن بورصة عمان،
أنظر الموقع الإلكتروني: www.ase.com.jo
- 218- التشريعات الخاصة بسوق رأس المال الأردني، هيئة الأوراق المالية الأردنية، أنظر الموقع
الإلكتروني: www.jsc.gov.jo/public/Arabic.aspx
- 219- التهرب الضريبي في الأردن أسبابه وطرقه وحجمه، تقرير صادر عن المجلس الاقتصادي
والاجتماعي الأردني، =الأردن، 2014، ص21، أنظر الموقع الإلكتروني:
www.esc.jo/download3.aspx?id=Report1w
- 220- إسماعيل علي نور الدين ، المياه مورد إقتصادي مستدام، مقال متوفر على الموقع الإلكتروني:
<http://www.aleqE.COM>
- 221- المشهداني وعد ، السياسة المالية والإصلاحات الهيكلية، مقال منشور على الموقع الإلكتروني:
<http://www.ahewar.org>
- 222- النظام الضريبي الأردني، دراسة صادرة عن معهد الاستراتيجيات الأردني، 2013، ص4، أنظر
الموقع الإلكتروني: <http://www.jsf.org/ar>
- 223- www.un.org/esa/ffd./doha/escwa.../Arris_Rima_Turk_29-04-08.pptw
- 224- النظام الإداري الداخلي لبورصة عمان، نشرة تعريفية صادرة عن بورصة عمان، أنظر الموقع
الإلكتروني: www.ase.com.jo
- 225- النظام الداخلي للرسوم والبدلات والعمولات، موقع بورصة عمان، أنظر الموقع الإلكتروني:
www.ase.com.jo

- 226- التوني فتحي السيد ، النقل متعدد الوسائط: التطبيقات والفوائد والتحديات، بحث منشور على الموقع الإلكتروني: <http://WWW.arab fcs.org/db,bim/doc-pdf>.
- 227- التهموني فاروق رفيق ، فرضية السير العشوائي لبورصة عمان للأوراق (دراسة مقارنة بين أنواع مؤشرات السوق من 2003 - 2007)، بحث منشور على الموقع الإلكتروني: www.kantakji.com/9084/ بحث د فاروق التهموني
- 228- التشريعات الخاصة بسوق رأس المال الأردني، هيئة الأوراق المالية الأردنية، أنظر الموقع الإلكتروني: http://www.jsc.gov.jo/Public/mainarabic.aspx?Page_id=841
- 229- السوق الثالث، موقع بورصة عمان، أنظر الموقع الإلكتروني: www.ase.com.jo
- 230- السيوفي قحطان ، دور أدوات السياسة المالية وتأثيرها على أسواق الأوراق المالية، مقال متوفر على الموقع الإلكتروني: <http://www.iqtissadia.com>
- 231- العبيدي عمر محمود ، النقود والبنوك، بحث متوفر على الموقع الإلكتروني: <http://www.ecomang.uodiyala.edu.iq/uploads/pdf>
- 232- العريس ريماء الترك ، دور الضريبة في الإيرادات الحكومية في دول مختارة خلال الفترة 2001-2006، بحث مقدم إلى اجتماع اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الاسكو)، منشور على الموقع الإلكتروني:
- 233- العمري مخلد ، أثر الإنفاق الحكومي على النمو الاقتصادي، بحث صادر عن منتدى الاستراتيجيات الأردني، أنظر الموقع الإلكتروني: <http://www.jsf.org/ar>
- 234- القطاربي سليمان علي ، البنية الأساسية ودورها في التنمية السياحية، مقال متوفر على الموقع الإلكتروني: GTTTP//atoorg.org/files/bonyaa.pdf
- 235- الكراسنة إبراهيم ، إرشادات في تقييم الأسهم والسندات، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، أبوظبي، 2005.
- 236- الكواز أحمد ، بيئة ممارسة أنشطة الأعمال ودور القطاع الخاص، المعهد العربي للتخطيط، سلسلة إجتماعات الخبراء، العدد رقم 28، الكويت، يونيو 2008.
- 237- المجلس الاقتصادي الفلسطيني للتنمية والإعمار، البنية التحتية التي تحتاجها التجارة الفلسطينية، تقرير منشور على الموقع الإلكتروني: [http://www.Pecdar.Ps/userfiles/file/trading IS NEEDS .PDF](http://www.Pecdar.Ps/userfiles/file/trading%20IS%20NEEDS.PDF)
- 238- الموازنة العامة: 2012-2013 تحليل نقدي، تقرير صادر عن مركز الدراسات الاستراتيجية الأردني، ماي 2013، أنظر الموقع الإلكتروني: <http://www.jcss.org>

