

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي



جامعة فرحات عباس سطيف -1-

كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية

تحت عنوان

**أثر سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي  
دراسة حالة سوق عمّان للأوراق المالية خلال الفترة  
(1980-2016)**

إشراف الأستاذ الدكتور:

حمودي حاج صحراوي

إعداد الطالبة:

جهرة شنافة

أعضاء لجنة المناقشة

الاسم و اللقب	الرتبة العلمية	الجامعة	الصفة
أ.د. محفوظ جبار	أستاذ التعليم العالي	جامعة سطيف -1	رئيسا
أ.د. حمودي حاج صحراوي	أستاذ التعليم العالي	جامعة سطيف -1	مشرفا ومقررا
أ.د. عبد الجليل بوداح	أستاذ التعليم العالي	جامعة أم البواقي	مناقشا
د. رابح بلعباس	أستاذ محاضر.أ.	جامعة المسيلة	مناقشا
د. موسى بن منصور	أستاذ محاضر.أ.	جامعة برج بوعريريج	مناقشا
د. زهير بن دعاس	أستاذ محاضر.أ.	جامعة سطيف 1	مناقشا

السنة الجامعية: 2017/2018

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

۱۴۳۸



## شكر و عرفان

أشكر الله العلي القدير الذي أنار لي درب العلم، وأحمده حمدا يليق بجلاله وعظيم سلطانه، على توفيقه لي في إتمام البحث، والصلاة والسلام على من لا نبي بعده، سيدنا ونبينا محمد صلى الله عليه وسلم، خير المعلمين وسيد البشرية أجمعين.

وقفا عند قوله صلى الله عليه وسلم "من لم يشكر الناس لم يشكر الله"

فلا يسعني إلا أن أتقدم بالشكر الخاص العميق مقرونا بجزيل العرفان والامتنان إلى كل من أعانني على إنجاز هذا البحث، وأخص بالذكر:

أستاذي الفاضل الأستاذ الدكتور حمودي حاج صحراوي على قبوله وتفضله بالإشراف على هذا البحث، وعلى توجيهاته وتصويباته القيمة وتحفيزاته المتواصلة، فلك مني أستاذي الفاضل كل الشكر و التقدير والاحترام وجزاك الله عني خير الجزاء.

الأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة على تفضلهم وقبولهم تقييم هذا البحث ومناقشته، فلكم مني كل الشكر والتقدير والاحترام.

كما لا يفوتني أن أتقدم بجزيل الشكر والامتنان إلى الأستاذ الفاضل الدكتور عبد الكريم قندوز على تحفيزاته ومساعداته القيمة، فيما يخص توفير المراجع ذات الصلة بموضوع البحث، فجزاك الله عني خير الجزاء.

وطبعا لا يفوتني أن أتقدم بأسمى عبارات الشكر وعظيم الامتنان إلى والدتي الكريمة حفظها الله ورعاها، على تحفيزاتها ودعواتها المتواصلة وكل ما قدمته لي من تسهيلات لإنجاز البحث .

كما أتقدم بشكري الجزيل لأختي الكريمة عزيزة على مساعداتها القيمة وتحملها وتقاسمها معي عناء كتابة البحث .

كما أتقدم بجزيل الشكر إلى جميع أفراد عائلتي الكريمة فهم أهل للفضل والشكر .

وكل من ساعدني في اتمام البحث

فلكم مني جميعا جزيل الشكر وعظيم الامتنان .

جهره



## الإهداء

أحمد الله حمدا كثيرا يليق بجلال وجهه وعظيم سلطانه، والصلاة والسلام على خير خلق الله محمد صلى الله عليه وسلم.

أهدي ثمرة جهدي إلى من أوصاني ربي بهما خيرا والدي الكريمين

إلى روح أبي الطاهرة أسأل الله تعالى أن يتغمدها برحمته الواسعة ويسكنها فسيح جناته

إلى من ربّني وأنارت دربي وأعانتي بالصلوات والدعوات، إلى أغلى إنسان في الوجود، إلى من كرمها الله وجعل الجنة تحت أقدامها، إلى صنيع العطاء الخالد ونبع الحنان ، إلى نور الحياة

أمي ثم أمي ثم أمي

إلى إخوتي وأخواتي الأعزاء حفظهم الله ورعاهم

إلى زوجات إخوتي

إلى أولاد وبنات إخوتي وأخواتي فردا فردا

إلى كل من ساعدني في انجاز البحث

إليكم جميعا أهدي ثمرة جهدي

جهرة



# فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
	شكر وعرفان
	الإهداء
I	فهرس المحتويات
X	فهرس الجداول
XIII	فهرس الأشكال
أ - ل	المقدمة
<b>الفصل الأول: سوق الأوراق المالية - مدخل نظري تحليلي -</b>	
2	تمهيد
3	1-1 ماهية سوق الأوراق المالية
3	1-1-1 تعريف سوق الأوراق المالية
5	2-1-1 خصائص سوق الأوراق المالية
6	1-1-3 أهمية سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى الاقتصادين الكلي والجزئي
11	2-1 بنية (تركيبية) سوق الأوراق المالية
12	1-2-1 السوق الأولية
17	2-2-1 السوق الثانوية
21	3-2-1 العلاقة التكاملية بين السوق الأولية والثانوية
22	3-1 عمليات سوق الأوراق المالية
22	1-3-1 العمليات العاجلة
33	2-3-1 العمليات الآجلة
34	4-1 الممارسات غير القانونية في سوق الأوراق المالية
39	5-1 تقسيم سوق الأوراق المالية وفقا لمعيار درجة التقدم
39	1-5-1 أسواق الأوراق المالية المتقدمة
39	2-5-1 أسواق الأوراق المالية الناشئة (الصاعدة)
41	3-5-1 أسواق الأوراق المالية شبه الناشئة
42	4-5-1 مؤشرات تصنيف الأسواق الناشئة وشبه الناشئة

45	5-5-1- أهمية الأسواق الناشئة وشبه الناشئة
51	6-5-1 مخاطر الاستثمار في الأسواق الناشئة وشبه الناشئة
53	6-1 مؤشرات تطور وأداء سوق الأوراق المالية
53	1-6-1 مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية
64	2-6-1 مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية
84	خلاصة الفصل الأول
<b>الفصل الثاني: أساسيات الاستثمار في سوق الأوراق المالية</b>	
86	تمهيد
87	1-2 مفهوم الاستثمار المالي
87	1-1-2 تعريف الاستثمار المالي
89	2-1-2 أنواع قرارات الاستثمار المالي
90	3-1-2 أثر السيولة على القرار الاستثماري
94	4-1-2 أثر عدم تماثل المعلومات على القرار الاستثماري
94	2-2- الأوراق المالية
94	1-2-2 تعريف الأوراق المالية
95	2-2-2 قيد الأوراق المالية في البورصة
96	2-2-3 أنواع الأوراق المالية
96	1-3-2-2 الأوراق المالية الأساسية
124	2-3-2-2 الأوراق المالية المشتقة
133	4-2-2 عائد ومخاطر الورقة المالية
133	1-4-2-2 عائد الورقة المالية
135	2-4-2-2 قياس العائد المتوقع للورقة المالية
136	3-4-2-2 مخاطر الورقة المالية
146	4-4-2-2 قياس مخاطر الورقة المالية (مقاييس التشتت)
148	3-2 محفظة الأوراق المالية
149	1-3-2 تعريف المحفظة المالية
150	2-3-2 أهداف المحفظة المالية
150	4-3-2 استراتيجيات بناء المحافظ المالية

151	4-2 عائد ومخاطر المحفظة المالية
151	1-4-2 عائد المحفظة المالية
152	2-4-2 مخاطر المحفظة المالية
155	5-2 نظرية المحفظة المالية (التنوع)
156	1-5-2 نماذج التنوع
157	1-1-5-2 التنوع البسيط ( The Naive Diversification )
157	2-1-5-2 تنوع (1952) Markowitz
158	6-2 المحفظة المالية المثلى (Optimal Portfolio)
160	1-6-2 بناء المحفظة المثلى بواسطة تحديد الخط الفعال بالأرقام
161	2-6-2 نماذج تقييم أداء المحفظة المالية
163	7-2 نماذج تسعير الأصول الرأسمالية
163	1-7-2 نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM
164	1-1-7-2 خط سوق رأس المال (CML)
166	2-1-7-2 خط سوق الورقة المالية (SML)
167	3-1-7-2 أثر التضخم على معدل العائد المطلوب للورقة المالية
168	2-7-2 نموذج تسعير المراجعة (APT)
170	خلاصة الفصل الثاني
<b>الفصل الثالث: علاقة التحرير المالي وتطور سوق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي</b>	
172	تمهيد
173	1-3 مفهوم التحرير المالي
173	1-1-3 تعريف التحرير المالي
175	2-1-3 الجوانب الرئيسية للتحرير المالي
176	3-1-3 تحرير سوق الأوراق المالية على المستوى الخارجي
178	2-3 أهداف تحرير أسواق الأوراق المالية
179	3-3 تحرير أسواق الأوراق المالية في الاقتصادات النامية
181	4-3 صندوق النقد الدولي وتحرير أسواق الأوراق المالية
182	5-3 أسواق الأوراق المالية العربية في ظل الاتفاقية العامة لتحرير تجارة الخدمات

185	3-6 علاقة تحرير سوق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي
185	3-6-1 الآراء المؤيدة لتحرير أسواق الأوراق المالية
187	3-6-2 الآراء المعارضة لتحرير أسواق الأوراق المالية
188	3-7 مظاهر تحرير أسواق الأوراق المالية
188	3-7-1 الاستثمار الأجنبي غير المباشر (الاستثمار المحفظي)
188	3-7-1-1 مفهوم الاستثمار الأجنبي غير المباشر
191	3-7-1-2 أهمية الاستثمار الأجنبي غير المباشر
193	3-7-1-3 المشاكل المرتبطة بتدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر
194	3-8 مفاهيم أساسية حول النمو الاقتصادي
194	3-8-1 تعريف النمو الاقتصادي
197	3-8-2 محددات النمو الاقتصادي
199	3-8-3 مقاييس النمو الاقتصادي
203	3-9 جوانب ارتباط سوق الأوراق المالية بالنظريتين الكلاسيكية والكنزية
203	3-9-1 جوانب ارتباط سوق الأوراق المالية بالنظرية الكلاسيكية
204	3-9-2 جوانب ارتباط سوق الأوراق المالية بالنظرية الكنزية
205	3-10 أثر بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية
213	3-11 دور القطاع المالي في النمو الاقتصادي
216	3-11-1 نماذج النمو الاقتصادي
217	3-11-1-1 دالة الإنتاج (Coob -Douglas)
218	3-11-1-2 نموذج Harrod & Domar للنمو الاقتصادي
220	3-11-1-3 نموذج SwanSolow- (1956) (النمو الخارجي)
221	3-11-1-3 SwanSolow- بدون وجود العامل التقني
227	3-11-1-3 Solow -Swan بوجود العامل التقني
229	3-11-1-4 نموذج Rebelo(1991)
230	3-12 علاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي
231	3-12-1 السببية الأحادية
231	3-12-1-1 السببية من التطور المالي إلى النمو الاقتصادي

233	2-1-12-3 السببية من النمو الاقتصادي إلى التطور المالي
233	2-12-3 السببية الثنائية
237	خلاصة الفصل الثالث
الفصل الرابع: أثر سوق عمّان للأوراق المالية في النمو الاقتصادي: دراسة قياسية للفترة (1980-2016).	
239	تمهيد
240	1-4 نشأة سوق الأوراق المالية الأردنية
245	2-4 مؤسسات سوق رأس المال الأردني
249	3-4 الأوراق المالية المتداولة في سوق عمان للأوراق المالية
249	4-4 هيكل السوق الثانوية للأوراق المالية
250	5-4 تعليمات إدراج الأوراق المالية لسنة 2016
253	6-4 تطورات سوق عمان للأوراق المالية في عام 2016
255	7-4 تحليل تطور وأداء سوق عمان للأوراق المالية خلال فترة الألفية (2000-2016)
255	1-7-4 الإصدارات الأولية
258	2-7-4 التداولات
263	3-7-4 حجم السوق
263	1-3-7-4 معدل الرسمة
266	2-3-7-4 عدد الشركات المدرجة
268	4-7-4 سيولة السوق
268	1-4-7-4 معدل التداول
268	2-4-7-4 معدل الدوران
272	5-7-4 درجة التركيز
273	6-7-4 الاستثمار الأجنبي غير المباشر
279	7-7-4 الأرقام القياسية لأسعار الأسهم في بورصة عمان
284	8-4 تحليل القطاع الحقيقي
284	1-8-4 الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي
290	9-4 النموذج القياسي المعتمد في الدراسة
290	1-9-4 اختبار استقرارية السلاسل الزمنية
290	1-1-9-4 اختبار Augmente Dickey-Fuller

291	2-1-9-4 اختبار جذر الوحدة ل Phillips & Perron (PP)
291	2-9-4 التكامل المشترك Co-integration
295	3-9-4 نموذج متجه تصحيح الخطأ (Vector Error Correction Model =VECM)
296	4-9-4 تحليل الصدمات ودوال الاستجابة لردة الفعل (Impulse Response)
297	5-9-4 تجزئة (تفكيك) التباين (Variance Decomposition)
299	10-4 النمذجة القياسية لأثر سوق عمان للأوراق المالية في النمو الاقتصادي
299	1-10-4 تحديد المتغيرات وصياغة النموذج
299	1-1-10-4 تحديد المتغيرات
300	2-1-10-4 صياغة النموذج
302	3-1-10-4 تحليل وصفي لمتغيرات الدراسة
303	4-1-10-4 تمثيل متغيرات الدراسة
304	5-1-10-4 اختبار Augmente Dickey-Fuller و Philips & Perron لاستقرار السلاسل الزمنية
307	11-4 تقدير نموذج متجه تصحيح الخطأ VECM
307	1-11-4 اختبار التكامل المشترك
316	2-11-4 اختبار استقرارية معالم النموذج
320	3-11-4 اختبار معنوية معالم النموذج
321	4-11-4 اختبار معنوية المعالم في المدى القريب ( اختبار Wald )
321	5-11-4 اختبارات السببية (Causality Test)
323	6-11-4 السببية طويلة و قصيرة الأجل في إطار نموذج VECM
323	1-6-11-4 اختبار السببية طويلة الأجل
324	2-6-11-4 اختبار السببية قصيرة الأجل
327	7-11-4 تحليل الصدمات ودوال الاستجابة لردة الفعل (Impulse Response)
332	8-11-4 تجزئة (تفكيك) التباين (Variance Decomposition)
335	خلاصة الفصل الرابع
337	الخاتمة
341	1- النتائج النظرية
341	2- النتائج التطبيقية

341	1-2 نتائج تحليل أداء سوق عمان للأوراق المالية والقطاع الحقيقي
343	2-2 نتائج النمذجة القياسية لأثر سوق عمان للأوراق المالية في النمو الاقتصادي واختبار الفرضيات
346	3 الاقتراحات
346	4 أفاق البحث
348	قائمة المصادر والمراجع
365	فهرس الملاحق
/	ملخص البحث

# فهرس الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
<b>الفصل الأول</b>		
1-1	أهمية التمويل عبر سوق الأوراق المالية مقارنة بالتمويل البنكي	11
2-1	معايير تصنيف أسواق الأوراق المالية وفق مؤشر (MSCI)	43
3-1	النمو الاقتصادي العالمي للفترة (2007-2016)	45
4-1	معدل الرسملة في بعض الأسواق المتقدمة والناشئة و شبه الناشئة للفترة(2007-2016)	54
5-1	إجمالي الشركات المحلية المدرجة في بعض الأسواق المتقدمة والناشئة وشبه الناشئة للفترة (2007-2016)	56
6-1	معدل التداول في بعض الأسواق المتقدمة والناشئة وشبه الناشئة للفترة(2007-2016)	58
7-1	معدل دوران الأسهم في بعض الأسواق المتقدمة و الناشئة وشبه الناشئة للفترة (2007-2016)	60
8-1	بعض مؤشرات الأسواق المالية العالمية والعربية.	71
9-1	تطور مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية العالمية والعربية للفترة (2007-2016)	74
10-1	الدرجة الائتمانية للسندات وفق Service Moody's Investors و Standard & Poor's Corporation	83
<b>الفصل الثاني</b>		
1-2	اشتقاق (تجزئة) الأسهم	110
2-2	تجميع الأسهم	110
3-2	أوجه الاختلاف بين الأسهم العادية والممتازة والسندات	122
<b>الفصل الثالث</b>		
1-3	معايير تصنيف درجة تحرير سوق الأوراق المالية	178
2-3	صافي تدفقات الاستثمار المحفظي إلى الأسواق الناشئة وشبه الناشئة (مليار دولار) للفترة (2002-2007)	190
3-3	أوجه الاختلاف بين النمو والتنمية الاقتصادية	196
<b>الفصل الرابع</b>		
1-4	تطور إصدار الأسهم للفترة (2000-2016)	255
2-4	نسبة إصدار الأسهم إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (2000-2016)	257
3-4	قيمة التداول على المستوى الكلي والقطاعي للفترة (2000-2016)	259
4-4	نسب التداول القطاعي للفترة (2000-2016)	262
5-4	تطور الرسملة البورصية ومعدل الرسملة للفترة (2000-2016)	264
6-4	تطور عدد الشركات المدرجة للفترة (2000-2016)	266
7-4	معدل دوران الأسهم ومعدل التداول للفترة (2000-2016)	269
8-4	نسبة مساهمة الشركات العشر الأكبر من حيث القيمة السوقية للفترة (2002-2016)	272
9-4	الشركات العشرة الأكبر من حيث القيمة السوقية لعام 2016	273

274	تطور صافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر ونسبة مساهمة الأردنيين وغير الأردنيين في القيمة السوقية للشركات المدرجة للفترة (2000-2016)	10-4
278	مساهمة غير الأردنيين في رؤوس أموال الشركات المساهمة العامة قطاعيا للفترة (2000-2016)	11-4
281	الرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة على المستوى الكلي والقطاعي للفترة (2000-2016)	12-4
284	معدلات النمو الاقتصادي للفترة (2000-2016)	13-4
302	التحليل الوصفي للمتغيرات	14-4
305	اختبار AugmentedDickey-Fuller لاستقرارية السلاسل الزمنية في المستوى (Level)	15-4
306	اختبار AugmentedDickey-Fuller و Philips&Perron لاستقرارية السلاسل الزمنية على الفرق الأول (1stDifference)	16-4
308	اختبار الأثر (tracetest)	17-4
110	نتائج اختبار تحديد فترات الإبطاء المستخدمة في نموذج VECM	18-4
311	تقدير نموذج متجه تصحيح الخطأ VECM	19-4
317	اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء	20-4
318	اختبار عدم تجانس الأخطاء	21-4
318	نتائج اختبار Breusch-Pagan-Godfrey	22-4
319	نتائج اختبار ARCH	23-4
320	نتائج اختبار معنوية معالم النموذج	24-4
321	نتائج اختبار معنوية المعالم في المدى القريب باستخدام اختبار Wal	25-4
324	نتائج اختبار السببية قصيرة الأجل (WaldTests) في إطار نموذج VECM	26-4
328	تحليل الصدمات و دوال الاستجابة لردة الفعل	27-4
333	نتائج تجزئة (تفكيك) التباين	28-4

# فهرس الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
<b>الفصل الأول</b>		
27	مراحل البيع على المكشوف	1-1
46	أثار أزمة الرهن العقاري لعام 2008 على الناتج المحلي الحقيقي والانتاج الصناعي	2-1
50	معدل الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي في الصين مقارنة بالاقتصادات المتقدمة والناشئة	3-1
51	خريطة الأوضاع الاقتصادية العالمية لعام 2015	4-1
75	الخسائر على القروض لدى البنوك ومقدار الزيادة في رأس المال في الولايات المتحدة وأوروبا أثناء أزمة الرهن العقاري لعام (2008)	5-1
76	تطورات مؤشر JonesDow قبل وخلال أزمة الرهن العقاري لعام 2008	6-1
76	تطورات مؤشر MSCI أثناء أزمة الرهن العقاري لعام 2008	7-1
77	تطورات مؤشر CAC40 خلال الفترة (1993-2009)	8-1
78	المؤشر المركب لصندوق النقد العربي في عام 2008	9-1
82	أداء بعض البورصات العالمية في عام (2016)	10-1
82	أداء بعض البورصات العربية في عام (2016)	11-1
<b>الفصل الثاني</b>		
90	نموذج القرار الاستثماري	1-2
93	فوائد السيولة للشركات والاقتصادات	2-2
115	المعلومات وآلية تسعير الورقة المالية	3-2
118	تغير سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية	4-2
128	استراتيجية التحوط باستخدام العقد المستقبلي	5-2
131	آلية مبادلة أسعار الفائدة	6-2
140	العلاقة العكسية بين أسعار الفائدة السوقية وسعر السند	7-2
141	أثر التضخم المتوقع على سعر الفائدة الاسمي (النقدي)	8-2
142	الهيكل الزمني لأسعار الفائدة	9-2
145	علاوة مخاطر عدم السداد	10-2
154	قيم معامل B بيانيا	11-2
155	أثر التنوع في مخاطرة المحفظة المالية	12-2
159	تحديد المحفظة المثلى بيانيا	13-2
164	خط سوق رأس المال (CML)	14-2
166	خط سوق الورقة المالية (SML)	15-2