- 239- أنور ابراهيم أحمد ، عقود الخيارات وادارة المخاطر في أسواق السلع، بحث منشور متوفر على الموقع الإلكتروني: <http://conference.qfis.edu.qa/app/media/335>
- 240- أهم البورصات وهيئات أسواق المال (نشأتها - أهميتها - أهدافها)، نشرة تعريفية صادرة عن اتحاد شركات الاستثمار، الإصدار الثالث، أوت 2008، ص 93، أنظر الموقع: [www. Unioninvest.org/index.aspx](http://www.Unioninvest.org/index.aspx).
- 241- أهم ملامح نظام التداول الإلكتروني NSC V900 المطبق في بورصة عمان، نشرة تعريفية صادرة عن بورصة عمان، أنظر الموقع الإلكتروني:
- 242- بورصة عمان، نشرة تعريفية متوفرة على موقع بورصة عمان، أنظر: www.ase.com.jo .
- 243- بان صالح الصالحي ، دور البنك المركزي في مالية الدولة، بحث منشور على الموقع الإلكتروني: <http://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&ald=38604>
- 244- بدون مؤلف، السياسة النقدية في نظرية التوقعات العقلانية. <http://econ-to-relax.net/t/519-topic>
- 245- بدون مؤلف، الخصخصة، العدد السادس، نشرة توعوية صادرة عن معهد الدراسات المصرفية، الكويت، يناير 2011، ص 1، متوفرة على الموقع الإلكتروني: http://www.kibs.edu.kw/upload/Privatization_381.pdf
- 246- بدون مؤلف، صناديق الاستثمار، بحث صادر عن هيئة السوق المالية في المملكة العربية السعودية، ص 2، متوفر على الموقع الإلكتروني: [http:// bakheet group. Com/pdf/Ebooks/book.1.pdf](http://bakheetgroup.com/pdf/Ebooks/book.1.pdf)
- 247- بدون مؤلف، المعدل الصفري لضريبة القيمة المضافة على الخدمات المالية، مقال صادر عن اتحاد المصارف الكويتية، متوفر على الموقع الإلكتروني: [http //www .alqabs. com . kw/node/84393](http://www.alqabs.com.kw/node/84393)
- 248- بلعزوز بن علي ، ضوابط السياسات المالية في الإقتصاد الإسلامي ودورها في الحد من الفقر، مقال متوفر على الموقع الإلكتروني: <http://www.kantarji.com/figh/economicos.html>.
- 249- بنونة شعيب ، مولاي لخضر عبد الرزاق ، متطلبات تنمية القطاع الخاص بالدول النامية (دراسة حالة الجزائر)، مقال منشور على الموقع الإلكتروني: <http://MECAS.UNIV-TLEMEN.DZ/REVUE>
- 250- تعريف هيئة الأوراق المالية الأردنية، موقع بورصة عمان، أنظر الموقع: www.ase.com.jo

- 251- تعليمات تداول الأوراق المالية، نشرة تعريفية صادرة عن بورصة عمان، أنظر الموقع الإلكتروني: www.ase.com.jo
- 252- خوري راني ، الموازنة العامة، دراسة صادرة عن معهد الاستراتيجيات الأردني، الأردن، 2013، أنظر الموقع الإلكتروني: <http://www.jsf.org/ar>
- 253- داغي علي محي الدين القره ، الأسواق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، متوفر على الموقع: <http://qaradaghi.com>
- 254- داغي علي محي الدين القره، التعريف بالبنية التحتية، مقال متوفر على الموقع الإلكتروني: [Gttp//z.zzz.qaradagm.com](http://z.zzz.qaradagm.com)
- 255- دليل المستثمر، دليل صادر عن مركز ايداع الأوراق المالية، أنظر الموقع الإلكتروني: www.sdc.com.jo/arabic/index.php
- 256- دليل النفقات والإيرادات الأردنية ، دليل صادر عن دائرة الموازنة العامة الأردنية، أنظر الموقع الإلكتروني: <http://www.gbd.gov.jo/gbd/Uploads/Files/BudgetEvidence/ExpendituresAndRevenues2009.pdf>
- 257- دهال رياض ، حسن الحاج، حول طرق الخصخصة، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، بحث متوفر على الموقع الإلكتروني: <http://www.arab-api.org>
- 258- دورة الموازنة العامة في الأردن (مراحل الموازنة العامة)، نشرة تعريفية صادرة عن دائرة الموازنة العامة الأردنية، أنظر الموقع الإلكتروني: <http://www.gbd.gov.jo/web/Default>
- 259- رحاحلة حازم ، من يمول الموازنة العامة؟، ملخص تنفيذي صادر عن معهد الاستراتيجيات الأردني، 2013، أنظر الموقع الإلكتروني: <http://www.jsf.org/ar>
- 260- رحومة عبد السلام مسعود ، تجارب الخصخصة وآثارها في رفع الكفاءة الاقتصادية، بحث منشور على الموقع الإلكتروني: <http://www.silronline.org/ala/bwab/derasat>
- 261- رمضان الشراح، صناع السوق التجربة الكو التجربة الكويتية، متوفر على: www.uniovrivest.org/A/MARKET
- 262- سوق رأس المال ومؤسساته، نشرة تعريفية متوفرة على موقع مركز ايداع الأوراق المالية، أنظر الموقع الإلكتروني: <https://www.sdc.com.jo/arabic/index.php>

- 263- شحاتة عبد الله ، الاقتصاد السياسي لتحديد أولويات الانفاق العام: رؤية عامة، بحث متوفر على الموقع الإلكتروني:
[http:// www. pide gypt. org/conferences/ enfoqs.html](http://www.pidegypt.org/conferences/enfoqs.html)
- 264- عباس صباح نوري ، قطب عمار رفعت ، أثر زيادة الدخل على حجم الإيداع(بحث تطبيقي)، بحث منشور، متوفر على الموقع الإلكتروني:
[http : / /www.iasj.net/](http://www.iasj.net/)
- 265- عبد العظيم عادل ، محددات الاستثمار الخاص، مقال متوفر على الموقع الإلكتروني:
<http://iepedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/07/1985d8>
- 266- غربي فاطمة الزهراء ، بلعبياء خديجة ، تكنولوجيا المعلومات وأثرها في تحقيق الميزة التنافسية في ظل إقتصاد المعرفة، بحث منشور على الموقع الإلكتروني:
[Http:// RATOULRECHERCHE.ARAB BLAGS. COM](Http://RATOULRECHERCHE.ARABBLAGS.COM)
- 267- كاظم صالح حسن ، مكافحة التهرب الضريبي.ضرورة ملحة للحد من الفساد، بحث منشور على الموقع الإلكتروني:
<http://www.nazaha.iq>
- 268- لطيف فؤاد خليل ، الخصخصة (نشأتها، إيجابياتها، سلبياتها)، بحث منشور على الموقع الإلكتروني:
[http:// www.ircoedu.uobaghd.edu.iq/uploads](http://www.ircoedu.uobaghd.edu.iq/uploads)
- 269- مراحل اعداد الموازنة العامة للدولة، نشرة تعريفية صادرة عن مجلس النواب الأردني ، أنظر الموقع الإلكتروني:
<http://www.representatives.>
- 270- نشرة تعريفية حول سوق رأس المال في الأردن، البنك المركزي الأردني، أنظر الموقع الإلكتروني:
[WWW.Cbj.gov.jo/arabic/page.php ?menu-id=153.](http://www.Cbj.gov.jo/arabic/page.php?menu-id=153)
- 271- نشرة تعريفية بسوق رأس المال الأردني، موقع هيئة الأوراق المالية الأردنية، أنظر:
<http://www.jsc.qov.jo/public/Arabic.asp>
- 272- مركز إيداع الأوراق المالية، نشرة تعريفية متوفرة على الموقع الإلكتروني: www.sdc.com
- 273- يونس إيهاب محمد ، نحو رؤية لتشخيص وعلاج عجز الموازنة العامة في مصر، بحث متوفر على الموقع الإلكتروني:
[http://www.feps.eg/ar/publications/nahta/vol_13/ issues/Ehab_20%_yones.pdf.](http://www.feps.eg/ar/publications/nahta/vol_13/ issues/Ehab_20%_yones.pdf)
- 274- هيئة الأوراق المالية الأردنية، موقع بورصة عمان، أنظر الموقع الإلكتروني:
http://www.jsc.gov.jo/Public/mainarabic.aspx?Page_id=841