الفصل الثالث		
191	تطور صافي تدفقات الاستثمار المحفظي إلى الأسواق الناشئة وشبه الناشئة للفترة (2004-2007)	1-3
223	التمثيل البياني لنموذج Solow-Swan	2-3
223	الحالة المستقرة للاقتصاد (التوازن) عند Solow-Swan	3-3
225	أثر الزيادة في معدل الادخار و الاستثمار على النمو الاقتصادي	4-3
226	أثر الزيادة في معدل النمو السكاني على النمو الاقتصادي	5-3
الفصل الرابع		
257	تطور إصدار الأسهم خلال الفترة (2000-2016)	1-4
258	نسبة إصدار الأسهم إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (2000-2016)	2-4
262	تطور حجم (قيمة) التداول على المستوى الكلي والقطاعي للفترة (2000-2016)	3-4
263	نسب التداول القطاعي للفترة (2000-2016)	4-4
265	تطور الرملة في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (2000-2016)	5-4
266	تطور معدل الرملة للفترة (2000-2016)	6-4
268	تطور عدد الشركات المدرجة للفترة (2000-2016)	7-4
270	معدل دوران الأسهم ومعدل التداول للفترة (2000-2016)	8-4
271	تكلفة السيولة في بورصة عمان خلال الفترة (2002-2016)	9-4
271	تكلفة السيولة في بورصات مختلفة في عام 2016	10-4
277	تطور صافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر للفترة (2000-2016).	11-4
277	مساهمة الأردنيين وغير الأردنيين في القيمة السوقية للشركات المدرجة للفترة (2000-2016)	12-4
278	مساهمة غير الأردنيين في رؤوس أموال الشركات المساهمة العامة قطاعيا للفترة (2000-2016)	13-4
283	تطور الرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة على المستوى الكلي والقطاعي للفترة (2000-2016)	14-4
285	الأهمية النسبية للقطاعات الاقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي بأسعار الثابتة في عام 2007	15-4
286	الأهمية النسبية للقطاعات الاقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي بأسعار الثابتة في عام 2008	16-4
287	الأهمية النسبية للقطاعات الاقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي بأسعار الثابتة في عام 2009	17-4
288	الأهمية النسبية للقطاعات الاقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي بأسعار الثابتة في عام 2016	18-4
289	معدلات النمو الاقتصادي للفترة (2000-2016).	19-4
301	متغيرات الدراسة	20-4
303	التمثيل البياني للسلاسل الزمنية المتعلقة بمتغيرات الدراسة	21-4
309	التكامل المشترك بينيا	22-4
319	استقرارية معلمات النموذج باستخدام مقلوب الجذور الأحادية	23-4
331	تحليل الصدمات و دوال الاستجابة لرد الفعل بينيا	24-4

334	منحنيات تفكيك التباين	25-4
-----	-----------------------	------

مقدمة

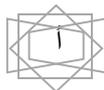
## تمهيد

تعتبر مشكلة التراكم الرأسمالي من أهم المشاكل الاقتصادية في معظم الاقتصاديات النامية، وبالتالي فإن النجاح في تعبئة المدخرات بمختلف أحجامها، وتوجيهها نحو النشاط الاقتصادي بوجه عام وإلى الاستثمار الحقيقي بوجه خاص، يعد من الآليات التي يتطلبها النمو الاقتصادي؛

وعندما بدأ الاهتمام بمشاكل النمو الاقتصادي التي تستهدف أساساً رفع معدل نمو الناتج الإجمالي، أصبح التحليل الاقتصادي يهتم بالعلاقة السببية التي من الممكن أن تربط معدل تراكم رأس المال المادي بمعدل نمو الناتج الإجمالي، فإذا ما نجحت البلدان النامية في توفير أكبر قدر من الموارد الادخارية ووجهتها إلى مجالات الاستثمارية فإنها سوف تحقق تقدماً اقتصادياً، غير أن المشكلة لدى هذه البلدان تكمن في كيفية توفير القدر الكافي من الموارد المالية المطلوبة، لتنفيذ برامج الاستثمار الذي يعد التراكم الرأسمالي أساسها؛

وهنا تظهر الحاجة إلى وجود نظام مالي متطور والذي تعد سوق الأوراق المالية أحد مكوناته، من خلال تعبئة المدخرات وتحفيز الاستثمارات، وبالتالي فقد ارتبطت نشأتها بحاجة الاقتصادات إلى آلية تضمن تعبئة المدخرات وتمويل المشاريع الاستثمارية، فضلاً عن تدوير الفوائض المالية وتوفير السيولة للمتعاملين، كما ارتبط تطورها في كثير من الدول بانتشار شركات المساهمة التي تعددت وتنوعت أحجامها ومجالات نشاطها، مما ساعد على تنوع وكثرة الأدوات المالية المطروحة للتداول في الأسواق، وهو الأمر الذي ترتب عنه استقطاب عدد أكبر من المتعاملين، إذ يوفر فرصاً أكثر أمام أصحاب الفوائض المالية لاختيار أفضل توظيف لأموالهم.

وما زاد من تطور تلك الأسواق هو الانتشار الواسع للشركات متعددة الجنسيات، والثورة التكنولوجية في مجال الإعلام والاتصال، حيث عرفت أسواق الأوراق المالية لبعض الدول تطوراً هائلاً وانتشاراً واسعاً، ساعد على رفع أدائها في تعبئة المدخرات وتوجيهها بشكل فعال، وهو ما أدى بدوره إلى دفع عجلة النمو الاقتصادي في تلك الدول، خاصة في ظل العولمة المالية والانفتاح الاقتصادي، الذي نتج عنه اتجاه الكثير من الدول لربط أسواقها المالية بالأسواق الدولية، مما أدى إلى زيادة التقارب والاندماج فيما بينها، متبعة في ذلك ما يعرف بالتحريك المالي، وهو ما ترتب عليه زيادة التدفقات الرأسمالية إلى العديد من الدول في شكل استثمارات أجنبية مباشرة وغير مباشرة، كما أدت التطورات الاقتصادية إلى تزايد أهمية تلك الأسواق، فنشاطها يعد مؤشراً على قوة الاقتصاد، في حين أن تدني نشاط وضعف سيولة تلك الأسواق، يؤخذ كمؤشر للركود الاقتصادي.



لذلك اتجهت العديد من الدول وبالذات النامية منها، سيما مع تبني جملها نمط اقتصاد السوق كآلية للتنمية وتخصيص الاستثمارات، إلى تطوير أسواق الأوراق المالية بما للعمل وفق المعايير الدولية، مما يساعد على اندماجها بالأسواق العالمية كإجراءات أساسية للتحويل إلى اقتصاديات السوق الحر.

كما سعت معظم الدول إلى وضع الأنظمة والتشريعات المختلفة، لرفع مستوى الشفافية والحماية للمعاملات المالية في أسواقها، ورفع مستوى الرقابة من خلال هيئات مستقلة تعمل على ضبط تلك الأسواق، لزيادة مستوى تنافسيتها وجلب السيولة إليها مما يساهم في رفع مستوى كفاءتها.

ويعتبر إنشاء سوق عمان المالي في عام 1976 كمؤسسة عامة لها شخصية اعتبارية واستقلال مالي وإداري ، والذي باشر أعماله في عام 1978 ، من الخطوات البارزة في مسار تطوير القطاع المالي في الأردن، الذي بدأ في مطلع التسعينيات بإجراءات لتحرير السوق المالي، ووضع الأنظمة والتعليمات التي من شأنها إزالة المعوقات أمام الشركات الأردنية والاستثمارات الأجنبية في الدخول إلى السوق، كقانون الشفافية وحماية المستثمرين، بشكل يساهم في زيادة تنافسية السوق ورفع من سيولتها، ومما لا شك فيه أن تلك التطورات قد ساهمت في زيادة عدد الشركات المدرجة، وحجم السوق، وقيمة التداولات، ومستوى الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة، ونتيجة لذلك أصبح سوق عمان للأوراق المالية من أهم القنوات لانسياب الموارد المالية المتاحة في الأردن، سواء المحلية منها أو الأجنبية خاصة بعد الانضمام إلى اتفاقية التجارة العالمية؛

وبما أن السلطات الأردنية انتهجت استراتيجية محفزة للنمو الاقتصادي من خلال القطاع الخاص، فإنه من الضروري لنجاح هذه الاستراتيجية أن يكون القطاع المالي بها متطورا، للسماح بالتوجيه الأمثل للموارد المالية باتجاه القطاع الحقيقي.

### أولا: إشكالية البحث

تعتبر دراسة العلاقة بين المتغيرات الحقيقية والمتغيرات المالية من الدراسات التي لاقت اهتمام الباحثين، سيما ما تعلق منها بتحديد اتجاه علاقة السببية بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي، فالبعض يرى أن تطور القطاع المالي يرفع من معدل تراكم رأس المال مما يؤدي إلى تحقيق النمو الاقتصادي، وهو ما يعرف بفرضية العرض القائد أو قيادة العرض ، في حين يرى البعض الآخر أن النمو الاقتصادي هو الذي يؤدي إلى حدوث التطور في القطاع المالي، وهو ما يعرف بفرضية قيادة الطلب أو الطلب التابع ؛

وتركزت وجهة النظر الثالثة على وجود علاقة تبادلية تجمع بين الفرضيتين السابقتين ،تنص على أن اتجاه العلاقة السببية يتبع مرحلة التطور الاقتصادي التي يمر بها البلد.

وانطلاقاً من الآراء المختلفة حول طبيعة العلاقة بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، جاءت دراستنا لإثراء النقاش وذلك بالتركيز على سوق عمان للأوراق المالية، وقد صيغت الإشكالية الرئيسية التي سوف نحاول الإجابة عليها وفق نموذج قياسي على النحو التالي:

### ما مدى تأثير سوق عمان للأوراق المالية في النمو الاقتصادي؟

ويندرج ضمن الإشكالية الرئيسية مجموعة من الأسئلة الفرعية بيانها كالتالي:

- ✓ هل توجد علاقة توازنية بين مؤشرات تطور سوق عمان للأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الأردن؟ وما هي طبيعة العلاقة إن وجدت؟
- ✓ هل توجد علاقة سببية بين مؤشرات تطور سوق عمان للأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الأردن؟
- ✓ ما مدى استجابة النمو الاقتصادي للتغيرات التي تحدث في مؤشرات تطور سوق عمان للأوراق المالية؟

### ثانياً: فرضيات البحث

- تحقيقاً لأهداف البحث وعلى ضوء المفاهيم النظرية والدراسات السابقة، فقد اعتمدنا في معالجة التساؤلات المطروحة على الاختبار القياسي لمدى صحة الفرضيات، والتي صيغت على النحو التالي:
- ✓ توجد علاقة توازنية بين مؤشرات تطور سوق عمان للأوراق المالية والنمو الاقتصادي في المدى البعيد؛
  - ✓ يوجد أثر لمؤشرات تطور سوق عمان للأوراق المالية في النمو الاقتصادي؛
  - ✓ توجد علاقة سببية بين مؤشرات تطور سوق عمان للأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الأردن؛
  - ✓ توجد استجابة فورية للنمو الاقتصادي للتغيرات الناتجة عن حدوث صدمات في مؤشرات تطور سوق عمان للأوراق المالية.

### ثالثاً: أهمية البحث

تتبع أهمية البحث من أهمية الدور الذي تلعبه سوق الأوراق المالية في تنمية القطاع الحقيقي، وذلك بتوفير بيئة مناسبة لجذب وتشجيع الاستثمار المحلي والأجنبي، كما تكمن أهميتها في مراجعة الأدبيات الاقتصادية المرتبطة بالنمو الاقتصادي، ومن ثم إبراز العلاقة بين التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية والنمو، فمنذ بداية التسعينات من القرن الماضي، كانت أغلب الدراسات حول علاقة النمو الاقتصادي بالقطاع المالي، مركزة على العلاقة بين تطور القطاع البنكي وتنمية القطاع الحقيقي، وبذلك فإن تلك الدراسات قد أهملت الدور الذي تلعبه سوق الأوراق المالية في ذلك النمو، لكن ومع زيادة الاهتمام بدور وأهمية سوق الأوراق المالية في التمويل في العقدين الأخيرين، بسبب انتشار العولمة وانفتاح الأسواق

على بعضها البعض، أصبحت هناك ضرورة لدراسة طبيعة العلاقة بين تلك الأسواق والنمو الاقتصادي، كونها رافداً أساسياً للتنمية الاقتصادية من خلال توفير التمويل اللازم، لرفع قدرة الشركات على المنافسة في الأسواق المحلية والعالمية.

#### رابعاً: أهداف البحث

يمكن تلخيص الأهداف الرئيسية التي يسعى البحث لتحقيقها فيما يلي:

✓ تحديد الإطار النظري لسوق الأوراق المالية، وبالتالي أهميتها كآلية تعمل على توجيه الأموال المدخرة إلى قنوات سليمة للاستثمار، تسمح بتمويل المشاريع التنموية في الاقتصاد، خاصة في ظل زيادة الحاجة إلى موارد مالية خارجية لا يترتب عليها مديونية؛

✓ توضيح أثر تحرير سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي، سيما في ظل تحرير تجارة الخدمات المالية، مع تدعيم الأثر بآراء ودراسات نظرية وتطبيقية مؤيدة منها ومعارضة؛

✓ إبراز جوانب ارتباط سوق الأوراق المالية بالنظرية الكلاسيكية والكنزية، بالإضافة إلى تحليل أثر بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء تلك السوق؛

✓ دراسة لأدبيات النمو الاقتصادي، مع توضيح العلاقة بين كل من الادخار، تراكم رأس المال والنمو الاقتصادي من خلال عرض نموذج Harrod & Domar الذي يركز على أهمية المضاعف والمعجل، من خلال قناة الاستثمار كشرط أساسي لتحقيق النمو الاقتصادي، بالإضافة إلى نموذج Solow-Swan الذي يركز على تعميق رأس المال وعلى التقدم التقني، الذي يعتبره متغيراً خارجياً في نموذج النمو الاقتصادي، وأخيراً نموذج النمو الداخلي ل *Rebelo*، الذي يعتبر العامل التكنولوجي متغيراً داخلياً، كما يقدم تفسيراً للنمو الاقتصادي على المدى البعيد، في ظل غياب المردودية المتناقصة لرأس المال؛

✓ تحليل تطور وأداء سوق عمان للأوراق المالية خلال فترة الألفية، لأخذ نظرة مسبقة حول طبيعة نشاط السوق كمدخل للدراسة التطبيقية؛

✓ دراسة أثر نشاط سوق عمان للأوراق المالية في النمو الاقتصادي وطبيعة ذلك الأثر، وبالتالي الوصول إلى مدى تطابق النتائج المتحصل عليها مع الأدبيات النظرية و الدراسات التطبيقية السابقة؛

✓ معرفة العلاقة التي تربط سوق عمان للأوراق المالية بالاقتصاد الأردني، من خلال محاولة تحديد متغيرات السوق التي تتأثر وتؤثر في تنمية القطاع الحقيقي في الأردن؛

✓ محاولة تحديد اتجاه تلك العلاقة إن وجدت، بين مؤشرات تطور سوق عمان للأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الأردن.

## خامسا: منهج البحث

وصولاً لأهداف البحث اعتمدنا المنهج الوصفي باعتباره الأنسب لموضوع البحث، الذي يستند إلى تحليل وتوظيف الإطار النظري والتحليلي لسوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، كما سيتم استخدام الأساليب الرياضية والإحصائية للاقتصاد القياسي، لقياس أثر سوق عمان للأوراق المالية في النمو الاقتصادي، بناء على تقدير نموذج قياسي يتمثل في نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM)، الذي يقوم على فرضية مؤداها أن هناك علاقة توازنية طويلة المدى، تتحدد في إطارها القيمة التوازنية للنمو الاقتصادي في ضوء علاقته بمؤشرات تطور سوق عمان للأوراق المالية، ممثلة في الرسملة البورصية، إصدار الأسهم، معدل الدوران، معدل التداول .

## سادسا: الحدود المكانية والزمنية للبحث

يتمثل الإطار المكاني للدراسة في سوق عمان للأوراق المالية، وذلك من منطلق أن الدراسة تركز على قياس أثر سوق عمان للأوراق المالية على النمو الاقتصادي، أما الحدود الزمنية للموضوع فكانت الفترة الممتدة من (1980-2016)، حيث تم تقريبا أخذ الفترة كلها ابتداء من العام الذي باشر فيه سوق عمان للأوراق المالية نشاطه، من منطلق أن السوق بدأ عمله في عام 1978 كمؤسسة عامة، مما يسمح لنا بتفسير الأثر في المدى القريب الذي يمثل السنوات الأولى لبداية نشاط السوق، والأثر في المدى البعيد الممتد إلى نهاية فترة الدراسة.

## سابعا: مصادر البحث

لتغطية الجانب النظري للبحث تم الرجوع إلى الكتب والدوريات والمقالات العربية و لأجنبية التي لها صلة بالموضوع، بالإضافة إلى المواقع الالكترونية.

## ثامنا: الدراسات السابقة

لا نبجاز الجانب التطبيقي للبحث، تم الاعتماد على دراسات سابقة، أغلبها مقالات أجنبية منشورة في مواقع الكترونية، تم ترتيبها وفق درجة علاقتها بالموضوع المتناول، نذكر من بينها:

**Bencivenga & al, Equity Markets, Transaction Costs & Capital Accumulation: An Illustration, The World Bank Economic Review, Vol 10, 1996.**

بحثت الدراسة في أثر سيولة أسواق الأسهم على معدلات النمو الاقتصادي، وقد توصلت نتائجها إلى أن السيولة في سوق الأوراق المالية تلعب دورا أساسيا في تحقيق النمو الاقتصادي، بالرغم أن الاستثمارات ذات المردودية عادة ما تتطلب رؤوس أموال لمدة طويلة، والمدخرون لا يريدون تخصيص أموالهم لمدة طويلة دون الحصول على سيولة، وعليه فإن

توفر السيولة بالسوق تسمح للمستثمرين ببيع أسهمهم في أي وقت، كما تستطيع الشركات الحصول على رؤوس أموال لتمويل مشاريعها مما يساهم في تحقيق النمو الاقتصادي.

**Demetriades & Hussein, Does Financial Development cause economic growth? Time Series Evidence From Sixteen Countries, Journal of Development Economic, 51, 1996.**

وقد أكدت نتائج الدراسة أنه حتى في الدول المتقدمة، فإن نصيب سوق الأوراق المالية في تمويل المشروعات الاستثمارية يعتبر ضئيلاً، مقارنة بنصيب القطاع المصرفي، وكانت من أهم الاستنتاجات التي توصلت لها الدراسة، أن المضاربة الناتجة عن السيولة المرتفعة في السوق، تؤدي إلى تبذير الموارد المالية التي توجه إلى الأنشطة غير المنتجة، بدلا من توجيهها إلى المشروعات الاستثمارية، وهو ما يمثل عائقا أمام الاستثمارات، خاصة إذا أدى نشاط المضاربة إلى ارتفاع سعر الفائدة، مما يجعل الاقتصاد أكثر عرضة للأزمات المالية.

**Demirguc-Kunt & Levine, Stock Market Development & Financial Intermediaries: Stylized Facts, The World Bank Economic Review, Vol 10, 1996.**

يرى Demirguc-Kunt & Levine أن ارتفاع السيولة في السوق المالية قد يقلل من النمو الاقتصادي من خلال التقليل من معدلات الادخار، ذلك أن زيادة حجم السيولة يرفع من مستوى عدم التأكد بالنسبة للادخار، كما أن زيادة السيولة في السوق يؤثر على حوكمة الشركات، ذلك أن نسبة كبيرة من الأسهم في هيكل أموال الشركات يرفع من الأداء غير الايجابي اتجاه حملة الأسهم مما يؤدي إلى انخفاض نتيجة أعمال الشركة مما يقلل من النمو الاقتصادي، كما أن زيادة السيولة في السوق المالية قد يجعل المستثمرين يسرعون في بيع الأسهم أكثر من مراقبة أداء إدارة الشركة، والذي بدوره ينعكس سلبا على الأداء الاقتصادي ككل مما يخفض من النمو الاقتصادي.

**Ajit Singh, Financial liberalisation of Stock Markets & Economic Development, The Economic Journal, 107, 1997.**

تطرقت الدراسة إلى العلاقة بين كفاءة سوق الأسهم والنمو الاقتصادي، حيث وضع الباحث أن توسع البورصة لن يؤدي إلى نمو اقتصادي طويل الأجل، ولا إلى التوسع في التصنيع في أكثر الدول النامية، وقد ارجع Singh ذلك إلى التقلب العالي في أسواق الأسهم وإلى الكبح المالي في تلك الدول.

كما توصلت نتائج الدراسة إلى أن السيولة التي توفرها سوق الأوراق المالية تفسح المجال أمام المضاربين الذين يقومون بتغيير محافظهم المالية بسهولة، دون تحمل تكلفة مرتفعة للمبادلات، حيث بينت الدراسة أن هناك بعض المؤسسات غير المالية كشركات التأمين، قد تشترك في السوق سعياً وراء العائد المرتفع من خلال المضاربة، وبسبب اتجاه الكثير إلى المضاربة تقوم المؤسسات المقرضة بتمويل هذا النشاط في الأجل القصير، خوفاً من فقدان عملائها، وبالتالي تنخفض المدخرات الموجهة للاستثمار.

**Ross Levine & Sara Zervos Stock Markets, Banks & Economic Growth, American Economic Review, 88, 1998.**

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر الأسواق المالية والبنوك على النمو الاقتصادي في اثنتين وأربعين دولة خلال الفترة (1976-1993) باستخدام البيانات المقطعية، وباستعمال مؤشرات تعكس تطور الأسواق المالية ممثلة في معدل الرسمة، معدل الدوران ومعدل التداول، بالإضافة إلى مؤشرات عن تطور الجهاز البنكي ممثلة في نسبة القروض الموجهة إلى القطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي، وقد توصلت نتائج الدراسة إلى أن درجة سيولة الأسواق المالية والجهاز البنكي، مرتبطة إيجابياً ومعنوياً بمعدل النمو الاقتصادي، كما بينت الدراسة أن مؤشرات البنوك والأسواق المالية لها تأثيراً معنوياً على النمو الاقتصادي، وأن سوق الأوراق المالية والنظام البنكي يكملان بعضهما البعض.

**Arestis & al, Financial development & Economic Growth: The Role of Stock Markets, Journal of Money, Credit & Banking, vol 33, n1, 2001.**

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر التطور المالي في النمو الاقتصادي في الولايات المتحدة، بريطانيا، اليابان، فرنسا، ألمانيا، وذلك باستخدام بيانات ربعية خلال الفترة (1972-1998)، استخدمت الدراسة مؤشر الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ممثلاً للنمو الاقتصادي و معدل الرسمة البورصية والقروض الموجهة إلى القطاع الخاص نسبة للناتج المحلي الإجمالي، كمؤشرات ممثلة للتطور المالي؛

توصلت نتائج الدراسة إلى أن الأسواق المالية لها دوراً إيجابياً في النمو الاقتصادي في كل من ألمانيا، فرنسا، اليابان غير أن الدور الأكبر يرجع للبنوك، كما بينت الدراسة وجود سببية أحادية تتجه من النمو الاقتصادي إلى التطور المالي، كما بينت نتائج الدراسة ضعف العلاقة بين التمويل والنمو الاقتصادي في الولايات المتحدة والمختلرا.



**Liang & Reichert, Economic Growth & Financial Sector Development, The International Journal of Business & Finance Research, Vol 1, 2007.**

استخدمت الدراسة متغيرات عن النظام البنكي وسوق رأس المال لاختبار مدى أهميتهما في تحفيز النمو الاقتصادي، وقد خلصت الدراسة إلى أن اتجاه علاقة السببية بين القطاع المالي والنمو الاقتصادي يختلف حسب مرحلة التنمية التي يمر بها الاقتصاد، ففي المراحل الأولى من النمو وجد أن علاقة السببية تتجه من النمو الاقتصادي نحو الأسواق المالية وبالتالي تحقق فرضية الطلب التابع، ومن جهة أخرى فإنه وعندما يتحقق النمو فإن اتجاه السببية سوف ينعكس ويأخذ دور ما يسمى بالعرض القائد، وفي هذه المرحلة فإن تحقق الكفاءة سوف يعمل على تسهيل النمو الاقتصادي وزيادته نتيجة لانخفاض تكاليف المعاملات.

كما بينت الدراسة أن القطاع البنكي لا يزال يلعب الدور الرئيسي في اقتصاديات الأسواق الصاعدة والنامية في حين توجه الاهتمام في الدول المتطورة إلى أسواق رأس المال.

**صالح إبراهيم السحيباني، سوق الأسهم السعودي والنمو الاقتصادي، علاقات الارتباط والسببية، اللقاء السنوي 16 حول الخدمات المالية في المملكة العربية السعودية، جمعية الاقتصاد السعودية، الرياض، 2007.**

هدفت الدراسة الى اختبار وجود علاقة سببية بين سوق الأسهم السعودي والنمو الاقتصادي من خلال اختبار التكامل المشترك واختبارات السببية على بيانات الناتج المحلي الإجمالي ومتغيرات سوق الأسهم السعودي، وقد توصلت نتائجها إلى عدم وجود علاقة سببية بين إجمالي الناتج المحلي والقيمة السوقية للأسهم المدرجة، في حين وجدت علاقة سببية تتجه من قيمة الأسهم المتداولة باتجاه إجمالي الناتج المحلي.

**Demirguc-Kunt & Levine, Finance, Financial Sector policies & long-Run Growth Development Research Group, World Bank, Policy Research Working paper 4469, 2008.**

كشفت الدراسة أن تطور النظام المالي يؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي سيما في البلدان التي تمتلك بنوكا كبيرة الحجم، كما بينت أن البلدان التي تتمتع بسيولة عالية في أسواق الأوراق المالية، تستطيع أن تنمو بمعدل أعلى من البلدان التي بها سيولة أقل.

مفيد ذنون يونس ومثنى عبد الرزاق الدباغ، الأسواق المالية والنمو الاقتصادي في الدول النامية، مجلة تنمية الرفادين، المجلد 30، 2008.

هدفت الدراسة إلى اختبار علاقة سوق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي لعينة من الدول النامية خلال الفترة (1988-2002) باستخدام الانحدار الذاتي للمتجه (VAR)، وقد تم توصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة ثنائية السببية بين أسواق الأسهم والنمو الاقتصادي في الدول ذات التطور المالي المتوسط والمرتفع، ولم تظهر هذه العلاقة في الدول ذات التطور المالي المنخفض.

دينا أحمد عمر، أثر أسواق الأوراق المالية العربية في النمو الاقتصادي، مجلة تنمية الرفادين، العدد 96، 2008

تناولت الدراسة أثر أسواق الأوراق المالية العربية في النمو الاقتصادي، وذلك باستخدام البيانات التجميعية Poolد Data للدول العربية المنظمة لقاعدة بيانات صندوق النقد العربي، خلالها تم اختبار تجربي لتأثير العوامل المتحركة في سوق الأوراق المالية (معدل سعر الفائدة، السيولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، معدل الائتمان الداخلي إلى القطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، رأس المال كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي) على ثلاثة مؤشرات للنمو الاقتصادي (حصصة الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، الادخار كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، الاستثمار كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي) وذلك لأحد عشر دولة عربية خلال الفترة (1980-2004)، وقد خلصت الدراسة إلى نتيجة مفادها أن العلاقة ضعيفة بين النمو الاقتصادي وأسواق الأوراق المالية العربية بناء على معطيات يتسم بها الاقتصاد العربي واعتبارات أخرى ذات علاقة بالنظام المالي.

**A. Antonios, Stock Market & Economic Growth: An Empirical Analysis for Germany, Business & Economics Journal, 2010.**

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في ألمانيا على بيانات المؤشر العام لسوق الأوراق المالية ومعدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي والائتمان الممنوح من القطاع البنكي للقطاع الخاص، باستخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ خلال الفترة (1956-2007)، بينت نتائج الدراسة وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات القطاع المالي والنمو الاقتصادي، كما بينت نتائج الدراسة أن زيادة مؤشر سوق الأوراق المالية بمعدل 1% يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي بمعدل ضعيف 0.06%، وأن زيادة الائتمان البنكي بنسبة 1% يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي بنسبة معتبرة 0.9%، مما يدل على دور القطاع البنكي في التمويل مقارنة بالتمويل السوقي (سوق

الأوراق المالية)، كما بينت نتائج الدراسة من خلال اختبار السببية وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه من تطور سوق الأوراق المالية إلى النمو الاقتصادي.

أحمد محمد مشعل وزكية أحمد مشعل، القطاع المالي في الأردن والنمو الاقتصادي: بيئة إضافية، دراسات العلوم الإدارية، المجلد 39، العدد1، 2012.

هدفت الدراسة إلى اختبار علاقة السببية بين النمو الاقتصادي وتنمية القطاع المالي في الاقتصاد الأردني خلال الفترة (1978-2009) باستخدام مؤشر تنمية البورصة، وذلك بأخذ المتوسط الحسابي لمعدل الرملة ومعدل الدوران ومعدل التداول، كما تم استخدام الرقم القياسي لأسعار الأسهم مرجحا بالقيمة السوقية لرأس المال كمتغيرات عن سوق الأوراق المالية ونسبة التسهيلات البنكية للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي وسعر الفائدة على القروض، فيما تم الاعتماد على مؤشر تنمية الاقتصاد الإجمالي استنادا إلى الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية، وقد توصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين النظام البنكي والنمو الاقتصادي في الأردن، كما توصلت نتائج الدراسة إلى أن تنمية سوق الأوراق المالية تعمل على تحفيز النمو الاقتصادي في الأجل القصير فقط، كما أن اتجاه السببية تحدد من سوق الأوراق المالية إلى النمو الاقتصادي.

**Bader, Stock Market Development& Economic Growth: Evidences from Egypt, International Journal of Trade Economics & Finance, 2015.**

هدفت الدراسة إلى الكشف عن طبيعة العلاقة السببية بين تطور سوق مصر للأوراق المالية والنمو الاقتصادي خلال الفترة (2002-2013) باستخدام نموذج متجه الانحدار الذاتي VAR على بيانات الناتج المحلي الإجمالي والاستثمار الأجنبي المباشر كتعبير عن النمو الاقتصادي ومتغير معدل الرملة البورصية ممثلا لتطور سوق الأوراق المالية، وقد أظهرت نتائج الدراسة عدم وجود علاقة سببية بين سوق مصر للأوراق المالية والنمو الاقتصادي، غير أنها أظهرت ارتباطا بين تطور سوق الأوراق المالية والاستثمارات الأجنبية المباشرة، والذي يؤثر بدوره على النمو الاقتصادي، وأرجع الباحث ضعف العلاقة إلى تعاضم نشاط المضاربة في السوق المصري.

سامي مباركي، تأثير الأسواق المالية على النمو الاقتصادي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، الترابط بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة، الجزائر، 2015. قام الباحث بتحليل بيانات أحد عشر دولة من دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا خلال الفترة (1998-2012)، وذلك باستخدام نماذج Panel Data اعتمادا على ستة متغيرات مالية (الرسمة البورصية، قيمة التداول، معدل الدوران، الائتمان المحلي الممنوح للقطاع الخاص، الائتمان المحلي من القطاع المصرفي والمعروض النقدي)، ولقياس النمو الاقتصادي تم استخدام معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ومجمل إنتاجية عوامل الإنتاج وإجمالي تكوين رأس المال الثابت؛

جاءت نتائج الدراسة تؤيد الدور الايجابي لسوق الأوراق المالية في زيادة معدل نمو نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي وفي الاستثمار وغياب هذا التأثير على مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج، كما توصلت نتائج الدراسة إلى التأثير الايجابي لمتغيرات القطاع المصرفي على إجمالي تكوين رأس المال الثابت، فيما كان التأثير سلبيا على حصة نصيب الفرد من الناتج المحلي وعلى الإنتاجية.

#### تاسعا: ما يميز دراستنا عن الدراسات السابقة

أغلب الدراسات التي تم 96 لاطلاع عليها والتي لها علاقة بموضوع بحثنا، ركزت على دور القطاع المالي بشقيه البنكي وسوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي، كما ركزت على دور السوق الثانوية (البورصة) في النمو، متجاهلة بذلك دور السوق الأولية (سوق الإصدارات)، وقد جاءت دراستنا لتقيس وتختبر دور السوقين الأولية والثانوية في النمو الاقتصادي، لما للسوق الأولية من أهمية ودور أساسي في التمويل، من منطلق أن السوق الأولية هي الوسيلة التي تحصل من خلالها الوحدات الاقتصادية على الموارد المالية لتمويل استثماراتها، وهي بذلك تعد بمثابة سوق الاستثمار الحقيقي.

#### عاشرا: تقسيمات البحث

موضوع البحث ارتأينا تقسيمه إلى ثلاثة فصول نظرية وفصل تطبيقي بالإضافة إلى مقدمة وخاتمة حيث: يستعرض الأول منه سوق الأوراق المالية- مدخل نظري تحليلي - وذلك بالتطرق إلى مفهومها، أهميتها بالنسبة إلى الاقتصاديين الكلي والجزئي، تركيبها، عملياتها، مع التركيز على البيع على المكشوف والشراء الهامشي، أشكال الممارسات غير القانونية في سوق الأوراق المالية، تقسيماتها وفقا لطبيعة الإصدار ووفقا لمعيار درجة التقدم متناولين بذلك أسواق الأوراق المالية المتقدمة والناشئة وشبه الناشئة مع الإشارة إلى مؤشر S&P Dow Jones و

الأوراق المالية. Morgan Stanley ( MSCI) و FTSE في تصنيف تلك الأسواق، وختمنا الفصل بمؤشرات تطور وأداء سوق

وفي الفصل الثاني تطرقنا إلى أساسيات الاستثمار في سوق الأوراق المالية، مركزين بذلك على قرارات الاستثمار المالي، المقومات الأساسية للقرار الاستثماري، وأثر السيولة في تلك القرارات، الأدوات الاستثمارية، نماذج تقييمها، آليات التأثير على أسعار الأسهم، أثر الكفاءة على أسعار الأسهم، عوائد الأوراق المالية ومخاطرها، محفظة الأوراق المالية، عوائدها ومخاطرها، كيفية بناء المحفظة المثلى، نماذج تسعير الأصول الرأسمالية منها CAPM وAPT.

وفي الفصل الثالث تطرقنا إلى علاقة التحرير المالي وتطور سوق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي، مركزين بذلك على أثر تحرير أسواق الأوراق المالية على اقتصاديات الدول النامية والعربية، خاصة بعد الانضمام إلى الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات، مدعمين أثر التحرير بآراء مؤيدة ومعارضة، كما تطرقنا إلى الاستثمار الأجنبي غير المباشر كأحد مظاهر تحرير أسواق الأوراق المالية، ليتم التطرق فيما بعد إلى أدبيات النمو الاقتصادي من خلال التطرق إلى المفاهيم الأساسية للنمو وطرق قياسه اعتمادا على عدة مداخل، مع الإشارة إلى نماذج النمو الاقتصادي عند الكنزيرين Harrod & Domar وعند النيوكلاسيك Solow-Swan، وفي ظل نماذج النمو الداخلي اعتمادا على نموذج Rebolo المعروف بنموذج AK، وذلك بعد التطرق إلى دالة الإنتاج (Coob-Douglas)، وفي ختام الفصل تطرقنا إلى علاقة التطور المالي بالنمو الاقتصادي مركزين بذلك على علاقة السببية واتجاهها، مع تدعيم الاتجاه ببعض الدراسات المؤيدة لكل اتجاه.

فيما خصص الفصل الرابع والأخير إلى الدراسة التطبيقية، حيث تطرقنا فيه إلى أثر تطور سوق عمّان للأوراق المالية في النمو الاقتصادي: دراسة قياسية للفترة (1980-2016)، تناولنا فيه تحليل تطور وأداء سوق عمّان للأوراق المالية خلال فترة الألفية كمدخل للفصل، وذلك لأخذ نظرة حول نشاط السوق وتطوره، وفي الجزء الثاني قمنا ببناء نموذج قياسي يسمح بالقياس الكمي لأثر سوق عمّان للأوراق المالية في النمو الاقتصادي في الأردن طيلة فترة إنشائه، حتى تعكس نتائج التحليل بدقة أثر تطور سوق عمان للأوراق المالية في النمو الاقتصادي في المدى القريب ممثلا في السنوات الأولى لإنشائه وال المدى البعيد الذي يمتد إلى نهاية فترة الدراسة.

## الفصل الأول

سوق الأوراق المالية- مدخل نظري تحليلي-

## تمهيد

يعد المال من الاحتياجات الأساسية ، فهو بمثابة عصب الحياة لأي مؤسسة باعتباره المحرك الرئيسي للأنشطة الاستثمارية، ومن ثمّ فإنّ توفره في الوقت المناسب وبالقدر الكافي يعد أكثر من ضرورة، ولتلبية هذه الحاجة لا بد من توفر مصادر تمويل مختلفة تسمح بتحقيق ذلك الهدف، ومن بين تلك المصادر نجد سوق الأوراق المالية، التي تحظى باهتمام بالغ الأهمية، لما تقوم به من دور هام في حشد المدخرات وتوجيهها نحو قنوات استثمارية سليمة، فهي تعتبر الوسيط بين الفئات التي لديها فوائض مالية و تبحث عن مجالات لاستثمار فوائضها، وبين فئات العجز المالي التي تبحث بدورها عن رؤوس الأموال.

تؤدي سوق الأوراق المالية دورا هاما وفعالا في اقتصادات الدول النامية والمتقدمة على حد سواء، كونها رافدا لتمويل الفرص الاستثمارية بمصادر تمويل وطنية وأجنبية مما يساعد على دفع عجلة النمو الاقتصادي، حيث تجمع بين جانبي العرض والطلب من خلال أدوات السوق المتاحة، كما تشكل أوعية لاستقطاب مدخرات الأفراد والمؤسسات من خلال ما يتم إصداره وتداوله من أوراق مالية، التي يؤثر مستوى تداولها على سيولة السوق، وبالتالي على مستويات الأسعار ودرجة تذبذبها.

وقد زادت أهميتها أكثر في العقد الأخير من القرن العشرين نتيجة لتطور المنتجات المالية وتكنولوجيا المعلومات ، وزيادة التعامل في المشتقات المالية بكل أنواعها، والذي ساهم في جذب العديد من المستثمرين أفرادا و/أو شركات، مما أدى إلى تراكم في الخبرة والممارسة للعمليات الاستثمارية في مختلف الأوراق المالية. ويعتبر أداءها مؤشرا على الحالة الاقتصادية للبلد، فهو يُمكن من الاستدلال على أداء الشركات وأسعار أسهمها، من خلال مؤشرات الأداء التي تلعب دورا هاما في القرارات الاستثمارية.

ونظرا لأهمية سوق الأوراق المالية في الهيكل الاقتصادي ،سنحاول في هذا الفصل عرض الإطار النظري لسوق الأوراق المالية من حيث مفهومها ، بنيتها ، عملياتها ، تقسيماتها ، مؤشرات تطورها وآدائها .

## 1-1 ماهية سوق الأوراق المالية

تعتبر سوق الأوراق المالية أحد ركائز السوق المالية التي يتم من خلالها الاتصال بين عرض وطلب رؤوس الأموال طويلة الأجل، تحظى باهتمام الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، كونها تعكس الوضعية الحقيقية للاقتصاد الذي تتواجد به.

### 1-1-1 تعريف سوق الأوراق المالية

يطلق على سوق الأوراق المالية عدة أسماء، فالبعض يسميها سوق الأسهم والسندات أو سوق القيم المنقولة، ويسميها البعض الآخر سوق رأس المال باعتبارها مصدرا من مصادر الأموال، كما يطلق عليها آخرون سوق الأموال متوسطة وطويلة الأجل تمييزا عن السوق النقدية وهي سوق الأموال قصيرة الأجل؛ وعلى هذا الأساس، فقد تم تقديم عدة تعريفات لسوق الأوراق المالية نذكر منها:

عرفت سوق الأوراق المالية بأنها "حلقة الوصل بين الادخار والاستثمار، من خلال قنوات رئيسية ممثلة في الأدوات المالية والمؤسسات المتخصصة، تقوم بتهيئة الفرص الاستثمارية للأرصدة النقدية"<sup>1</sup>.  
وعرفت أيضا بأنها "السوق التي تتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، وقد تكون الأسواق منظمة أو غير منظمة كما قد تكون محلية أو عالمية"<sup>2</sup>.

وفي تعريف آخر "هي سوق مستمرة وثابتة تقام في مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسماسة للتعامل في الأوراق المالية وفقا لنظم ثابتة ولوائح محددة، تتسم بحساسيتها الشديدة فهي أول من يتأثر بالكساد أو الراج، وفي الأحوال العادية يتحدد سعر الأوراق المالية بعوامل العرض والطلب"<sup>3</sup>.  
ويعرفها البعض بأنها "الآلية التي يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعا وشراء، وتحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات ذات الفوائض المالية إلى القطاعات ذات العجز المالي"<sup>4</sup>.

ويعرفها البعض الآخر بأنها "سوق تتداول فيها الأوراق المالية بأشكالها المختلفة سواء في شكلها التقليدي أو بأنواعها غير التقليدية المشتقة"<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> F. Mishkin, the economics of money, Banking & Financial Market, edition Wesley, u. s. a, 6<sup>th</sup> edition, 2001, p3.

<sup>2</sup> بن الضيف محمد عدنان، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفائس، عمان، الأردن، ط1، ص: 106.