خامسا- رسائل الماجستير والدكتوراه

- 275- الأسرج حسين عبد المطلب حسين محمد ، دور الإدخار في سوق الأوراق المالية في تنمية الإدخار في مصر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في الإقتصاد، جامعة الزقازيق، مصر، 2002، مارس
- 276- أبو مصطفى محمد مصطفى ، دور وأهمية التمويل الخارجي في تغطية العجز الدائم لموازنة السلطة الوطنية الفلسطينية(دراسة تحليلية مقارنة عن الفترة من 1999-2008)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الاسلامية، غزة، فلسطين، 2009.
- 277- الداوي خيرة ، تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية ما بين الفترة 2005-2009، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2011-2012.
- 278- الشلا علام محمد عبد المحسن ، محددات الإيرادات العامة في فلسطين، أطروحة مقدمة إستكمالا لمتطلبات درجة الماجستير في المنازعات الضريبية، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين، 2005.
- 279- بودخدخ كريم ، أثر سياسة الإنفاق العام على النمو الإقتصادي (دراسة حالة الجزائر 2001-2009)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة دالي إبراهيم، الجزائر، 2009/2010.
- 280- العنزي نايف عبد العزيز حمد، الإفصاح وفق قانون هيئة الأوراق المالية الكويتي والأردني، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2012.
- 281- بن دعاس جمال ، التكامل الوظيفي بين السياستين النقدية والمالية دراسة مقارنة بين الإقتصاد الإسلامي والوطني، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإسلامية، تخصص سياسة شرعية، جامعة الحاج محمد لخضر، باتنة، الجزائر، 2009/2010.
- 282- بوزيان عبد الباسط ، دور السياسة المالية في إستقطاب الإستثمار الأجنبي المباشر: دراسة حالة الجزائر خلال الفترة 1994-2004، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2006/2007.

- 283- بوطيبة فيصل ، العائد من التعليم في الجزائر ، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2011/2009.
- 284- بوكساني رشيد ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006/2005.
- 285- ثابتي خديجة ، دراسة تحليلية حول الضريبة والقطاع الخاص (دراسة حالة تلمسان)، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2012/2011
- 286- حجاج محمد الهاشمي ، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية: دراسة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012/2011.
- 287- حجار مبروكة ، أثر السياسة الضريبية على إستراتيجية الاستثمار في المؤسسة دراسة حالة مؤسسة بن حمادي لصناعة أكياس التغليف، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2006/2005.
- 288- خلوط فوزية ، دور السياسة المالية في تحقيق الإستقرار والنمو الإقتصادي في الدول النامية في ظل التحولات الدولية الراهنة (دراسة حالة الجزائر)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2004/2003.
- 289- زودة عمار ، محددات قرار الاستثمار الأجنبي المباشر دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2007.
- 290- شريط صلاح الدين، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية (دراسة تجربة جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2012/2011.
- 291- فرج شعبان ، الحكم الراشد كمدخل حديث لترشيد الإنفاق العام والحد من الفقر، دراسة حالة الجزائر (2000 - 2010)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2012/2011.
- 292- نصرأوي دنيا زاد ، تفعيل تكامل الأسواق المالية العربية لتدعيم التكتل الإقتصادي العربي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، المركز الجامعي عباس لغرور، خنشلة، 2010 /2009.