<sup>3</sup> صلاح الدين حسن السيسى، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب للنشر، القاهرة، مصر، 2003، ص: 15.

<sup>4</sup> عاطف وليد اندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، القاهرة، مصر، 2005، ص: 6.

<sup>5</sup> بن الضيف محمد عدنان، مرجع سبق ذكره، ص: 107.

وعرفت أيضا بأنها " شبكة تمويل طويلة الأجل، تعمل على إصدار الأوراق المالية ومن ثم تداولها بما يسمح بتحريك الادخار القومي<sup>1</sup> .

ومن جملة التعريفات السابقة تبرز الجوانب المختلفة لسوق الأوراق المالية ممثلة في العناصر التالية:

✓ تتمثل الوظيفة الأساسية لسوق الأوراق المالية في جذب وتجميع مدخرات الأفراد والفوائض المالية لدى الشركات وغيرها (وحدات الفائض المالي)، وإتاحتها وفق قنوات معينة إلى الجهات التي تحتاج إليها (وحدات ذات العجز المالي).  
✓ تؤدي سوق الأوراق المالية وظيفتها من خلال أدوات مالية بشكلها التقليدي كالأسهم والسندات أو الحديثة منها ممثلة بالأدوات المشتقة.

✓ المتعاملون فيها هم البائعون والمشترون والمؤسسات والهيئات والشركات، المرتبطة بعمليات إصدار وتداول الأوراق المالية.

✓ التعامل في سوق الأوراق المالية يتم إما بطريقة مباشرة مما يحتم وجود الزمان والمكان، وإما بطريقة غير مباشرة وذلك يحتم وجود الزمان المشترك دون المكان.

✓ تطلق سوق الأوراق المالية على معاملات مالية تتكون من مرحلتين أساسيتين:

الأولى: يتم فيها إصدار الأوراق المالية تسمى بسوق الإصدار أو السوق الأولية؛

الثانية: يتم فيها تداول ما تم طرحه في السوق الأولية وتسمى بالسوق الثانوية أو سوق التداول.

مما سبق نستنتج أن سوق الأوراق المالية هي سوق المعاملات المالية طويلة الأجل، تسمح بتحويل الموارد المالية من وحدات الفائض المالي (المدخرين) إلى وحدات العجز المالي (المستثمرين)، من خلال إصدار وتداول الأدوات المالية التي تزيد مدة استحقاقها عن السنة كالأسهم والسندات وغيرها، عبر قنوات اتصال فعالة اعتمادا على خدمة وسطاء ماليين.

<sup>1</sup> P. Conso & F. Hemeci, Gestion Financière de l'entreprise, Edition Dunaud, Paris, France, 2emeedition, 2002, p : 387.

## 1-1-2 خصائص سوق الأوراق المالية

وجدت أسواق الأوراق المالية لتشبع رغبات وحاجات المتعاملين، ومن ثم أصبحت ضرورة حتمية استلزمتهها المعاملات المالية بين مختلف الأفراد، تعمل على تحقيق موازنة فعالة بين قوى العرض والطلب، كما تتيح الحرية الكاملة لإجراء المعاملات والمبادلات، ومن أهم خصائصها ما يلي:<sup>1</sup>

✓ تتصف بالمرونة في الإجراءات التي تتعلق بإنجاز وتنفيذ الصفقات وبتوسع أسواقها وتطورها، نتيجة استعانتها أثناء عمليات الإصدار والتداول بتكنولوجيا الاتصالات والمعلومات (أنظمة التداول الإلكتروني)، ولاحتوائها على صفقات كبيرة ومتعددة بما يتيح مجالات واسعة لمختلف فئات المستثمرين، الأمر الذي ينعكس بدرجة كبيرة على أسعار التعامل.

✓ ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات بمختلف أنواعها، وبالتالي فإن التعامل فيها يتسم بارتفاع درجة المخاطرة مقارنة بالسوق النقدية، لهذا يمكن اعتبارها أكثر الأسواق اقتراباً من النموذج الفكري لسوق المنافسة الكاملة في الاقتصاد الحر(الاقتصاد الرأسمالي).

✓ الحرية الاقتصادية والمنافسة الحرة لعمليات التداول، بالإضافة إلى تفاعل قوى العرض والطلب في تحديد أسعار الأوراق المالية، وعدم السماح بتداول الأسعار غير العادلة.

✓ التداول فيها يتطلب توفير المناخ الملائم والمنافسة التامة كما يخضع إلى قيود وشروط قانونية، وذلك بتدخل وسطاء ماليين من وكلاء متخصصين وسماسرة مؤهلين في العمليات المالية.

✓ الاستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذو عائد مرتفع نسبياً، وبالتالي ينصب اهتمام المستثمرين نحو العائد أكبر منه نحو السيولة والمخاطرة، كما يتطلب الاستثمار فيها معرفة وخبرة كافية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، يمكن من خلالها الاستعانة بخبرة الوسطاء وصناع السوق فيما يخص تقديم النصح والمشورة، وبالتالي توجه فيها الموارد المالية إلى المجالات الاستثمارية المرهجة.

<sup>1</sup> اعتماداً على المراجع التالية:

جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر، عمان، الأردن، 2002، ص: 56.

دريد كامل ال شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره، ص: 41.

خالد احمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق، مدخل إلى الأسواق المالية، دار الأيام للنشر، عمان، الأردن، 2013، ص: 186، 187.

فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2008، ص: 46.

- ✓ تشتت توفّر سوق ثانوية يتم فيها تداول الأدوات المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية، وذلك بتدخل الوسطاء والسماسة من ذوي الخبرة والكفاءة في الشؤون المالية.
- ✓ التفاعل بين المشتريين والبائعين يحدد سعر الأصل، الذي بدوره يحدد العائد المطلوب على الأداة المالية، وهذه الخاصية تشير إلى كيفية تخصيص الأموال بين الأدوات المالية المختلفة، وهو ما يعرف بعملية اكتشاف السعر.
- ✓ تتسم بالشفافية والإفصاح فيما يتعلق بالبيانات والمعلومات الخاصة بالشركات مصدرة الأوراق المالية.
- ✓ فضلا عن خاصية جذب الفائض من رأس المال غير الموظف في الاقتصاد وتحويله من مال عاطل إلى رأسمال موظف في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد والمؤسسات في الأدوات المالية ممثلة في الأسهم والسندات والصكوك التي يتم طرحها من خلال السوق الأولية.

### 1-1-3 أهمية سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى الاقتصادين الكلي والجزئي

تستمد سوق الأوراق المالية أهميتها من دورها المتعدد الذي تمارسه في النشاط الاقتصادي، فهي إحدى أهم آليات تجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، وهي بذلك تلعب دورا أساسيا في تطوير أساليب التمويل وتوفيره بالأحجام المناسبة، كما يعتبر نموها مطلباً أساسياً للنمو الاقتصادي خاصة في الدول التي تتبنى برامج لخصخصة العديد من شركات القطاع العام ويتراجع فيها دور الدولة.

تبرز أهميتها الاقتصادية ووظائفها المتعددة فيما يلي:

### 1-1-3-1 أهمية سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى الاقتصاد الكلي

● تمارس سوق الأوراق المالية دوراً مهماً في زيادة معدلات النمو الاقتصادي، من خلال ما توفره من رؤوس أموال للقطاعات الإنتاجية، وما تقدمه من أرباح وفوائد لمقدمي تلك الأموال، كما تعتبر مؤشراً لحالة الاقتصاد كونها تشكل نقطة التلاقي بين قطاعي المال والأعمال، فقطاع الأعمال ينتج السلع والخدمات وقطاع المال يمول ذلك الإنتاج، وعليه كلما زاد الإنتاج زادت معه الإيرادات ومن ثم زيادة عوائد سوق الأوراق المالية، والتي تنعكس في شكل زيادة الناتج المحلي الإجمالي وما يتبعه من نمو اقتصادي، كما تعطي عملياتها مؤشراً لاتجاهات الأسعار والادخار والاستثمار، حيث يتم تسجيل حركة الأسعار لجميع الصفقات وعروض البيع وطلبات الشراء في سوق للمزايدة، تتحدد فيها الأسعار من خلال قوى العرض والطلب<sup>1</sup>، وهي مؤشرات تساهم في الدراسات الخاصة بالاقتصاد القومي، فيما يتعلق بمعرفة أهم القطاعات

<sup>1</sup> شعبان محمد إسلام البروري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر المعاصر، دمشق، سوريا، 2001، ص: 45.

الاقتصادية، فأسعار الأسهم في البورصة تعكس نجاح أو فشل المشروعات الإنتاجية، وهي بذلك توفر رقابة على الأداء الاقتصادي للمشروعات الخاصة<sup>1</sup>.

● ولما كانت خطط التنمية الاقتصادية تحتاج إلى رؤوس أموال ضخمة قد لا تتوفر لدى الدولة، كما تحتاج إلى تضافر منشآت القطاع الخاص في إحداثها، فإن الضرورة تقتضي قيام سوق للأوراق المالية، تستطيع الحكومة ومنشآت القطاع الخاص من خلالها طرح الأصول المالية للمشروعات الجديدة، في صورة أسهم أو سندات للاكتتاب العام لتمويل المشروعات المصدرة لها<sup>2</sup>، أو لسد النفقات المتزايدة ومعالجة الاختلال في ميزان المدفوعات والميزانية العمومية.

● وتتعلق الوظيفة التمويلية بتكوين رأس المال الثابت أو تحويل الأصول أو المحافظة عليها أو التوسع فيها، ولذلك فهي تحقق للمشروع استمرارية الإمداد بالأموال وتحقيق الاستقرار، كما تحقق للمدخر حرية توظيف الأموال المدخرة من خلال الإصدار الجديد (السوق الأولية)، عند إنشاء المشروع لأول مرة أو عند زيادة رأس المال أو من خلال السوق الثانوية (البورصة).

● توفير الخيارات لأصحاب الفوائض المالية من خلال الأصول المالية المتنوعة من ناحية السيولة والعائد والمخاطرة، وبالتالي تشجيعها على تقليل الإنفاق الاستهلاكي لصالح الادخار الموجه للاستثمار، مما يقضي على المضاربات في الاقتصاد<sup>3</sup>، والذي يؤدي إلى إيجاد فرص عمل جديدة تساهم في التخفيف من البطالة، وبالتالي رفع مستوى معيشة الأفراد في المجتمع.

● توفير الأموال اللازمة للعمل الإنتاجي ومشاريع التنمية من مصادرها المختلفة وذلك بتجميع المدخرات الوطنية، وتحريك رؤوس الأموال من القطاعات ذات الفوائض المالي إلى القطاعات ذات العجز المالي، وتحويل الاستثمارات غير المنتجة إلى استثمارات منتجة بهدف خلق قيمة مضافة في الاقتصاد القومي، كما أن سوق الأوراق المالية إذا ما توفرت لها سبل الكفاءة فإنها تسهل عملية اللجوء إلى رؤوس الأموال الأجنبية<sup>4</sup>، وذلك من خلال جذب الاستثمار الأجنبي غير المباشر (الاستثمار المحفظي) بأساليب مكاملة للادخار المحلي، مما يساعد على زيادة حجم السيولة على مستوى الاقتصاد<sup>5</sup>، كما قد ترتبط المساهمات الأجنبية في أسهم الشركات المحلية بفوائد أخرى منها اكتساب الخبرة والتسويق واقتناء التكنولوجيا الجديدة.

<sup>1</sup> عبد الكريم قندوز، أساسيات المشتقات المالية، الخيارات، العقود الآجلة والمستقبلية، المقايضات، دار نور للنشر، 2016، ص ص: 27، 28.

<sup>2</sup> حسني خربوش وآخرون، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، المتخصصون للنشر، الأردن، 1998، ص: 12.

<sup>3</sup> شذا جمال الخطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مؤسسة طابا للنشر، عمان، الأردن، 2002، ص: 51-53.

<sup>4</sup> سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية، دار النهار للنشر، القاهرة، مصر، 1996، ص ص: 43، 44.

<sup>5</sup> فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 1999، ص: 16.

- فضلا عن دورها في علاج المديونية من خلال المدخرات الأجنبية الموجهة للاستثمار في الأسهم المصدرة محليا، مما يؤدي إلى تجنب مشاكل الاقتراض الخارجي المتمثل في أعباء خدمة الديون، كما تساعد في تخفيف عبء المديونية الخارجية من خلال توريق الديون، وذلك بتحويلها إلى أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق المال الدولية<sup>1</sup>.
- إلى جانب دورها في عمليات الخصخصة وذلك بتحرير الاقتصاد والعمل بمبدأ آليات السوق، والتي من نتائجها توسيع قاعدة الملكية وتفعيل دور القطاع الخاص في ذلك، حيث أشارت التجارب العملية إلى أن نجاح عملية الخصخصة مرتبط بوجود سوق مالية متطورة ومنظمة قادرة على استيعاب الأوراق المالية للمؤسسات المراد خصصتها، ومن أبرز مزايا اللجوء إلى سوق الأوراق المالية في عملية الخصخصة ما يلي:<sup>2</sup>
  - توسيع سوق الأوراق المالية وتشجيع صغار المدخرين؛
  - إبعاد الشبهة في عملية بيع وحدات القطاع العام وعدم تمييز فئة دون أخرى في عملية البيع؛
  - إحلال هدف تعظيم الربح لدى المستثمرين من القطاع الخاص محل تعظيم المنفعة.
  - توفير الحافز والدافع لدى المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة، إلى جانب توفير الحماية من مخاطر تغير سعر صرف العملات وأسعار الفائدة<sup>3</sup>، فضلا عن قدرتها على إعادة تدوير الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للاقتصاد ودعم الاستثمارات ذات الآجال المختلفة.
- كما أن لسوق الأوراق المالية أثرا مباشرا على الاقتصاد الوطني، ذلك أن وجود مثل هذه السوق دون ضوابط قد يؤدي إلى الامتناع عن الأنشطة الإنتاجية في الاقتصاد، حيث يقتصر الأفراد فيها على المضاربة في الأسهم بغرض تحقيق الأرباح من خلال الفرق سعري بين الشراء والبيع، أو جعل الأسهم هدفا أساسيا يسعى فيه الفرد إلى انتظار ما يحصل عليه من عوائد عند توزيعها، ولعل في انتشار الشركات الاستثمارية التي يقتصر نشاطها على المضاربة بالأسهم فقط دون أي بناء إنتاجي لدليل على هذا التوجه، كما أن سوق الأوراق المالية قد تؤدي إلى توسيع الفارق بين دخول الأفراد، حيث يستعمل أصحاب رؤوس الأموال الضخمة التلاعب بأسعار الأسهم، رغبة منهم في امتصاص أموال محدودي الدخل أو صغار المستثمرين، مما سيكون له الأثر العميق على الاقتصاد الوطني، حيث يترتب على ذلك تردد المستثمرين في الاستثمار في السوق المالية الوطنية، الأمر الذي يدفعهم إلى البحث عن أدوات الاستثمار في أسواق أخرى أجنبية،

<sup>1</sup> عمر صقر، العولمة قضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص: 125.

<sup>2</sup> شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص: 47.

<sup>3</sup> عبد المنعم السيد علي، نزار سعد العيسى، النقد والمصارف والأسواق المالية، دار حامد للنشر، عمان، الأردن، ط1، 2004، ص: 69.

كما أن وجود سوق للأوراق المالية بدون ضوابط وقوانين و زيادة نشاط المضاربة بدلا من الاستثمار، يؤدي إلى انتشار الشركات الوهمية كوسيلة لامتناس السيولة المتاحة، مما يهدد الاقتصاد القائم على تلك الشركات<sup>1</sup>.

### 1-1-3-2 أهمية سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى الاقتصاد الجزئي

تؤدي سوق الأوراق المالية عدة وظائف بالنسبة إلى الاقتصاد الجزئي، يمكن إيجازها فيما يلي<sup>2</sup>:

✓ تهدف سوق الأوراق المالية إلى إيجاد أسلوب منظم لتوظيف مدخرات الأفراد مهما بلغ حجمها، بما يحقق عائداً يفوق ما قد يحصل عليه في الاستثمارات الأخرى كالودائع، وفي الوقت نفسه فهي أداة لإشباع رغبات صغار المستثمرين الذين لا تتوفر لديهم الموارد المالية الكافية لتنفيذ مشاريعهم.

✓ توفير السيولة في الوقت المناسب مما يشجع على زيادة الاستثمار وعدم التردد في شراء وبيع الأوراق المالية، وذلك لإمكانية التنازل عنها في السوق الثانوية، مع احتفاظ صاحب الطلب بالأموال المكتتب فيها.

✓ إضافة إلى تحقيقها للعديد من المنافع منها منافع الحياة والتملك والانتفاع والعائد الاستثماري المناسب، وبفضل مكاتبها المتخصصة وخبرائها، فإن سوق الأوراق المالية تنظم وتراقب إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بالشكل الذي يضمن سلامة التعامل وسهولته وسرعته.

✓ علاوة على ذلك فهي تقدم النصيحة والمشورة لصغار المستثمرين الذين تنقصهم الخبرة في تحليل السوق، لاختيار فرصة الاستثمار المناسب من حيث نوع الأداة المالية وتكلفتها وعائدها.

✓ كما تخفف سوق الأوراق المالية تكاليف المعاملات إذا تحقق شرط الكفاءة في السوق، من بينها تكاليف البحث التي يتحملها المستثمر بمجرد الإعلان عن رغبته في بيع أو شراء الأصول المالية، وذلك من خلال إيجاد آلية

<sup>1</sup> سمير عبد الغني محمود، الأعباء القومية لازمة سوق الأوراق المالية، مجلة العلوم الاجتماعية، جامعة الكويت، المجلد 14، العدد 1، 1986، ص: 24

<sup>2</sup> اعتماداً على المراجع التالية:

سمير عبد الغني محمود، مرجع سبق ذكره، ص: 24

محسن احمد الخضري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ايتراك للنشر، القاهرة، مصر، بدون سنة نشر، ص: 12.

A.Hussein, Finance & Growth in Egypt, available at webe site : [www.iceg.org/net/projects/Financial/growth.pdf](http://www.iceg.org/net/projects/Financial/growth.pdf).

مختار حميدة، الخصوصية عن طريق الأسواق المالية، مكتبة حسين العصرية، بيروت، لبنان، ط1، 2013، ص: 111.

Ray Tridip, Financial Development & Economic Growth, Arevue of Literature, available at webe site: [www.isid.ac.in/planning/slides-isi-litreview.pdf](http://www.isid.ac.in/planning/slides-isi-litreview.pdf).

مير صالح هندي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، مكتبة الإشعاع، الإسكندرية، مصر، 1997، ص: 44، 45.

عبد المجيد قدي، مدخل إلى السياسات الاقتصادية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص: 61.

هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق الدالية، دار الصفاء للنشر، عمان، الأردن، ط1، 2003، ص: 85.

محمد صالح الحناوي وآخرون، أسواق المال والمؤسسات الدالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004، ص: 5.

الالتقاء بين البائع والمشتري وبأقل التكاليف، أما تكاليف المعلومات فإنه ومن الشروط الأساسية لأي مؤسسة مدرجة في سوق الأوراق المالية الإفصاح عن المعلومات والبيانات المالية والمحاسبية، كي يتسنى للمستثمر اتخاذ قرار البيع أو الشراء وبأقل تكلفة ممكنة، بالإضافة إلى توفير عنصر الحماية من خطر الاستثمارات الوهمية.

✓ وتعمل سوق الأوراق المالية على توفير ما تحتاجه الشركات من سيولة وتمويل طويل الأجل، من خلال إقبال المستثمرين على شراء الإصدارات الجديدة للشركات المقيدة في البورصة، والتي تكون ملزمة بالإفصاح عن كافة البيانات والمعلومات المرتبطة بنشاطها ووضعيتها المالية، وهو ما يخلق نوع من الثقة والاطمئنان في نفسية المستثمر، الأمر الذي يدفعه إلى اقتناء إصداراتها دون غيرها من الشركات غير المقيدة، مما يسمح للشركات بالحصول على احتياجاتها التمويلية، وتتوفر عنصر السيولة يصبح الاستثمار أقل مخاطرة وأكثر ربحية، مما يؤدي إلى توسيع القاعدة الاستثمارية للشركات.

✓ كما تتيح لأصحاب المدخرات العديد من الأوراق المالية المتنوعة، على اختلاف مجالاتها وتنوع عوائدها ومخاطرها وبالتالي توفر لهم إمكانية التنوع في استثمار أموالهم، وكذا فرصة الاختيار المناسب من بين البدائل المتعددة، وهو ما يعرف بعمق السوق.

✓ كما تسمح سوق الأوراق المالية للشركات المدرجة بتعديل هيكلها التمويلي، وذلك بتحويل توزيع رأسمالها بين حاملي الأسهم للتكيف مع التغيرات السائدة في المحيط الاقتصادي.

✓ فضلا عن ذلك تعتبر سوق الأوراق المالية أداة هامة لتقييم الشركات، فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة للشركة دليل على ضعف مركزها المالي، مما يسمح لها بإجراء التعديلات المناسبة في سياساتها المالية (التمويلية، الاستثمارية، توزيعات الأرباح).

✓ ضمان التوازن من خلال الحفاظ على النمو المستقر لجانب هام من عوائد الأدوات الاستثمارية، والذي يمكن تحقيقه من خلال عمليات التحوط التي تمارسها إدارة السوق وذلك عند توجيه حركات المضاربة، كما أن التزام الشركات بالإفصاح ومراقبة عمليات التبادل يضمن إلى حد ما مناخا استثماريا ملائما.

✓ تفادي التقلبات العنيفة للأسعار، فالطابع المميز للمتعاملين في سوق الأوراق المالية هو سرعة الانفعال لسماع أي أخبار وما يترتب عليها من توقعات تحكم تصرفاتهم في عملية التداول، والتي تتوقف على مدى التشاؤم والتفاؤل؛ وسوق الأوراق المالية في هذا المجال، تقوم بدور هام في كسر حدة التقلبات التي ترجع أساسا للانفعالات، فيشترون ما يرونه بحكم خبرتهم أنه عرض زائد نتيجة للتشاؤم، وكذلك يواجهون أي طلب زائد نتيجة للتفاؤل الذي لا مبرر له، ويساعد ذلك على كسر حدة هذا الارتفاع والهبوط المفاجئ في الأسعار، وبعد أن تستقر الأمور وتهدأ الانفعالات يعاود المحترفون في البورصة القيام بعمليات عكسية لما سبق القيام به إلى أن تستقر الأسعار في أوضاعها الطبيعية.

✓ تعمل إدارة سوق الأوراق المالية على مراقبة عمليات التداول على شاشات الكمبيوتر، وذلك لضمان التداول العادل في السوق تجنباً لحدوث التلاعب في الأسعار.

✓ وتزايد أهميتها في الوقت الراهن وفي ظل التطورات الهائلة في ميادين الاتصالات والمعلومات، وما أدت إليه من زيادة التكامل والاندماج بين الأسواق المالية الإقليمية والدولية.

إذن ومما سبق نستنتج أن سوق الأوراق المالية مؤشراً حقيقياً على مدى قوة أو ضعف الاقتصاد القومي، فهي الآلية التي تعمل على تجميع المدخرات وتوجيهها إلى الأنشطة الاقتصادية المختلفة، مما يؤدي إلى زيادة معدلات النمو الاقتصادي.

فضلاً عن دورها بالنسبة للاقتصاديين الكلي والجزئي، فإن التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية يوفر العديد من المزايا التنافسية مقارنة بالتمويل البنكي، كما هو موضح بالجدول التالي:

جدول (1-1): أهمية التمويل عبر سوق الأوراق المالية مقارنة بالتمويل البنكي

أوجه المقارنة	التمويل البنكي	التمويل عبر سوق الأوراق المالية
التكلفة	يتطلب تكلفة مرتفعة نسبياً	بأقل تكلفة ممكنة سيما في ظل توفر كفاءة السوق
الحد الأقصى للتمويل	حد معين يتوقف على رأس مال البنك	لا يوجد حد معين خاصة إذا كانت السوق واسعة
الاندماج والاستحواذ	لا يوجد أي تأثير	إدراج أسهم الشركة يساعد في زيادة فرص الاندماج والاستحواذ
الكفاءة التنظيمية	لا يوجد تأثير مباشر على كفاءة الشركة	التزامات القيد والإفصاح يساهم في زيادة كفاءة الشركة
تحديد قيمة عادلة للشركة	لا تؤثر على القيمة العادلة للشركة	تساهم في تحديد القيمة العادلة للشركة من خلال القيمة السوقية

Source: A. Hussein, The role of Nile stock exchange in the development of small & medium sized enterprises in Egypt, MPRA paper, no: 12364, available at web site : <http://mpr.a.ub.uni-muenchen.de/12364>.

## 2-1 بنية (تركيبية) سوق الأوراق المالية

هناك معايير متعددة يمكن على أساسها تصنيف سوق الأوراق المالية، فقد يتم التصنيف على أساس نوع الأصل المالي، فنجد سوق أدوات الملكية وسوق أدوات الدين، ففي الأولى يتم تداول الأسهم التي تصدرها الشركات ومؤسسات الأعمال وتعرف بسوق الأسهم، وفي الثانية يتم تداول السندات التي تصدرها مؤسسات الأعمال والحكومة وتعرف بسوق السندات، غير أن التصنيف الأكثر شيوعاً هو التقسيم وفقاً لطبيعة الإصدار، وعليه تقسم سوق الأوراق المالية إلى قسمين رئيسيين: هما سوق أولية (الإصدار) وسوق ثانوية (التداول)<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> زياد رمضان، مبادئ الاستثمار الحقيقي والمالي، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 1998، ص: 125.

1-2-1 السوق الأولية: وفيها يتم طرح الإصدارات الجديدة من الأسهم وسندات الشركات وسندات الخزينة للبيع في الأسواق الأولية، حيث تطرح الحكومة سندات الخزينة لتمويل الإنفاق العام، بينما تطرح الشركات ومؤسسات الأعمال السندات والأسهم عن طريق مؤسسات متخصصة في ذلك<sup>1</sup>، حيث يمثل عرض الأوراق المالية في سوق الإصدار الطلب على الاستثمار.

ونتيجة لذلك تعد السوق الأولية وسيط بين المستثمرين وبين الجهات المصدرة للأوراق المالية، وهي بذلك تتيح فرصاً متعددة لاستثمار المدخرات، وذلك بتحويلها إلى موارد مالية طويلة الأجل تستفيد منها الحكومات والمؤسسات العمومية والخاصة، ومقابل تحصيل تلك الموارد يتم إصدار أوراق مالية يتم طرحها للاكتتاب العام أو الخاص، حيث يقتصر الاكتتاب الخاص على أعوان اقتصاديين محددين، بينما يسمح لجمهور المدخرين بدون استثناء اقتناء الإصدارات الجديدة عن طريق الاكتتاب العام<sup>2</sup>.

ويتطلب التعامل في سوق الإصدارات وجود مؤسسات مالية تساعد على تسويق الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات، تعرف هذه المؤسسات ببنوك الاستثمار أو متعهدي التغطية أو متعهدي الاكتتاب (التغطية) (Underwriters) تعمل كوسيط بين المدخرين والمستثمرين، تتولى القيام بالوظائف التالية<sup>3</sup>:

- ✓ التأكد من مدى قابلية الأوراق المالية المزعم إصدارها للتسويق؛
- ✓ تحديد سعر بيع الأوراق المالية المقرر إصدارها، بما يسمح للشركة المصدرة الحصول على التمويل المطلوب، ويمكن المؤسسة الاستثمارية من تحقيق دخل مناسب يعوضها عن المجهود الذي تبذره في تسويق هذه الإصدارات؛
- ✓ تغطية الإصدارات الجديدة بتوليها ضمان تغطية الإصدارات، إما بنفسها أو بالاشتراك مع مجموعة أخرى من المؤسسات المالية، وعند قيامها بهذه المهمة فهي تحمي الشركة المصدرة للأوراق المالية من التقلبات، التي يمكن أن تطرأ على الأسعار، وتضمن أيضاً للشركة الحصول على المبالغ اللازمة في الوقت المحدد، بغض النظر عما إذا قامت المؤسسة الاستثمارية بتصريف هذه الأوراق من عدمه؛
- ✓ كما تتولى مهمة توزيع الإصدارات الجديدة على المستثمرين مقابل عمولة تتقاضاها مقابل هذه العملية.
- ✓ فضلاً عن اقتراح بدائل التمويل المتاحة لجهة الإصدار، من خلال المفاضلة بين إصدار الأسهم أو السندات.

<sup>1</sup> خلف فليح حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 21.

<sup>2</sup> جلال إبراهيم العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص: 18.

<sup>3</sup> عبد السلام علي عطية، سوق الإصدارات الأولية، دراسات في الاقتصاد والتجارة، جامعة بنغازي، ليبيا، المجلد 21، 2002، ص: 102.

✓ وما تجدر الإشارة إليه أنه قبل طرح الإصدارات الجديدة تتم دراسة للسوق، والتي تقوم بها الشركة نفسها إذا كان لديها خبراء في هذا المجال، أو تكلف بها إحدى مؤسسات الاستثمار أو أي جهة ذات اختصاص، والغرض منها هو تحديد قيمة الأوراق المالية وخصائصها وإمكانات تصريفها أو تسويقها.

✓ كما تعد الشركة المصدرة نشرة إصدار تبين وضع الشركة، وتكشف فيها عن معلومات كافية ودقيقة، لتمكين المستثمرين من اتخاذ قرار سليم فيما يتعلق بقيمة الاستثمار، كاسم الشركة ونشاطها، رأس مالها، نوع الأسهم المطروحة للاكتتاب، القيمة الاسمية للسهم، عدد الأسهم، شروط الاكتتاب، الغاية من الإصدار، إجراءات الاكتتاب والتغطية .. وغيرها.

وبالتالي فإن السوق الأولية هي الوسيلة التي تحصل من خلالها الوحدات الاقتصادية على الموارد المالية لتمويل استثماراتها، وهي بذلك تعد بمثابة سوق الاستثمار الحقيقي، فإذا قام المكتتبين في السوق الأولية بإعادة بيع الأوراق المالية في السوق الثانوية فلا يوجد استثمار حقيقي بل استثمار مالي، وتبعاً لذلك فليس كل استثمار مالي يتم لتمويل استثمار حقيقي<sup>1</sup>.

ويتم التمويل في السوق الأولية بطريقتين: عن طريق المشاركة في رأس المال (حقوق الملكية) الذي يتم بطريقة مباشرة (الإصدار والاكتتاب) أو غير مباشرة (زيادة رأس المال)، و إما عن طريق المديونية<sup>2</sup>.

**1-1-2-1 الإصدار والاكتتاب:** إن قرار طرح الأسهم للاكتتاب يرجع إلى رغبة المؤسسة المصدرة، وذلك باستخدام الطرح العام الأولي (الاكتتاب العام) أو الطرح الخاص<sup>3</sup>، كما يلي:

**1-1-2-1-1 الطرح العام الأولي:** يعرف بـ (Initial public offerings (IPOs) ويقصد بها عملية الإصدار الجديد للورقة المالية، وذلك عند تأسيس شركات المساهمة العامة أو تحويل الصيغة القانونية إلى شركة مساهمة عامة، وذلك بطرح الأسهم العادية للاكتتاب ولجميع فئات المستثمرين دون استثناء، وتلقى الإصدارات الأولية اهتماماً متزايداً بسبب الأرباح التي تحققها في بداية التداول عليها، ففي الإصدارات الأولية يقوم المصدر ببيع الإصدار بسعر لم يحدد في السوق الثانوية بعد، ففي أسواق أمريكا وألمانيا وبريطانيا فإن القسم الأكبر من الإصدار يخصص لموظفيها، كالمدرء التنفيذيين وحملة الأسهم القدامى الذين يتفوقون على الآخرين بالميزة المعلوماتية<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> عباس كاظم الدعي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر، عمان، الأردن، ط1، 2010، ص: 148.

<sup>2</sup> مصطفى رشدي شحبة، اقتصادات النقود والمصارف والمال، دار المعارف الجامعية، مصر، دون سنة نشر، ص: 532.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 97.

<sup>4</sup> ارشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري للنشر، عمان، الأردن، 2012، ص: 97.

وقد أثبتت دراسات (Rock (1986، Welch (1989، و Aggarwal Krigman & Womack (2002 أن الإصدارات الأولية من الأسهم عادة ما يحدد لها سعر أقل من قيمتها الحقيقية، ويرجع السبب في ذلك أن الانخفاض نوع من التعويض للمكتتبين الذين لا يملكون المعلومات الداخلية عن الشركة، نتيجة للميزة المعلوماتية التي يتميز بها المستثمرين الذي لديهم اطلاع عنها، وفي دراسة لـ (Carter & Manaster (1990 فإن الإصدارات الأولية التي تتم من خلال بنوك تجارية ذات سمعة عالية لها عوائد ومخاطر منخفضة، في حين أن الإصدارات التي تتم من خلال بنوك ذات سمعة أقل لها عائد ومخاطر أعلى، مما يدل على أن سمعة متعهد الاكتتاب قد تكون بديلا لمخاطر الإصدار، وهذا يعني أن تقييم الإصدار بقيمة أقل من قيمته الحقيقية، يعتبر نوع من المكافأة للمصدر على استخدام سمعته<sup>1</sup>.

ويحقق الطرح الأولي مزايا عديدة نذكر منها:

- توسيع قاعدة رأس المال وصولاً إلى مصادر التمويل المتعددة؛
- إمكانية تحسين الصورة المؤسسية للشركة من خلال إلزامية الإفصاح وتعزيز الثقة بالجمهور؛
- يحقق للمؤسسين مكاسب من خلال تنويع محافظهم الاستثمارية؛
- مرونة أكبر في تصريف الإصدارات الجديدة.

ومن جهة أخرى قد يشكل الطرح العام الأولي عبئا ماليا على الشركة، ناتجا عن تكلفة الإصدار ومتطلبات الإفصاح عن المعلومات، الذي قد يفقد الشركة مكانتها التنافسية، كما تتخذ الإجراءات المعتمدة للطرح الأولي فترة زمنية طويلة تتوقف على مدى جاهزية الشركة ومدى توفر المعلومات ودقتها في بيان التسجيل، بالإضافة إلى ظروف السوق. وفي حالة الاستعانة بخدمة الوسطاء في تصريف الإصدارات الجديدة، فإن ذلك يتم من خلال عدة طرق من بينها ما يلي<sup>2</sup>:

- ✓ أن تقوم الشركة المصدرة مباشرة بطرح الأوراق المالية للاكتتاب العام وفق نموذج معين معد لهذا الغرض.
- ✓ يمكن أن يغطي الإصدار كله عن طريق مؤسسة استثمارية، وميزة هذه الطريقة أن الشركة المصدرة تحصل على أموالها مباشرة ودون التعرض لخسائر عند بيع الأوراق المالية، وتحصل المؤسسة الاستثمارية على فرق التغطية بين السعر الذي تباع به الأوراق المالية للجمهور وبين السعر الذي تدفعه للبنك.

<sup>1</sup> عماد زياد رمضان، قيس أديب الكيلاني، دور الإصدارات الأولية من الأسهم العادية في تنشيط السوق الثانوي الأردني، دراسة من واقع سوق عمان للأوراق المالية للفترة (1978-2006)، مؤنة للبحوث والدراسات، مجلد23، عدد6، 2008، ص ص: 138، 139.

<sup>2</sup> عبد السلام علي عطية، سوق الإصدارات الأولية، مج 21، دراسات في الاقتصاد والتجارة، جامعة بنغازي، ليبيا، المجلد 21، 2002، ص: 113، 115.

✓ يمكن أن تعهد الشركة المصدرة إلى مؤسسة الاستثمار للقيام بتوزيع إصدارات الأوراق المالية الجديدة نيابة عنها مقابل عمولة وذلك دون تغطيتها، وفي هذه الحالة تتحمل الشركة المصدرة مسؤولية أية خسائر ناجمة عن عدم بيع الأوراق المالية، وقد تتعهد مؤسسة الاستثمار بشراء ما تبقى من هذه الأوراق، بالإضافة إلى قيامها بعملية توزيع هذه الإصدارات. ✓ وقد تغطي الإصدارات عن طريق مجموعة من المؤسسات الاستثمارية فيما بينها، وذلك عن طريق تكوين مجموعات بيع وتغطية، ويكون على مجموعة متعهدي التغطية الالتزام بشراء جميع الإصدارات.

**1-2-1-2 الطرح الخاص (الاكتتاب المغلق):** ويقصد به عملية بيع الإصدارات الجديدة إلى أطراف محددة من المؤسسات المالية والأفراد وبموجب صفقات خاصة، حيث تكون عملية الاكتتاب مستثناة من شرط التسجيل لدى هيئة الأوراق المالية كما هو الحال في الطرح العام الأولي، مما يسمح للشركة المصدرة تخفيض تكاليف الإصدار، وتجنب إعداد بيان التسجيل الذي تتطلبه عملية الطرح العام، ويناسب هذا النوع من الاكتتاب الإصدارات الصغيرة إذا كانت أسهما وأكثر تناسبا في حالة السندات، ونتيجة لذلك تفقد الورقة المالية جزءا من مرونتها في التسييل، ومن ثم فإن المستثمر يدفع سعرا منخفضا، وطالما أن الإصدار من خلال الطرح الخاص معفى من شروط التسجيل، فإن الشركة المصدرة غير ملزمة بالإفصاح والإبلاغ عن المعلومات، مما يجنبها الانكشاف على الشركات المنافسة التي تنوي إصدار أوراق جديدة<sup>1</sup>.

وبالنسبة للإصدارات الخاصة بسندات الشركات، فإن تحديد قيمة السند يتوقف في الأساس على مقارنة عائد السند المتوقع بالعائد السائد عند الإصدار، لذلك فإن معدل فائدة السند في تاريخ الإصدار يكون مساويا لمعدل فائدة الفرصة البديلة، مما يدفع إلى تساوي القيمتين الحالية و الاسمية تقريبا، وخلاف ذلك فإنه يترتب عليه إحجام عن الشراء من قبل المستثمرين أو إقبالا كبيرا، و الحاليتين غير ملائمتين لاستقرار سوق السندات، ونتيجة لذلك فإن الإصدارات الجديدة من السندات تباع بأسعار قريبة من أسعار الفرصة البديلة، أما الإصدارات القديمة فإن أسعارها تختلف في الغالب عن قيمتها الاسمية.

وفيما يخص سندات الخزينة فإن البنك المركزي يقوم بطرحها في مناقصات لتحديد العائد وبالتالي سعر البيع، حيث تحدد وزارة المالية حجم الأموال التي تحتاجها (القيمة الاسمية للسند) وتاريخ الاستحقاق، وبعدها تقدم العروض إلى البنك المركزي من مؤسسات استثمارية (صناديق الاستثمار، صناديق التقاعد، شركات التأمين... غيرها) ومستثمرين

<sup>1</sup> ارشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 99، 100.

أفراد، كما تنقل المعلومات إلى وزارة المالية التي تحدد معدل العائد الأدنى، وبالتالي السعر المقبول للسند (السعر الأعلى)، كما يحدد على ضوء العروض المقدمة حجم الاقتراض المطلوب في الإصدار<sup>1</sup>.

2-1-2-1 زيادة رأس المال (الحق التفضيلي بالاككتاب): في حالة زيادة رأس المال فإن الأمر يقتضي الحفاظ على حقوق المساهمين القدامى إذا ما رغبوا في ذلك، ومن أجل الحفاظ على تركيبة الأسهم الجديدة تطرح بأسلوب النسبة والتناسب، بمعنى كل مساهم يأخذ حقه حسب نسبة مساهمته في الشركة، حيث تحسب عدد الحقوق اللازمة لشراء سهم واحد جديد وفق العلاقة التالية<sup>2</sup>:

$$\text{عدد الحقوق} = \text{عدد الأسهم القديمة} / \text{عدد الأسهم الجديدة}$$

فإذا افترضنا أن عدد الحقوق هو 3، فإن ذلك يعني أنه لكل حامل 3 أسهم قديمة الحق في شراء سهم واحد جديد.

أما عن القيمة النظرية لحق الاككتاب فتحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{القيمة النظرية لحق الاككتاب} = \text{السعر القديم للسهم} - \text{السعر الجديد الذي يباع به السهم}$$
$$\text{للمساهمين القدامى} / (\text{عدد الأسهم القديمة} + \text{عدد الأسهم الجديدة})$$

وتعبر القيمة النظرية لحق الاككتاب عن الخسارة التي يتعرض لها كل سهم قديم على إثر إصدار سهم جديد. ومن خصوصية حق الاككتاب أنه قابل للتداول خلال فترة معينة تختلف حسب شروط كل سوق، ونظرا ولأن الحقوق مسعرة في البورصة فإن سعرها يرتبط بكل من العرض والطلب، مع الأخذ بعين الاعتبار عامل الوقت في التسعير، ذلك أن حق الاكتاب يفقد قيمته عند إقفال الاكتاب (يصبح يساوي صفرا عند نهاية فترة الاكتاب). وفي الأخير نشير إلى أن السوق الأولية أقل نشاطا مقارنة بالسوق الثانوية، ذلك أن عملية إصدار الأسهم تكون عادة مرة واحدة خلال مدة حياة الشركة، كما تكون في حالة زيادة رأسمال الشركة.

<sup>1</sup> بوبريمة إحسان، دور الإصدارات في استقرار الأسواق المالية - حالة البورصات العربية - أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة سطيف، الجزائر، 2018، ص: 4.

<sup>2</sup> اعتمادا على المراجع التالية:

إبراهيم الكراسنة، مرجع سبق ذكره، ص: 8، 9.

ومن خلال ما سبق نستنتج أن السوق الأولية تعد بمثابة الخطوة الأولى للنشاط المالي للورقة المالية، إذ أن التوقف عندها يفقد الورقة المالية مرونة تسييلها، الأمر الذي يتطلب وجود أسواق أخرى محفزة ومنشطة لحركة تداول الإصدارات الجديدة، ولاشك أن السوق الثانوية هي التي توفر المرونة والاستمرارية لذلك.