- 293- نور محمد لمين ، دور الموازنة العامة في التنمية الفلاحية والريفية كبديل إقتصادي خارج قطاع المحروقات (دراسة حالة ولاية تيارت)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2012/2011.
- 294- يرقى جمال ، أساسيات في المالية العامة وإشكالية العجز في ميزانية البلدية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2002/2001.

سادسا- التقارير السنوية والبيانات الإحصائية.

- 295- التقرير السنوي للمالية العامة لسنة 2014، موقع البنك المركزي الأردني، أنظر الموقع الإلكتروني: [/http://www.cbj.gov.jo/arabic](http://www.cbj.gov.jo/arabic)
- 296- التقارير السنوية لبورصة عمان (من سنة 1990-2014)، أنظر الموقع الإلكتروني: <http://www.ase.com.jo/ar>
- 297- بيانات إحصائية سنوية لقطاع المالية العامة (1990-2011)، موقع البنك المركزي الأردني، أنظر الموقع الإلكتروني: [/http://www.cbj.gov.jo/arabic](http://www.cbj.gov.jo/arabic)
- 298- دائرة الموازنة العامة الأردنية، التقرير السنوي السادس، سنة 2010، ص 10، أنظر الموقع الإلكتروني: [. http://www.gbd.gov.jo/web/Default.aspx](http://www.gbd.gov.jo/web/Default.aspx)
- 299- دائرة الموازنة العامة الأردنية، التقرير السنوي السابع، سنة 2011، ص 4-5، أنظر الموقع الإلكتروني: [. http://www.gbd.gov.jo/web/Default.aspx](http://www.gbd.gov.jo/web/Default.aspx)
- 300- معلومات تاريخية حول مؤشرات أداء بورصة عمان (1990-1998)، موقع بورصة عمان، أنظر الموقع الإلكتروني: <http://www.ase.com.jo/ar/node/1662> (1998-1990)

سابعا- القوانين

- 301- المادة 03 من قانون الأوراق المالية الأردني رقم 76 لسنة 2002، متوفر على الموقع الإلكتروني: www.jsc.gov.jo/librery/633572355246923912.pdf

قائمة المراجع باللغة الأجنبية:

LES OUVRAGES:

- 302- Alphonse Pascal, Gérard Desmulier, pascal grandin, Michel Levasseur, **Gestion de portefeuille et marchés financier**, Pearson éducation, paris, France, 2010.
- 303- Antoine Joseph, huart Marie claire capiau, **titre et bourse**, Boeck, Bruxelles, 1995.

- 304– Antoine Joseph, Marie-claire capiau huart, **dictionnaire des marchés financier**, Boeck, bruxelle, 2010.
- 305– Augros c., p. navette, **bourse les options négociables**, Vuibert, paris, France, 1987.
- 306– Beltas Abdelkader, **Marche des capitaux et la structure par échéance des taux intérêt**, légende, France, 2008.
- 307– Benassy Agness, Coeure benoit, Pierre Jacquet, Jean Pisani Ferry, **politique économique**, édition de Boeck, Belgique, 2004.
- 308– Buchanan .M, **Public Principles of Public Debt A Defense and Restatement**, Liberty Fund, America,1999.
- 309– bouvier Michel, Marie-Christine esclassan, jean-pierre Lassalle, **finance publiques**, l’extenso, paris, france, 2010
- 310– David N.Hyman, **public finance contemporary application of theory to policy,10th**, cengage learning, America, 2010.
- 311– Charles waline, **le budget de d’état**, la documentation française, Paris, France, 2006.
- 312– CHOUVEL FRONCOIS, **finance publique**, gaulino, paris, France, 2001.
- 313– Fernandier Robert , vincent KOEN, **Marchés de capitaux et technique financières**, 4^e édition, ECONOMICA, paris ,France ,1997.
- 314– Jean-Marc béguin, Bernard Arnaud, **l’essentiel des techniques bancaires**, eyrolles, paris, France, 2010.
- 315– Lambert Christine, **les techniques des marchés financiers 80cas réels corrigés**, édition marketing, paris, France.
- 316– Lumière Pierre, **les finances publiques**, 7^{ème} édition, Armand colin collection, paris, France, 1983.
- 317– marteau Didier, **les marches des capitaux**, Armand Collin, paris, France, 2011.
- 318– Oliva Eric, **finances publiques**, Dalloz, paris, France, 2001.
- 319– Oliva François deruel, jacques buisson, **finance publiques (budget et pouvoir financier)**, dalloz, paris, France, 2001.
- 320– PLEHN CARL .C, **INTRODUCTION TO PUBLIC FINANCE**, THE MACMILLAN COMPANY, LONDON, 1902.
- 321– Vitrac Didier, **parler en bourse en 2000 mots**, gualino, France, 2010.
- 322– SRI Abdulkareem, **public finance**, publication of Calicut University, 2011.