**1-2-2 السوق الثانوية:** ويطلق عليها أيضا سوق التداول، وتعد الخطوة الأولى للنشاط المالي للورقة المالية، يجري التعامل فيها على الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية، محققة بذلك عنصر السيولة للأوراق المالية وللسوق ككل.

وتعرف السوق الثانوية بأنها " السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية التي صدرت في السوق الأولية، بهدف الحصول على السيولة أو لإعادة الاستثمار في أوراق مالية بديلة<sup>1</sup>، حيث يحصل مشتري الأوراق المالية على نفس حقوق بائع الورقة المالية الأصلية.

وتعد السوق الثانوية بمثابة سوق التداول، التي يتم من خلالها شراء وبيع الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية، تتحدد فيها قيم أدوات الاستثمار المختلفة من خلال التقاء العرض بالطلب وبأي وسيلة من وسائل الاتصال، كما توفر المكان والقوانين اللازمة لتنظيم تبادل الأوراق المالية<sup>2</sup>.

وتتميز السوق الثانوية بالنشاط مقارنة بالسوق الأولية، كما أن سعر الورقة المالية في السوق الأولية (سوق الإصدار) يتحدد أساسا في السوق الثانوية، فالذي يشتري الورقة المالية في سوق الإصدار سيدفع السعر الذي يعتقد أن السوق الثانوية ستحدده هذه الورقة، وكلما ارتفع هذا السعر أمكن للشركة المصدرة أن تحصل على سعر مرتفع للورقة المالية التي أصدرتها<sup>3</sup>.

ويتم التعامل في السوق الثانوية بأحد الأسلوبين:<sup>4</sup>

الأول: يسمى بالمضاربة بمعنى شراء السهم وبيعه بسرعة عند تحقيق أي زيادة في سعره ولو كانت زيادة محدودة، أي أن التعامل هنا قصير الأجل، ويسعى المالك إلى تحقيق أرباح سريعة كما أنه معرض للخسارة.

الثاني: وهو شراء السهم والاحتفاظ به لفترة أطول انتظارا لتوزيع الأرباح السنوية، التي تقوم الشركات المصدرة للأسهم بتوزيعها على حملة الأسهم، فالمستثمر في هذه الحالة لا ينظر إلى الزيادة في قيمة السهم كهدف وحيد بل إلى عائده وربحه.

<sup>1</sup> صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سبق ذكره، ص: 16.

<sup>2</sup> حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2004، ص: 115.

<sup>3</sup> محمود يونس، اقتصادات النقود والبنوك والأسواق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2013، ص: 100.

<sup>4</sup> سليمان خنجري، الأسواق المالية وأحكامها الفقهية، منشورات وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية، المملكة المغربية، ط1، 2010، ص: 55.

وتنقسم السوق الثانوية إلى قسمين رئيسيين هما: السوق المنظمة والسوق غير المنظمة.

**1-2-2-1 السوق المنظمة (البورصة):** وهي أهم جزء في السوق الثانوية تعرف بالبورصة، تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملين بالبيع والشراء، تخضع لقوانين تنظيمية معينة تشرف على سيرها وقبول إدراج الأوراق المالية، وبحيث تشترط في الأوراق المالية المتعامل بها أن تكون مسجلة في السوق.

وتعرف بأنها "سوق تتداول فيه الأوراق المالية بأشكالها المختلفة سواء التقليدية أو المشتقة، وهي بذلك توفر المكان والأدوات التي تمكن الشركات والسماسرة والوسطاء والأفراد من تحقيق رغباتهم، من خلال القيام بأعمال التبادل، أو إتمام المبادلات والمعاملات بيعا وشراء بسهولة وسرعة ويسر<sup>1</sup>، تمثل الجزء الأكبر لسوق الأوراق المالية.

**1-2-2-2 السوق غير المنظمة:** وهي أسواق عرفية ليس لها نظمها الرسمية كالأسواق المنظمة، يتولى إدارتها مجموعة من الوسطاء، يتبادلون فيما بينهم المعلومات عن الأوراق المالية محل التعامل، من خلال شبكة اتصالات قوية تتمثل في الأنترنت والفاكس والخطوط الهاتفية والحواسيب وغيرها من وسائل الاتصال السريعة، التي تربط السماسرة بالمستثمرين، والتي من خلالها يمكن للمستثمر اختيار أفضل سعر، وعلى هذا الأساس فإن السوق غير المنظمة تعتبر أسلوبا لإجراء المعاملات بدلا من كونها مكانا لإجراء تلك المعاملات<sup>2</sup>، يتم على أساسها المعاملات خارج البورصة وعن طريق وسيط، يطلق عليها المعاملات على المنضدة أو السوق الموازية؛

أما عن نظام تنفيذ الصفقات في السوق غير المنظمة فنجد نظام المزايدة ونظام التفاوض، حيث يتم تحديد السعر وفق تفاوض واتفاق الطرفين وليس نتاجا لقوى العرض والطلب، هذا وقد يتم التعامل في السوق غير المنظمة على أوراق مالية مقيدة في السوق المنظمة ولكنها محدودة في إطار ما يعرف بسوق الصفقات، بينما الجزء الأكبر من السوق غير المنظمة يتم على أوراق مالية غير مقيدة بالسوق المنظمة.<sup>3</sup>

و ما يؤخذ على هذه الأسواق عدم وجود آليات للحد من التدهور أو الارتفاع الحاد في الأسعار، والذي قد يحدث نتيجة غياب مؤقت في التوازن بين العرض والطلب، على عكس ما هو عليه في الأسواق المنظمة، حيث يمكن لإدارة البورصة إيقاف التعامل في ورقة مالية معينة إلى غاية دخول مشتريين أو بائعين إضافيين لتحقيق التوازن بين العرض

<sup>1</sup> صلاح السيد حودة، بورصة الأوراق المالية، مكتبة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، مصر، 2000، ص: 11.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، 1997، ص: 7.

<sup>3</sup> محمد محمود شلبي، مرجع سبق ذكره، ص: 21.

والطلب، كما يؤدي غياب إدارة تتوسط العمليات التي تتم في هذه السوق إلى زيادة المخاطر الائتمانية في هذه الأسواق<sup>1</sup>.

وتنقسم السوق غير المنظمة بدورها إلى قسمين هما: السوق الثالث والسوق الرابع؛

**1-2-2-2-1 السوق الثالث:** تتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة وإن كان لهم حق التعامل في الأوراق المالية المقيدة في تلك الأسواق<sup>2</sup>، تتميز تعاملات هذه السوق بانخفاض تكلفتها وسرعة تنفيذها، كما توفر للمتعاملين بعض الميزات كمنحهم حق التفاوض في مقدار العمولة<sup>3</sup>، تمارس دورا منافسا للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة، يتعامل بها المؤسسات الاستثمارية الكبيرة ومحافظ الأوراق المالية التي تديرها البنوك لحساب الغير، كما يتواجد فيها بعضا من بيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة، وبالتالي تلجأ إلى بيوت السمسرة الكبيرة في السوق الثالث لإجراء تعاملاتها.

ومن أهم أسباب وجود هذه السوق السرعة في تنفيذ المعاملات، وإمكانية التفاوض في مقدار العمولة التي يحصل عليها أعضاء بيوت السمسرة خارج البورصة إلى درجة الحصول على تخفيضات مغرية، خاصة وأن سمسرة هذه السوق غير ملزمين بحد أدنى من العمولة، كما أن تعامل السمسرة مع كبار المستثمرين ذوي الخبرة العالية لا يتطلب تقديم خدمات إضافية إلا في حدود ضيقة، تعمل اعتمادا على نظام معلوماتي للسمسرة يعمل وسطاء البورصة على تزويده بالأوامر<sup>4</sup>.

**1-2-2-2-2 السوق الرابع:** تتمثل السوق الرابع في المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء، اللذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية دون وساطة السمسرة للحد من العمولة، تتميز بسرعة تنفيذ المعاملات والصفقات وبتكلفة منخفضة، وفي بعض الحالات قد يتم الاستعانة بوسيط لإتمام الصفقة، حيث يتقاضى أعباء تكون أقل بكثير من تكلفة وعمولة السمسرة، كما تشمل تعاملات هذه السوق الأوراق المالية المتداولة داخل البورصة وخارجها.

<sup>1</sup> عبد الكريم قندوز، مرجع سبق ذكره، ص: 25.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999، ص: 79.

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص: 23.

<sup>4</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، ط1، الإسكندرية، مصر، 2002، ص: 43.

### 1-2-3 أهمية السوق الثانوية: تتمثل أهمية السوق الثانوية فيما يلي<sup>1</sup>:

- إن عدم وجود سوق ثانوية يعني صعوبة تصريف الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية، لأنه في تلك الحالة يتعين الاحتفاظ بها، وبالتالي فإنه بالرغم من كونها تمثل استثماراً مالياً مجتاً إلا أنها تسهل من تمويل الاستثمار الحقيقي.
- توفير السيولة لحاملي الأوراق المالية، فعجز المستثمرين عن تسهيل ما بحوزتهم من أوراق مالية يؤدي إلى عدم قيام شركات مساهمة جديدة، فالأوراق المالية التي يصعب تسهيلها تنخفض قيمتها وترتفع درجة مخاطرتها.
- قيام السوق الثانوية بوظيفة تسهيل الورقة المالية يسمح لشركات المساهمة التي ترغب في زيادة رأس مالها أن تطرح إصداراتها للاكتتاب.
- متاحة لعدد أكبر من المدخرين مقارنة بالسوق الأولية، لأن عملية إعادة البيع تسمح لمدخرين آخرين باستثمار أموالهم وفي أي وقت، بينما إصدارات السوق الأولية تحدث في فترات قليلة ومختلفة على مدار العام.
- تحسين التنوع الذي يشمل امتلاك أعداد كبيرة من أوراق مالية مختلفة، والذي يعتبر مبدأ رئيسي لتخفيض مخاطر المحفظة الاستثمارية.
- كما أن وجود سوق ثانوية نشيطة وذات كفاءة عالية، يجعل من الإصدارات الأولية أكثر قابلية للتسويق، مما يخفف من خطر ضمان تلك الإصدارات.

وانطلاقاً من أهمية السوق الثانوية، يمكننا طرح تساؤل يرتبط إلى حد كبير بدورها في الاقتصاد.

**فهل لنشاط السوق الثانوية (سوق التداول) وانتقال الملكية أثر في الاقتصاد؟ وهل كثافة عمليات**

**التداول تساهم في النمو الاقتصادي؟**

هناك من يرى أن القطاعات الاقتصادية المنتجة ليس لها مصلحة من هذا النشاط، فهي لا تعني بالضرورة زيادة حجم المدخرات الوطنية وزيادة عمليات الاستثمار في الأوراق المالية، ذلك أن التداول في السوق الثانوية لا يمثل أي إضافة إلى الاستثمار الفعلي ولا يعد استثماراً حقيقياً، وإنما الأمر مجرد انتقال للملكية من مستثمر لآخر وبحيث لا يخدم الاقتصاد بصورة مباشرة<sup>2</sup>، وعلى الجانب الآخر فإن أهم دور للسوق الثانوية هو توفير السيولة للإصدارات الأولية من

<sup>1</sup> اعتماداً على المراجع التالية:

سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص: 57، 58.

محمد بن علي القلا، الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، المجلد 1، 1، 2005، ص: 17.

M. Khon, Financial Institution & Markets, Mc Graw hill, Inc, New York, 1994, p: 453.

<sup>2</sup> خالد وهيب الراوي، الاستثمار، دار المسيرة للنشر، عمان، الأردن، 1999، ص: 80.

الأسهم والسندات، وذلك بتسييل تداول هذه الأوراق المالية وتحويلها إلى سيولة نقدية متى رغب المستثمر في ذلك، فإذا كان الاستثمار في الأوراق المالية قابلاً للتصرف به في مدة قصيرة وبأسعار تنافسية، فإن ذلك يرفع من قيمة هذا الاستثمار، وبالتالي يرفع من المردود النسبي لهذه الأوراق مقارنة بالاستثمارات الأخرى، في حين أن ضعف السوق الثانوية يترتب عليه انخفاض المردود النسبي للأوراق المالية، وبالتالي انخفاض الطلب عليها، وبالتالي تكاليف مرتفعة لرأس المال ويقلل من الحوافز على الاستثمار في المشاريع الجديدة وهو ليس من مصلحة الاقتصاد<sup>1</sup>، ومن هنا تعتبر السوق الثانوية عاملاً أساسياً في تعبئة المدخرات لخدمة النشاط الاقتصادي، لأنها تساهم في تخصيص المدخرات المتوفرة على المنشآت المستحقة لها، كما أن نجاح السوق الثانوية وزيادة نشاطها يضفي على الأوراق المالية جاذبية تعمل على استقطاب المدخرين، وهذا ينعكس إيجابياً على السوق الأولية للإصدارات، حيث يؤدي إلى زيادة إقبال المستثمرين وتفاعلهم مع عمليات السوق الأولية المتمثلة في الإصدارات والاككتابات الجديدة، سواء كانت شركات جديدة تؤسس لأول مرة أو شركات قائمة تسعى لزيادة رأس مالها لتطوير عملياتها الإنتاجية<sup>2</sup>، وهذا من شأنه أن يعظم فرص إنشاء وتأسيس شركات مساهمة جديدة، وهو ما تسعى إليه سوق الأوراق المالية، وبالتالي ينعكس أثره على حصيلة النشاط الاقتصادي.

إذا فسوق الإصدار وسيلة للمشروعات والحكومات في الحصول على احتياجاتها من التمويل، لإقامة مشاريعها أو لتوسيع استثماراتها، كما أن هذه المهمة لا تكتمل دون وجود سوق أخرى تمكن حملة الأوراق المالية من التصرف في تلك الأوراق بسهولة وفي الوقت المناسب وهو ما توفره السوق الثانوية، ذلك أن المدخر وقبل إقدامه على قرار توظيف أمواله، فإنه يأخذ بعين الاعتبار مدى إمكانية الخروج من هذا التوظيف، وتسييل أمواله مرة أخرى عند الحاجة لذلك.

وانطلاقاً مما سبق يمكننا طرح التساؤل الذي يتعلق بطبيعة العلاقة بين السوق الأولية والثانوية؛

**فهل هي علاقة تكاملية أم أن السوق الثانوية بديلاً للسوق الأولية؟**

### 1-2-3 العلاقة التكاملية بين السوق الأولية والسوق الثانوية

بانضمام سوق التداول إلى سوق الإصدار يكتمل البناء المؤسسي لسوق الأوراق المالية ومقوماتها، حيث هناك علاقة تبادلية بين السوقين، فسوق التداول في خدمة سوق الإصدار وليس بديلاً عنها، فما يتحقق في السوق الثانوية من مستويات نشاط مرتفعة يظهر أثره الإيجابي في عمليات السوق الأولية، فالسوق الثانوية ذات الكفاءة والقدرة على إضفاء السيولة والربحية على الورقة المالية المتداولة، تعمل على تشجيع الأفراد على توجيه مدخراتهم نحو الاستثمار، عن طريق

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، 1997، ص: 448.

<sup>2</sup> أسار فخري عبد اللطيف، دور أسواق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية، ص: 5، مقال متاح على الموقع الإلكتروني :

الاكتتاب بأية إصدارات جديدة للأوراق المالية، كما أن نجاح عمليات السوق الأولية في تغطية إصداراتها وزيادة حجم مشاركة الأفراد في عملياتها، ينعكس إيجابيا على نشاط السوق الثانوية في شكل زيادة أحجام التداول المتحققة، أي أن نجاح إحدى السوقين مرتبط بنجاح السوق الأخرى، غير أن السوق الثانوية في أحيان كثيرة أهم من السوق الأولية، فإذا كانت السوق الأولية تمنح المقرضين الائتمان، فإن السوق الثانوية هي التي توفر عامل السيولة لذلك الائتمان، فمن دونها قد يضطر حملة الإصدارات إلى الاحتفاظ بما حتى تاريخ استحقاقها، كما أنه في بعض الحالات قد يكون تطور السوق الأولية صعبا ما لم تتطور معه وفي نفس الوقت السوق الثانوية، فلولا هذه الأخيرة لما أقدم المستثمرين على شراء الأدوات المالية المصدرة، ولو لم يكن هناك سوق ثانوية لكان من الصعب تصور وجود سوق أولية واستمرارها، إذن فالسوق الثانوية ركيزة أساسية للسوق الأولية.

وبناء على ما سبق فإن الهدف من وجود سوق الأوراق المالية ليس زيادة حجم التداول وتحقيق مستويات نشاط قياسية في سوق التداول، وإنما الهدف من ذلك إعطاء المستثمر صورة عن وجود سوق ثانوية، تقوم بتسييل الورقة المالية وتوفير النقد لحاملها.

كما أن نجاح السوق لا يقاس بكثافة حجم التداول وإنما بحجم الأموال المستقطبة من خلال السوق الأولية، وقدرة السوق على جذب المزيد من الأموال لتأسيس شركات جديدة تدخل لأول مرة إلى سوق العمل الإنتاجي، أو لتوسيع الشركات القائمة بزيادة رؤوس أموالها لتمكن من توسيع طاقتها الإنتاجية، بما يساهم في خدمة التنمية الاقتصادية.

### 1-3-3 عمليات سوق الأوراق المالية

بعد تنفيذ الأوامر يقوم السمسار بتسوية المعاملات ، وبذلك يصبح المستثمر المالك القانوني للأوراق المالية، حيث يتم تسليم الأوراق المالية للمستثمر واستلام المبلغ وفق نوعين أساسيين من العمليات هما:

**1-3-1 العمليات العاجلة:** وتسمى أيضا بالعمليات الفورية أو الآنية، تنصب على التعامل نقدا والتسليم الفوري للأوراق المالية محل التعامل على الأقل قبل افتتاح الجلسة التالية للتداول، يتحمل فيها الوسيط مسؤولية التنفيذ السريع والدقيق للصفقة، يتم بموجبها البيع والشراء بشكل آني وفقا لسعر السوق الحالي، وهو السعر الذي يقبل به المشتري والبائع<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، الإدارة المالية، دروس وتطبيقات، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2006، ص: 444.

وفي هذا النوع من المعاملات يقوم مالك الأسهم بتسليم الأسهم إلى الوسيط، إما عند إصدار الأمر وهو ما تشترطه بعض أسواق الأسهم، وإما بعد تنفيذ الأمر وإبرام الصفقة؛

وفي كلا الحالتين يتم عمل الترتيبات اللازمة من قبل إدارة السوق، لكي يقوم وسيط البائع بتسليم الأسهم المبيعة إلى وسيط المشتري، الذي يقوم بدوره بتسليمها إلى المشتري، نفس الشيء بالنسبة لتسليم الثمن<sup>1</sup>.

وفي هذه العملية لا بد من توضيح الأمور المتعلقة بالسهم أو السند، من خلال تحديد النوع، السعر، الكمية المراد شرائها من الأسهم، تاريخ إصدار السند، نسبة الفائدة، وبيان الحقوق التي يتمتع بها حامل السهم والسند، وتبقى العمليات العاجلة سارية المفعول حتى نهاية المدة المحددة، ففي آخر جلسة من جلسات البورصة، تكون قد انتهت مدة العمليات العاجلة.

ويلجأ المتعاملين إلى السوق العاجلة لسببين: الاحتفاظ بالأوراق المالية من أجل تحصيل توزيعات الأرباح عليها، أو بقصد الاستفادة من الوضع الحالي، الذي يمثل فرصة للبائع في حال ارتفاع الأسعار وفرصة للمشتري في حال انخفاضها، وبالتالي يعتبر الأنسب للمضاربة في سوق الأوراق المالية<sup>2</sup>.

وتتعدد العمليات العاجلة في سوق الأوراق المالية فنجد منها:

#### 1-3-1-1 العمليات النقدية: وهي التي يقوم العميل فيها بتسديد قيمة مشترياته نقداً.

1-3-1-2 العمليات غير النقدية : وهي التي تتم بائتمان بين المستثمر والسمسار، ومن أبرز عملياتها البيع على المكشوف والشراء الهامشي.

1-3-1-2-1 البيع على المكشوف (البيع القصير) : وهو وسيلة من وسائل المضاربة بالأسهم، ويعرف بأنه إحدى الآليات التي يلجأ إليها المستثمرين في سوق الأوراق المالية لتحقيق الأرباح في حالة اتجاه أسعار الأوراق المالية نحو الانخفاض، فإذا كان الاعتقاد السائد لدى معظم المتعاملين في أسواق الأوراق المالية أن السبيل لتحقيق الأرباح هو شراء الأسهم التي يتوقع ارتفاع أسعارها في المستقبل، وأما إذا كان من المتوقع انخفاض أسعار الأسهم في المستقبل، فإن أفضل الطرق التي يلجأ إليها المستثمرين هي البقاء خارج السوق لتجنب تحقيق الخسائر<sup>3</sup>، فإنه وفي ظل البيع على المكشوف يحدث العكس، حيث يلجأ المضاربون إلى استخدام هذا الأسلوب إذا ما توقعوا انخفاض أسعار الأوراق المالية في السوق، وذلك بهدف تحقيق مكاسب رأسمالية من حركة الهبوط في الأسعار، حيث يقوم المضاربون ببيع أوراق مالية لا يمتلكونها

<sup>1</sup> مبارك سليمان بن محمد ال سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز اشبيليا للنشر، الرياض، 2005، ص: 669.