323– Waline Charles, **le budget de d'état**, la documentation française, Paris , France, 2006.

Thèse:

324– DAMMAK Soulef, **Impact de la fiscalité sur les décisions et modalités de financement des investissements ainsi que la valeur de la firme : analyse comparative (France, Allemagne, Royaume uni, Etat unis et Tunisie)**, thèse en vue de l'obtention du doctorat en sciences de gestion université de Sfax, Décembre 2006.

325– ZAKANE Ahmed, **dépenses publique productive croissance a long terme et politique économique essai d analyse économétrique appliquée au cas de l'Algérie**, pour l'obtention du diplôme de Doctorat d'Etat en Sciences Economiques, Université d'Alger, 2002/2003.

RECHERCHES ET REVUES:

326– Boubakari Ake, Jin Dehuan, **The role of stock Market Development in Economic Growth: Evidence From Euro next countries**, International journal of financial research, vol1, December 2010.

327– **Better infrastructure brings ECONOMIC GROWTH.** [http// photos. Stqte.gov/ libraries/133183/ English/ p- INFRQSTRUCTURE BRIBGS ECONOMIC- GROOUTH – ENGLISH. PDF.](http://photos.Stqte.gov/libraries/133183/English/p-INFRQSTRUCTUREBRIBGSECONOMIC-GROOUTH-ENGLISH.PDF)

328– Conan -Matthieu **L'élaboration d'une théorie générale des dépenses publiques**, revue du trésor, No 2, France, Février 2008, p3.

329– Johan Eklund , **Theories of investment: a theoretical Review with Empirical Applications**, Swedish Entrepreneur ship Forum, working paper, 2013.

330– **Jordon...land of potential**, Report see in: [www.JSC.gov.jo /library/ 633686299729841882.pdf](http://www.JSC.gov.jo/library/633686299729841882.pdf).

331– joudi Moez, **Bourse des valeurs et marchés financier**, Cours EA 202 ENSTA, Année2005-2006.

332– MINTZ JACK M , J.Weicheureidey, **the indirect side of direct investment (multinational company finance and taxation)**, Massachusetts Institute of technology, 2010,see in: <https://mitpress.mit.edu/books/indirect-side-direct-investment>.

333– Mohamed Issam, **effects of investment on macroeconomic variables in the Sudanese economy**, mrpa, paper no 32293, 22 july2011, p6.

- 334**– NUR Hayati Abd Rahman, **the relationship between budget deficit and ecoeconomic growth from Malaysia’s perspective an ARDL approach**, International Conference on Economics Business Innovation , Singapore, Malaysia, 2012, P55. See: [http// www. Ipedr. Com/ vol 38/ 011- iCEBi 2012 – A00020. Pdf](http://www.Ipedr.Com/vol38/011-iCEBi2012-A00020.Pdf).
- 335**– **le déficit Budgétaire**, le site pédagogique sur l'argent et la finance, la finance pour tous.com, voir: [http:// www.la finance pour tous. Com / Décryptages / Dossiers/ Comptes-publics/la dette – publique](http://www.la finance pour tous. Com / Décryptages / Dossiers/ Comptes-publics/la dette – publique).
- 336**– perters Amos c, **an application of Wagner’s law of expanding state activity ton totally diverse countries**, see: <http://www.unc.edu/ accepters / wagner.pdf>.
- 337**– **The Jordon capital structure and development history Informational presentation**, Report of office of Economic opportunities unsaid, Jordon, 23 may, 2004.
- 338**– **What is crowding out effect? Definition and meaning** see: <http://www.weisegeek.com/ what is crowding out effect>.
- 339**– **What isPension fund?** See in: <File:///C:/User/Downloads/what %20is %20pension%20fund.pdf>.