<sup>2</sup> شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر المعاصر، بيروت، لبنان، 2011، ص ص: 184، 185.

<sup>3</sup> عبد الكريم قندوز، مرجع سبق ذكره، ص: 41.

أساسا بسعرها السوقي وذلك بعد اقتراضها من مستثمرين آخرين مقابل عمولة وأتعاب، ثم القيام بشرائها من السوق بعد أن ينخفض سعرها، حيث يمثل الفارق بين صافي قيمة بيع تلك الأوراق المالية المقترضة وتكلفة إعادة شرائها بغرض سداد هذا القرض، الأرباح الرأسمالية التي تتحقق للمضاربين باستخدام تلك الأداة<sup>1</sup>.

وفي تعريف آخر فإن البيع على المكشوف هو عملية بيع الأوراق المالية المقترضة، على أمل أن ينخفض سعرها لاحقا، فإذا انخفض السعر قام المتعاملون بشراء الأوراق المالية التي باعوها وإعادةتها إلى مالكيها<sup>2</sup>؛ وفي هذه الحالة قد يشتري البائع الورقة المالية عند حلول الأجل من السوق، أو يقترضها من وسطاء آخرين لتسلم إلى المشتري، بحيث يبقى ملزما اتجاه الوسيط المقرض للورقة المالية بإعادتها في وقت متفق عليه، على أن يضع البائع ما يقابلها نقدا لدى المقرض كضمان<sup>3</sup>.

ومن الأوراق المالية التي يستهدفها المستثمرين عادة عند البيع على المكشوف ما يلي<sup>4</sup>:

- ✓ الشركات ذات رأس المال الصغير والتي ارتفعت أسهمها نتيجة لمضاربة المستثمرين على أوراقها المالية، خاصة تلك التي يصعب تقييمها؛
- ✓ الشركات التي ترتفع فيها معدلات ربح السهم عن معدلات نمو الشركات المشابهة، أو عن متوسط أداء القطاع الذي تنتمي إليه؛
- ✓ الشركات التي تباع بضائع غير جيدة؛
- ✓ الشركات التي بدأت تعاني من وجود شركات أخرى منافسة في مجالها؛
- ✓ الشركات التي تعاني من خلل في مراكزها المالية (مثل القوائم المالية ذات التدفقات النقدية السالبة)؛
- ✓ الشركات التي تعتمد بصورة كبيرة على منتج واحد فقط.

1- أسباب اللجوء إلى البيع على المكشوف: هناك سببين رئيسيين للجوء إلى البيع على المكشوف وهما<sup>5</sup>:

- 1-1 المضاربة: وهي الاستخدام الغالب للبيع على المكشوف، تتم عند التوقع بانخفاض سعر الورقة المالية في السوق وبالتالي الاستفادة من فروق الأسعار وتحقيق الأرباح، أما في حالة ارتفاع سعر الورقة في السوق، فإن المضارب سيحقق خسائر نتيجة شرائه الورقة بسعر أعلى من سعر بيعها وقت اقتراضها.

<sup>1</sup> المرجع نفسه .

<sup>2</sup> محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية، دار النفائس، عمان، الأردن، ط1، 1999، ص: 266.

<sup>3</sup> ارشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأدوات المالية تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر، عمان، الأردن، 2010، ص: 45.

<sup>4</sup> عبد الكريم قندوز، مرجع سبق ذكره، ص: 41.

<sup>5</sup> المرجع نفسه، ص: 44.

1-2 التحوط (التغطية): يلجأ إليها المستثمر في حالة عدم تأكده من اتجاه حركة أسعار الورقة المالية، حيث تساعد عملية التغطية على حماية المستثمر من خطر انخفاض سعر الورقة المالية في السوق، وبالتالي تجنب المخاطر عن طريق تحويلها إلى أطراف أخرى.

2- مراحل إتمام عملية البيع على المكشوف : تتم عملية بيع الأوراق المالية المقترضة وفق مراحل أساسية وهي:<sup>1</sup>

1-2 مرحلة اقتراض الأوراق المالية وبيعها في السوق: تبدأ هذه المرحلة عند تلقي السمسار أمر من المستثمر برغبته في بيع عدد من الأوراق المالية التي لا يمتلكها المستثمر ولا توجد بحوزته، يتولى السمسار كافة الإجراءات المرتبطة بتنفيذ هذا الأمر، حيث يقوم باقتراض تلك الأوراق المالية (لحساب عميله) من المستثمرين الراغبين في إقراض ما يملكونه من أوراق مالية، تتمثل هذه الجهات فيما يلي:

- ما يمتلكه هذا السمسار من رصيد من تلك الأوراق المالية في حسابه الخاص؛
- من أحد عملاء هذا السمسار الذين يرغبون في إقراض ما يملكونه من رصيد من تلك الأوراق (مقابل عمولة أو عائد)؛

- قد يلجأ السمسار إلى سمسار آخر أو أحد عملائه يمتلك رصيداً من تلك الورقة المالية؛
  - أحد الجهات التي تمتلك رصيداً من تلك الأوراق المالية ولا ترغب في بيعها في الأجل القصير.
  - المستثمر المؤسسي مثل صناديق المعاشات أو صناديق الاستثمار .. وغيرهم.
- يقوم السمسار بتنفيذ أمر بيع تلك الأوراق المالية المقترضة بقيمتها السوقية، وإيداع حصيلة عملية البيع في حساب المستثمر، وذلك بعد أن يقوم المستثمر بإيداع جزء من ثمن الصفقة في حسابه لدى السمسار، وذلك كضمان لإتمام العملية.

2-2 مرحلة احتفاظ المستثمر برصيد البيع في حسابه الخاص لدى السمسار: يعتبر الرصيد النقدي الذي يودعه المستثمر في حسابه قبل تنفيذ العملية، بمثابة ضمان لالتزاماته الخاصة بضرورة إعادة شراء الأسهم المقترضة والتي تم بيعها في السوق، ففي حالة ارتفاع سعر الورقة المالية المقترضة والتي تم بيعها في السوق بصورة كبيرة، وقبل تغطية هذا الوضع فإن السمسار يطلب من المستثمر زيادة قيمة الضمان ليتلاءم مع القيمة السوقية للأوراق المالية، وهو ما يطلق عليه التسوية بحسب السوق.

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص ص: 46، 47.

2-3 مرحلة إعادة شراء الأوراق المالية: تتسم عقود إقراض الأوراق المالية بأنها مفتوحة المدة أو تتجدد باستمرار، ويتم التجديد بصفة يومية مع خاصية تعديل الضمانات المالية تبعاً للتغير في القيمة السوقية للأوراق المالية محل البيع، أي تتم التسوية بحسب السوق، وفي هذا الصدد يوجد حالتين يتم فيهما شراء ما تم إقراضه من الأوراق المالية بغرض تسليمها للمقرض وهما:

الأولى: وتتم بمبادرة من المستثمر وذلك عندما ينخفض سعر الورقة المالية في السوق، بما يمكنه من تحقيق ما يستهدفه من أرباح، حيث يقوم بشراء نفس العدد من الأوراق المالية من السوق بسعرها السوقي (أقل من سعر بيعها عند الاقتراض)، وإعادتها إلى المقرض والاحتفاظ بما حققه من أرباح بعد خصم الأتعاب والعمولات.

الثانية: وفيها يجوز للمقرض إنهاء عقد الإقراض عن طريق إخطار السمسار الذي تولى تسهيل عملية الإقراض، بما يسمى بقبالية الاستدعاء، وفي هذه الحالة يلتزم المستثمر المقرض بإعادة ما تم اقتراضه من أوراق مالية، حينها يكون لدى المستثمر خياران وهما: إما شراء ما اقترضه من أوراق مالية من السوق بالسعر الحالي، أو يقترض المستثمر المقرض نفس العدد من الأوراق الملزم بإعادتها إلى المقرض وذلك من مقرض آخر، وفي الحالات التي يصعب على المستثمر المقرض إيجاد مقرض آخر تتوفر لديه هذه الأوراق المالية كما في حالة الضغط على الشراء، فما عليه إلا شراء نفس الكمية من الأوراق المالية المقرضة، بغض النظر عن تحقيق أرباح أو خسائر.

وإذا لم يستطع المقرض إعادة الأوراق المالية في الوقت المحدد، يجوز للمقرض أن يقوم بشراء نفس الكمية من الأوراق المالية باستخدام الضمانات المالية المحتجزة في حساب المقرض، ويظل المقرض مسؤولاً عن أية نفقات إضافية يتحملها المقرض أثناء قيامه بتنفيذ عملية الشراء.

ويبقى المستثمر المقرض مسؤولاً عن إعادة الأوراق المالية التي قام باقتراضها، بالإضافة إلى كافة الحقوق المترتبة عنها مثل التوزيعات النقدية والورقية، وكذلك مراعاة عدد الأسهم الجديدة في حالات التجزئة، إذ يلتزم المستثمر المقرض بإعادة ما يعادل عدد الأوراق المالية التي قام باقتراضها، بحيث يتم سداد الأعباء الإضافية في نهاية التعاقد عند تسليم الأوراق المالية إلى المقرض.

إذن تعتبر عملية البيع على المكشوف متاجرة بالمراكز القصيرة الأجل، أي أن الوسيط أو السمسار يقوم بإعادة تغطية مركزه لاحقاً من خلال شراء الأسهم محل التعامل من السوق وإعادتها إلى المقرض، أو تسليمها إلى المشتري في

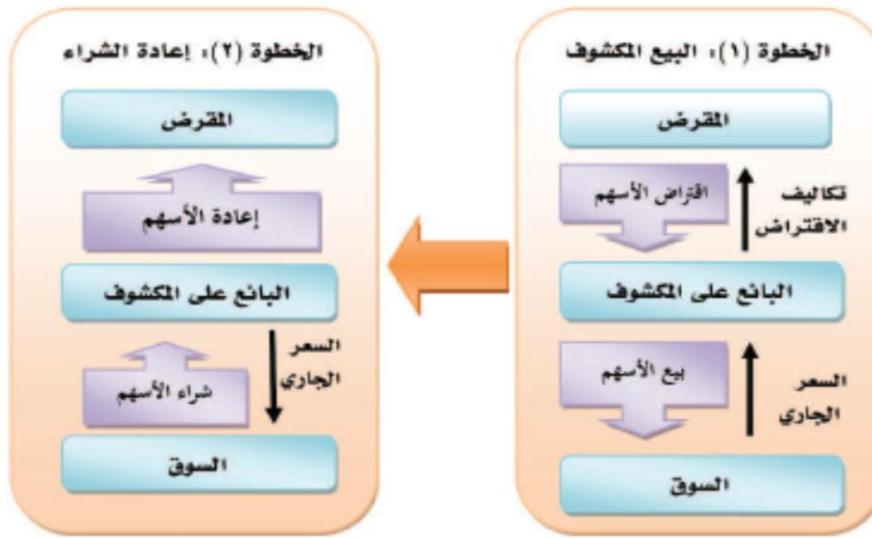
الموعد المتفق عليه، وفي هذه الحالة يقال أن المستثمر غطى مركزه القصير، والربح المتحقق هو الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع<sup>1</sup>.

و يتم حساب قيمة الهامش المبدئي المطلوب إيداعه لدى أمين الحفظ أو شركة السمسرة من طرف البائع كما يلي:

$$\text{الهامش المطلوب} = \text{عدد الأسهم} \times \text{السعر الجاري} \times \text{نسبة الهامش}$$

وفيما يلي شكل يوضح مراحل البيع على المكشوف<sup>2</sup>:

شكل (1-1): مراحل البيع على المكشوف



المصدر: عبد الكريم قندوز، مرجع سبق ذكره، ص: 43.

3- مخاطر البيع على المكشوف: هناك العديد من المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمرين نتيجة استخدام تقنية البيع على المكشوف، لعل أهمها ما يلي<sup>3</sup>:

- مخاطر الارتفاع العام لأسعار الأوراق المالية؛
- مخاطر استدعاء الأوراق المالية من قبل السمسار في الوقت الذي لم تبلغ فيه الأسعار الحد الذي استهدفه المستثمر، أو في الوقت الذي تحقق فيه الورقة هامش ربح بسيط، وبالتالي يضطر المضارب إلى إعادة شراء الأوراق المالية لإعادتها للمقرض (السمسار) مهما كان سعرها، والأخطر من ذلك أن يكون سعرها في السوق مرتفعا عن السعر الذي

<sup>1</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص: 265.

<sup>2</sup> عبد الكريم قندوز، مرجع سبق ذكره، ص: 43.

<sup>3</sup> المرجع نفسه.

تم به، مما يعني تعرض المقترض لخسائر مؤكدة، بالإضافة إلى التزام المقترض برد أية حقوق مالية اكتسبتها الورقة المالية خلال فترة الاقتراض؛

➤ مخاطر ارتفاع سعر الورقة المالية بسرعة نتيجة كثرة عمليات إعادة الشراء من جانب المقترضين؛

➤ مخاطر عدم انخفاض سعر الورقة المالية في وقت قصير، كما هو متوقع بعد بيع الورقة المالية المقترضة، خاصة في

ظل وجود مخاطر احتمال استدعاء السمسار للورقة المالية.

➤ مخاطر عدم وجود حد أقصى للخسائر التي يمكن أن يتحملها المقترض عندما تكون توقعات المستثمر في غير

محلها، فيمكن للأسعار أن تتجه نحو الارتفاع فتكون حينها الخسائر مضاعفة (خسائر البيع وخسائر تحمل تكلفة

الاقتراض)، حيث يضطر المستثمر إلى إعادة شراء الأوراق المالية بسعر أكبر من السعر الذي باع به، بالإضافة إلى الفوائد

المدفوعة عن عملية اقتراض الأوراق المالية التي تدفع للسمسار.

➤ علاوة على ذلك فإن تقنية البيع على المكشوف تهدد استقرار أسواق الأوراق المالية، كونها تؤدي إلى تذبذب

حاد على مستوى الأسعار، بفضل ما يقوم به المضاربين على الصعود من محاولة رفع الأسعار من خلال شراء أسهم

الشركات التي يبعث أسهمها على المكشوف، والذي يرفع من أسعارها تبعا لقانون العرض والطلب، كما أنه يقلل من

وجود تلك الأسهم في السوق، وبالتالي يعرض المقرضين للارتفاع الكبير في الأسعار، يجعل المقترضين البائعين غير قادرين

على الشراء والتسديد، لذلك تم فرض منع التعامل بالبيع على المكشوف خاصة بعد الأزمة العالمية 2008 من طرف كل

من بريطانيا، كوريا الجنوبية، اليونان، تركيا، فرنسا، إيطاليا، إسبانيا، بلجيكا<sup>1</sup>.

#### 4- أهمية البيع على المكشوف: يمكن إيجازها فيما يلي<sup>2</sup>:

✓ يحافظ البيع على المكشوف على العلاقة بين القيمة السوقية والقيمة الحالية للأسهم، كما يعمل على تثبيت

السوق، فإذا ما اعتقد المضاربون أن الأسعار السوقية ستخفض، قاموا بعمليات البيع على المكشوف، وعند تحقق

توقعاتهم وانخفاض السعر فإنهم سيندفعون إلى بيع أسهمهم، كما يدخل المضاربون في نفس الوقت للشراء، وذلك لتغطية

مراكزهم المكشوفة وإتمام عملياتهم، وبالتالي حماية القيم السوقية من الهبوط.

✓ يساعد البيع على المكشوف على القيام بعمليات المراجعة، فعند وجود فروق بين أسعار نفس الأسهم وفي

أسواق مختلفة، فإنه يمكن البيع على المكشوف في الأسواق المرتفعة والشراء لإتمام العملية في السوق المنخفضة.

<sup>1</sup> باباس منيرة، الصناعة المصرفية التقليدية والصناعة المصرفية الإسلامية في مواجهة تحديات اللامساواة المالية والتحرير المالي-دراسة مقارنة-، أطروحة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، 2015-2016، ص: 112.

<sup>2</sup> محمد صالح جابر، مرجع سبق ذكره، ص: 316.



1- إجراءات الشراء بالهامش: عكس تقنية البيع على المكشوف فإن الشراء بالهامش يتم كالتالي<sup>1</sup>:

- ✓ إصدار أوامر الشراء للشركة (السمسار) المتفق معها، محددًا نوع الورقة المالية وكميتها وسعر شرائها.
- ✓ يسدد المستثمر للشركة مسبقًا ثمن الأوراق المالية المشتراة وفقًا للنسبة المتفق عليها، بالإضافة إلى سداد مصاريف وعمولات الشراء، وذلك قبل تنفيذ العملية بالبورصة.
- ✓ وضع الأوراق المالية المشتراة تحت تصرف الشركة (السمسار) لضمان سداد المستثمر باقي الثمن، أو لاحقًا عند بيع الأوراق المالية المشتراة بالهامش، وقيام الشركة بخصم مستحقاتها من حصيلة البيع.
- ✓ تقوم الشركة يوميًا بإعادة تقييم الأوراق المالية المشتراة بالهامش بقيمتها السوقية، على أساس أسعار إقفال تداولها بالبورصة، ومقارنة مديونية المستثمر للشركة بالقيمة السوقية للأوراق المالية، ومتى زادت نسبة المديونية إلى القيمة السوقية للأوراق المالية عن معدل معين، فإن الشركة تقوم بإخطار المستثمر لتخفيض هذه النسبة، سواء بالسداد النقدي أو بتقديم ضمانات إضافية.

- ✓ تقوم الشركة يوميًا بتقييم الضمانات المقدمة، فإذا انخفضت قيمة تلك الضمانات تقوم الشركة بإخطار المستثمر لتقديم المزيد من الضمانات، أو السداد النقدي لتخفيض نسبة المديونية، بحيث يكون للشركة في حالة رفض المستثمر تقديم المزيد من الضمانات أو السداد النقدي، الحق في بيع الأوراق المالية وتسييل الضمانات المقدمة. من خلال ما سبق نستنتج أن كلا العمليتين الشراء الهامشي والبيع على المكشوف أساسهما المضاربة.

2- الهامش المبدئي وهامش الوقاية: يستخدم في عملية الشراء بالهامش نوعين من الهوامش وهما<sup>2</sup>:

- 1-2 الهامش المبدئي: ويقصد به الحد الأدنى الذي يدفعه المشتري من ماله الخاص قبل إبرام عقد الشراء، لا يزيد في الغالب عن 60% من قيمة الصفقة يحدده في العادة البنك المركزي، إلا أن للبورصة أو مؤسسات السمسرة أن تحدد نسبة الهامش بأعلى مما يحدده البنك المركزي\*، وتتحدد نسبة الهامش المبدئي بنسبة الفرق بين القيمة السوقية للأوراق المالية محل التعامل وقيمة القرض المطلوب إلى القيمة السوقية للأوراق المالية كما يلي<sup>3</sup>:

$$\text{نسبة الهامش المبدئي} = \frac{\text{القيمة السوقية للأوراق المالية محل التعامل} - \text{قيمة القرض}}{\text{القيمة السوقية للأوراق}}$$

المالية محل التعامل

<sup>1</sup> عبد الكريم قندوز، مرجع سبق ذكره، ص: 51، 52.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص: 54.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، دار المعارف، الإسكندرية، 2000، ص: 137.

2-2 هامش الوقاية (الصيانة): ويعرف بأنه الحد الأدنى الذي يشترط أن لا تقل عنه حقوق الملكية، يتم حسابه بالفرق بين القيمة السوقية للأسهم محل الصفقة المرهونة وبين المبلغ الذي اقتضه المستثمر، وفي العادة فإن الهامش المبدئي أكبر من هامش الوقاية بدرجة تسمح بانخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية إلى مستويات معينة، دون اللجوء إلى إصدار طلب هامش (زيادة رصيد الهامش)، حيث أنه ونظرا للتقلبات التي قد تتعرض لها قيمة الأسهم المشتراة من طرف السمسار لعميله، خاصة تلك المتعلقة بانخفاض قيمة الأسهم إلى أقل من مبلغ القرض، فإنه يتم في العادة تحديد هامش غير الهامش المبدئي يعرف بهامش الوقاية، يدفعه العميل للسمسار خلال فترة محددة أو أن يبيع جزءا من الأسهم بهدف زيادة نسبة الهامش الفعلي ليصل إلى مستوى هامش الوقاية، وتحسب نسبته بالعلاقة التالية<sup>1</sup>:

$$\text{نسبة هامش الوقاية} = \frac{\text{القيمة السوقية للأوراق المالية المرهونة} - \text{قيمة القرض}}{\text{القيمة السوقية للأوراق المالية المرهونة}}$$

### 3- التعامل مع الهامش المبدئي وهامش الوقاية

بما أن الهامش المبدئي يتحدد كنسبة من قيمة الصفقة، وحيث أن أسعار الأسهم المرهونة عرضة للتقلب، فإن الهامش الفعلي سيتغير من يوم لآخر تبعا للتغير الحاصل في القيمة السوقية لتلك الأسهم، لذلك فإن بيوت السمسرة تقوم في نهاية كل يوم بحساب نسبة الهامش الفعلي على أساس سعر الإقفال، لمقارنته بالهامش المطلوب؛ وفي ضوء تلك المقارنات تتحد الحالات الأربعة التالية<sup>2</sup>:

3-1 ارتفاع نسبة الهامش الفعلي عن الهامش المبدئي: ويحدث عندما ترتفع القيمة السوقية للأسهم المرهونة عن السعر الذي اشترت به، وفي هذه الحالة بإمكان العميل القيام بمايلي:

- سحب جزء من القيمة التي سبق أن دفعها من أمواله الخاصة، على أن لا تقل نسبة الهامش الفعلي عن الهامش المبدئي.
- شراء أسهم جديدة تمول بقرض جديد يحصل عليه العميل من السمسار.