قائمة الملاحق

الملحق رقم (01): معامل الارتباط بين النفقات العامة ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية في الأردن (خلال الفترة 2014-21990)

G Group: UNTITLED Workfile: SERIES::Untitled\			
View	Proc	Object	Print Name Freeze Sample S
0.804114			
	G	MV	
G	1.000000	0.804114	
MV	0.804114	1.000000	

G Group: UNTITLED Workfile: EQ02::Untitled\							
View	Proc	Object	Print Name Freeze Sample Sheet Stats				
Correlation							
	G	P					
G	1.000000	0.749395					
P	0.749395	1.000000					

G Group: UNTITLED Workfile: SERIES::Untitled\						
View	Proc	Object	Print Name Freeze Sample Sheet Stats Spec			
0.374589						
	G	TV				
G	1.000000	0.374589				
TV	0.374589	1.000000				

G Group: UNTITLED Workfile: SERIES::Untitled\							
View	Proc	Object	Print Name Freeze Sample Sheet Stats Spec				
0.380414							
	G	TR					
G	1.000000	0.380414					
TR	0.380414	1.000000					

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي eviews08

ملحق رقم(02): معاملات الارتباط بين الضرائب ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية
في الأردن(خلال الفترة1990-2014)

G Group: UNTITLED Workfile: EQ02::Untitled\			
View	Proc	Object	Print Name Freeze Sample Sheet St
Correlation			
	TX	P	
TX	1.000000	0.754015	
P	0.754015	1.000000	

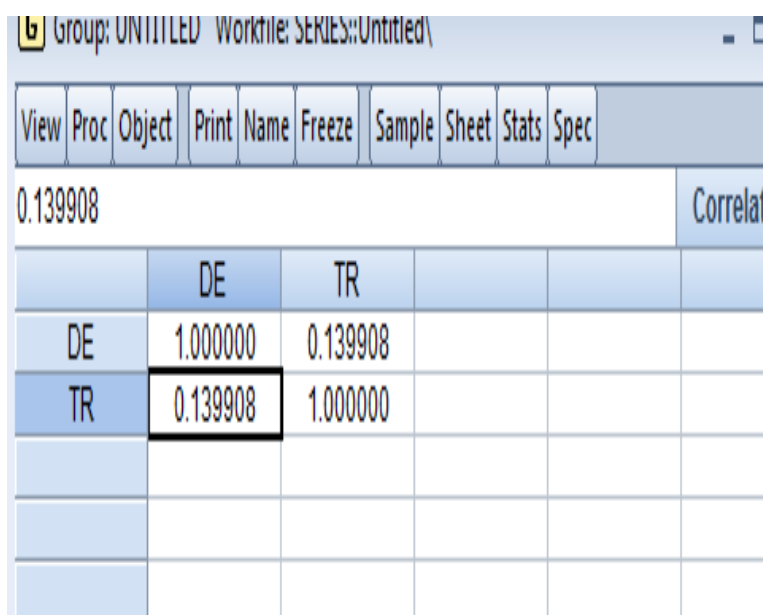
G Group: UNTITLED Workfile: SERIES::Untitled\			
View	Proc	Object	Print Name Freeze Sample Sheet Stats Spec
0.365685			
	TX	TR	
TX	1.000000	0.365685	
TR	0.365685	1.000000	

G Group: UNTITLED Workfile: SERIES::Untitled\			
View	Proc	Object	Print Name Freeze Sample Sheet Stats Spec
0.395273			
	TX	TV	Correla
TX	1.000000	0.395273	
TV	0.395273	1.000000	

G Group: UNTITLED Workfile: SERIES::Untitled\			
View	Proc	Object	Print Name Freeze Sample She
0.809348			
	TX	MV	
TX	1.000000	0.809348	
MV	0.809348	1.000000	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي eviews08

الملحق رقم (03): معامل الدين العام الداخلي وحجم التداول في سوق الأوراق المالية
الأردنية(خلال الفترة 1990-2014)



View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Sample	Sheet	Stats	Spec	Correlat
										0.139908
				DE						
				TR						

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي eviews08