<sup>1</sup> المرجع نفسه.

<sup>2</sup> عبد الكريم قندوز، مرجع سبق ذكره، ص ص: 55، 56.

\* يعتمد البنك المركزي إلى رفع نسبة الهامش إذا لاحظ ارتفاع مستويات الأسعار بصورة غير طبيعية بسبب ارتفاع حدة المضاربة، ويؤدي هذا الرفع لنسبة الهامش إلى انخفاض الطلب على الأسهم، كما يعتمد إلى خفض نسبة الهامش إذا ضعف نشاط البورصة وقل الإقبال على الشراء حتى يتمكن المستثمرين من الحصول على القروض وبالتالي زيادة الإقبال على السوق مرة أخرى.

2-3 وقوع الهامش الفعلي بين الهامش المبدئي و هامش الوقاية: ويحدث عندما تنخفض القيمة السوقية للأسهم المرهونة، لكن بمقدار لا يقل معه الهامش الفعلي عن هامش الوقاية، وبحيث لا يحق للسمسار مطالبة العميل بزيادة مساهمته وذلك بدفه أموال إضافية، كما لا يكون من حق العميل شراء أسهم جديدة إلا عن طريق النقد، لهذا يصنف حساب العميل من ضمن الحسابات المقيدة.

3-3 انخفاض الهامش الفعلي عن هامش الوقاية: يحدث عندما تنخفض القيمة السوقية للأسهم المرهونة انخفاضاً كبيراً ، وفي هذه الحالة فإن العميل يتولى ما يلي:

- إما دفع مبلغ إضافي يودع في حسابه لدى السمسار، أو يستخدم لتسديد جزء من القرض.
- بيع جزء من الأسهم واستخدام ثمنها في سداد جزء من القرض، والذي يترتب عليه انخفاض مبلغ القرض ومن ثم ارتفاع نسبة الهامش الفعلي إلى مستوى هامش الوقاية.

3-4 أن تثبت قيمتها: وفي هذه الحالة لا ضرر على الطرفين والمستفيد هنا هو السمسار، ذلك أن الأسهم محل الصفقة مرهونة لديه، وكل ما تحصل عليه هذه الأسهم من أرباح فهي له.

يتم حساب قيمة الهامش المبدئي المطلوب إيداعه لدى أمين الحفظ أو شركة السمسرة من طرف المشتري كما يلي:

$$\text{الهامش المطلوب} = \text{عدد الأسهم} \times \text{السعر الجاري} \times \text{نسبة الهامش}$$

4- مخاطر الشراء بالهامش: يرتبط الشراء بالهامش بالعديد من المخاطر نذكر منها:<sup>1</sup>

- ✓ احتمال مضاعفة الخسارة نتيجة انخفاض أسعار الأوراق المالية
- ✓ البيع الاضطراري للأوراق المالية: عند زيادة نسبة مديونية المستثمر للشركة عن نسبة معينة من القيمة السوقية للأوراق المالية المشتراة بالهامش، وجب عليه أن يقوم بالسداد النقدي أو تقديم ضمانات إضافية، فإذا لم يقوم المستثمر بالسداد أو تقديم الضمانات اللازمة، فإنه يحق للشركة بيع أوراقه المالية في ظروف غير ملائمة وبأسعار سوقية منخفضة يترتب عليها خسارة للمستثمر، وضياع مكاسب كان من الممكن تحقيقها إذا ما تم البيع في وقت لاحق وفي ظروف أحسن.

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص: 62.

✓ **عدم وجود فترة سماح للتأخير (لا يسمح بأجل إضافي):** إذا أخطرت الشركة المستثمر بضرورة تقديم ضمانات إضافية أو السداد النقدي لخفض نسبة مديونيته، فسيكون أمامه فترة قصيرة جدا ولا يكون له الحق في طلب أية مهلة إضافية أو أن يمنع الشركة من بيع الأوراق المالية بعد انتهاء المدة المحددة، حتى وإن كان يتوقع زيادة أسعار هذه الأوراق المالية خلال فترة قصيرة.

✓ **عدم اختيار الأوراق المالية التي يتم بيعها:** فإذا اشترى المستثمر بالهامش أكثر من ورقة مالية واحدة أو قدم للشركة أكثر من ورقة مالية كضمان، ولم يتم بسداد أو تقديم الضمانات الإضافية المطلوبة عند إخطاره بذلك، فستقوم الشركة ببيع بعض من أوراقه المالية لاستيفاء المبالغ المطلوبة منه، وعند البيع تختار الشركة أيا من هذه الأوراق المالية دون أن يكون له حق الاعتراض على ما يتم اختياره للبيع، أو أن يطلب الإبقاء على أوراق معينة وبيع أخرى حتى وإن كان يرى مصلحة في ذلك.

وتعتبر عملية الشراء بالهامش سلاح ذو حدين، حيث يرتفع الربح إذا ارتفع سعر السهم، ولكن إذا انخفض سعره فإن الخسارة تتضاعف، وعليه لا ينصح بإتباع هذا الأسلوب في التعامل إلا في أضيق الحدود وفي الحالات المؤكدة بأن أسعار الأسهم التي تشتري بالهامش هي أقل من قيمتها الفعلية<sup>1</sup>.

**1-3-2 العمليات الآجلة:** ويتم بموجبها إتمام صفقة دون تسلم أو استلام الأصل، على أن تتم باقي الإجراءات في أجل لاحق، يشترط على المتعامل في هذه السوق تقديم ضمان مالي حتى أجل تسوية الصفقة، وتحتل القسم الأكبر من عمليات البورصة<sup>2</sup>.

ظهرت هذه العمليات بهدف تجنب مخاطر تغير سعر الورقة المالية ولضمان حقوق الأطراف المتعاقدة، حيث تشترط أنظمة السوق على أطراف العقد تقديم ضمان مالي مقابل الصفقة، وإلى غاية حلول موعد التنفيذ تختلف نسبته حسب نوع العملية وشروط السوق.

تصنف العمليات الآجلة ضمن أعمال المضاربة، ذلك أن البائع يكون مضاربا بالهبوط والمشتري مضاربا بالصعود، عن طريق دفع الأسعار المستحقة دون أن يحدث التبادل الفعلي للأوراق المالية التي تم التعامل عليها<sup>3</sup>، كما يمكن لأطراف العقد القيام بالعملية على المكشوف، عندما يقدر أن السعر سيظهر ملائما في العاجل دون الآجل.

<sup>1</sup> محمد صالح جابر، مرجع سبق ذكره، ص: 314.

<sup>2</sup> المرجع نفسه.

<sup>3</sup> مختار حميدة، الخصوصية عن طريق الأسواق المالية، مكتبة حسن العصرية للنشر، بيروت، لبنان، ط1، ص ص: 93،94.

#### 1-4 الممارسات غير القانونية في سوق الأوراق المالية

لا تخلو سوق الأوراق المالية من محاولات بعض المضاربين القيام ببعض التصرفات التي من شأنها خلق ظروف مصطنعة تعمل على إيهام المستثمرين بوقائع مظلمة.

ويظهر التلاعب في البورصات الصغيرة حيث يتمكن عدد محدود من المتعاملين السيطرة على جزء كبير من الأسهم التي يتم تبادلها، كذلك فإن عدم وجود رقابة كاملة من قبل المسؤولين في السوق يعتبر مناخا جيدا لظهور هذه التصرفات غير القانونية، وتستخدم كلمة تلاعب أو تأمر لتفسير أي انخفاض أو ارتفاع في الأسعار، ومع أن تلك التذبذبات التي تشهدها البورصات قد ترجع لظروف أخرى، إلا أن عمليات التحكم والتلاعب ينتج عنها مثل هذه التقلبات في الأسعار إذا لم يتم السيطرة عليها.<sup>1</sup>

ومع تعدد الآراء حول تعريف التلاعب بسبب تعدد صورته وأشكاله، فإننا نقدم التعريفات التالية التي تحدد المفهوم المشترك للتلاعب وهي:<sup>2</sup>

عرف نظام هيئة السوق المالية السعودية التلاعب على أنه "القيام عمدا بعمل أو إجراء يولد انطبعا غير صحيح أو مضللا بشأن السوق، أو الأسعار، أو قيمة أي ورقة مالية، لحث الآخرين على البيع أو الشراء أو الاكتتاب في تلك الورقة أو الأحجام عن ذلك".

وعرف أيضا بأنه "المشاركة في أي تصرفات أو ممارسات تنطوي على تلاعب أو تظليل، فيما يتعلق بأمر أو صفقة على ورقة مالية، إذا كان ذلك الشخص يعلم طبيعة ذلك التصرف أو الممارسة، أو إذا توفرت أسس منطقية تتيح له أن يعلم ذلك".

وفي تعريف آخر هناك من يرى بأن التلاعب هو "سلوك متعمد يهدف لخداع المستثمرين من خلال التحكم أو التأثير في السوق على ورقة مالية".

ويطلق على الفئة المتسببة في التحكم بالأسعار بالمتآمرين، حيث تسعى هذه الفئة إلى التحكم في الأسعار وتوجيه السوق صعودا وهبوطا بوسائل مصطنعة، بهدف أن يصبح السعر السائد في الورقة المالية بالسوق أعلى أو أدنى من السعر العادل الناتج عن قوى العرض والطلب.

ومن أشهر حالات التلاعب هي تواطؤ مجموعة من المتداولين من بنوك استثمارية وصناع السوق وكبار مسؤولي الشركات على رفع أسعار الأسهم في سوق نيويورك فيما أصبح يعرف بتواطؤ الأسهم، والذي ترتب عليه سن قانون

<sup>1</sup> محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ط3، 2005، ص: 54.

<sup>2</sup> عبد الله بن محمد العمراني، التلاعب في الأسواق المالية، دراسة فقهية، مجلة الجمعية الفقهية السعودية، العدد 17، 2013، ص: 365، 366.

الأوراق المالية في عام 1933 ثم قانون الأسواق المالية وإنشاء هيئة السوق و الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية في عام 1934<sup>1</sup>.

ومن خلال التعريفات السابقة، يمكننا القول بأن التلاعب بصفة عامة هو محاولة التحكم والتأثير في العرض أو الطلب على الأسهم في السوق من خلال التأثير في الأسعار.

#### 1-4-1 أشكال الممارسات غير القانونية في سوق الأوراق المالية

هناك صورا متعددة للتلاعب في سوق الأوراق المالية، يمكن إبراز أشهرها على النحو التالي:

1-1-4-1 **التحكم في عروض الأسعار:** يعرف التحكم بالأسعار بأنه "نشاط يقوم به فرد أو مجموعة من الأفراد للسيطرة والتأثير على الأسعار بوسائل مصطنعة، لجعل السعر السائد في السوق أعلى أو أقل من السعر الطبيعي له"<sup>2</sup>، أي جعل السعر مغايرا لذلك السعر الذي كان في حالة غياب تلك المؤثرات المصطنعة، ويسعى المتحكم في الأسعار إلى تحقيق الربح وذلك على حساب المستثمرين الآخرين.

#### 1-1-4-1-1 أهداف التحكم: يسعى التحكم في سوق الأوراق المالية إلى ما يلي<sup>3</sup>:

✓ **رفع السعر:** أي إحداث اتجاه صعودي مصطنع في الأسعار ودفع جمهور المتعاملين إلى الشراء، ثم يقوم المتحكمين ببيع ما يمتلكونه من أسهم، وهو أكثر أنواع التلاعب انتشارا.

✓ **تثبيت السعر:** والغرض منها هو محاولة بيع السهم بسعر أفضل من السعر الذي كان من المتوقع أن يسود طبيعيا، لو لم يحدث التدخل من جانب المتلاعبين في السوق، ويحدث هذا التدخل عادة بواسطة الجهة صاحبة المصلحة في رفع أو مساندة السعر لترويج أسهم جديدة، مثل عمليات رفع رأس المال وطرح أسهم جديدة قد يجد من نجاحها انخفاض الأسعار.

✓ **خفض السعر:** وذلك بإحداث اتجاه نزولي ومصطنع في الأسعار ودفع وتشجيع الجمهور على البيع، ثم يقوم المتآمرون بالحصول على هذه الأوراق بالأسعار المنخفضة، ويعتبر أقل أنواع التصرفات غير القانونية شيوعا، ولا يتجه إليه إلا المضاربين على النزول الذين توسعوا وتورطوا في البيع الآجل توقعوا لانخفاض الأسعار، فإذا لم تصدق توقعاتهم فإنهم يقومون بهذه الأعمال لإجبار الأسعار على الانخفاض بوسائل مصطنعة.

<sup>1</sup> F. Allen & D. Gale, **Stock Price Manipulation** , The Review of Financial Studies5, 1992, p: 503.

<sup>2</sup> محمد صالح جابر، مرجع سبق ذكره، ص: 54

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص: 55.

1-4-1-2 الظروف الملائمة للتحكم: هناك ظروف معينة إن توفرت في السوق تعمل على مساعدة المتلاعبين والمتآمرين في عمليات التحكم وهي<sup>1</sup>:

✓ ارتفاع رئيسي في السوق: تشهد أسواق الأوراق المالية مواسم معينة ترتفع بها الأسعار، وتأخذ هذه الارتفاعات اتجاهات متزايدة، في هذه الحالة لا يمكن لأية فئة من المستثمرين مهما بلغت قوتها التأثير على هذه الاتجاهات بصورة عكسية، إلا فئة المتلاعبين والمتآمرين بإمكانها مسايرة الظروف وممارسة نشاطها.

✓ انخفاض رئيسي بالسوق: أيضا في حالة الاتجاه النزولي، فإن المتآمر يستفيد من حالة الخوف والذعر التي تسود بين المتعاملين والتي تدفع بالمتلاعبين إلى البيع، مما يؤدي إلى تحطيم السعر وذلك من مصلحة المتآمر الذي يحقق الربح نظرا لبيعه القصير السابق عندما كانت الأسعار مرتفعة.

✓ كثرة المعروض من الورقة المالية: حيث أن التلاعب بأسعار أسهم الشركات التي تصدر عددا كبيرا من الأسهم الموزعة على نطاق واسع، يكون أكثر من التلاعب بأسعار أسهم الشركات التي تصدر عددا محدودا من الأسهم الموزعة على نطاق ضيق، لهذا فإن اغلب البورصات ترفض تسجيل الشركات ذات رأس المال الصغير تجنبا لهذه التلاعبات.

✓ سهولة الحصول على الائتمان: لكي يتمكن أي متلاعب من النجاح في عملياته دون أن يكون لديه رصيد كبير من الأموال السائلة، ولهذا فإن الحصول على الائتمان هو وسيلة تشجع تلك الممارسات غير القانونية.

1-4-1-2 البيع الصوري: ومن أشكال البيوع الصورية أو الظاهرية ما يلي<sup>2</sup>:

✓ أن يقوم المضارب بالبيع على نفسه بكميات كبيرة، من خلال تعدد المحافظ التي باسمه، أو بأسماء أصدقائه، أو أفراد أسرته، أو بأسماء مجموعات متفق فيما بينها، ثم تقوم هي نفسها بالبيع على البائع الأول، وإعادة هذا السهم بسعر أكبر إذا أريد للسهم الصعود أو أقل إذا أريد له الهبوط، والهدف من ذلك إيهام المتداولين في السوق بأن هناك تغيرات في سعر السهم، وتسمى هذه العملية من المضاربات بعملية التدوير.

✓ أن ينتهز المضارب المتلاعب فرصة الارتفاع في القيمة السوقية لأسهم يمتلكها، فيقوم بالاتفاق مع أشخاص آخرين ببيعها عليهم بسعر أعلى من السعر الجاري في السوق، ثم يقوم هؤلاء الأشخاص في نفس اليوم بإعادة بيعها له بسعر أعلى مما يؤدي إلى زيادة ارتفاع سعرها السوقي، ثم يقوم المضارب ببيع ما يملكه بالسعر المرتفع، مما يؤدي إلى تدهور

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص: 56.

<sup>2</sup> عبد الله بن محمد العمراني، مرجع سبق ذكره، ص: 375، 376.

سعر السهم، ويطلق على هذه الطريقة طريقة التصريف عندما يريد المضارب بيع هذه الأسهم، وطريقة التجميع لمن أراد أن يشتريها.

✓ بمعنى التصريف هو بيع الأسهم المملوكة والتجميع هو شراء تلك الأسهم، بحيث يقوم المضارب بالشراء من نفسه، ورفع قيمة السهم السوقية من خلال تعدد المحافظ التي يديرها لجذب الانتباه ولزيادة قيمة السهم، فيقوم المتداولون بالشراء كي يحصلوا بعض الأرباح، فيقوم بالبيع والتصريف عليه، ولزيادة التعرير قد يلامس السهم النسبة القصوى لليوم أكثر من مرة، ثم يتدهور السهم بالنزول، ثم يقوم بزيادة الشراء على نفسه حتى يرتفع، ثم يقوم بالتصريف وهكذا حتى نفاذ الكمية التي لديه.

✓ الاتفاق بين المضاربين من خلال التوصيات على شراء سهم من الأسهم المدرجة بغرض رفع قيمته إلى حد معين، ثم يبعه بكميات كبيرة من خلال هذه المجموعات، والهدف من هذا البيع إيهاام المتعاملين أن هناك تغيرات سعرية حدثت للسهم، وهذه السلسلة من البيوع من شأنها أن تؤدي إلى انخفاض بقيمتها السوقية بشكل يوحي بتدهور حالة الشركة المصدرة لها، وهنا يصاب بعض المتداولين بالخوف، مما يدفعهم إلى التخلص مما يمتلكونه من هذه الأسهم الذي يترتب عليه عروض كبيرة بدون طلب مواز فينخفض السعر، وعندها يتدخل المتلاعب فيشتري الأسهم.

3-1-4-1 العروض الوهمية: تتم هذه الطريقة قبل افتتاح السوق المالية للتداول، حيث تتم من طرف المضارب

المحترف بالشكل التالي<sup>1</sup>:

✓ يقوم المضارب المتلاعب والذي يملك أسهما كثيرة في نوع معين من الأسهم بتقديم عروض بيع وبصفقات مختلفة، ليوهم المضارب غير المحترف بأن هذه العروض من متعاملين كثر، وهدف هذه الطريقة هو إيهاام المتعاملين بأن السهم عليه تصريف أو يحمل أخبار سيئة، فيقوم ملاك السهم بتقديم عروضهم للبيع بأقل من سعر المضارب المتلاعب، حتى يغتنموا فرصة البيع أولاً، وعندما يقترب موعد افتتاح السوق وبدقائق معدودة، يقوم بإلغاء أوامر العرض وسحب عروض ملاك الأسهم الذي تم إيهاامهم من خلال شرائها منهم، فيبدأ سعر السهم بالصعود تدريجياً، فيقوم المتداولون بشرائها مرة ثانية، حيث يغتنم المضارب المتلاعب فرصة بيعها عليهم بفارق سعري عالي وجديد.

✓ ومن ناحية أخرى وإذا علم المضارب بأن طلب الشركة المساهمة بزيادة رأس المال قد رفض من قبل هيئة السوق، فإنه وقبل إعلان الخبر في السوق، يقوم المضارب بعرض طلبات شراء السهم بأسعار متفاوتة وبصفقات مختلفة لإيهاام المتداولين بأن السهم يحمل أخباراً جيدة، فيسارع المستثمرون بعرض طلباتهم بسعر أعلى، فإذا لم يبق على افتتاح السوق

<sup>1</sup> عبد الله بن محمد العمراني، مرجع سبق ذكره، ص: 376.

إلا دقائق قام بإلغاء جميع طلباته، وعند افتتاح السوق يرتفع السعر السوقي السهم، فيغتنم حينها المضارب هذه الفرصة ليعرض جميع أسهمه للبيع، ثم يقوم بالتصريف حتى نفاذ الكمية التي بحوزته.

**4-1-4-1 اتفاقيات التلاعب:** تتم بواسطة شخصين أو أكثر، تستهدف إحداث تغييرات مفتعلة في أسعار الأوراق المالية بغرض تحقيق الربح، وقد تشمل العضوية في مثل هذه الاتفاقيات على سمسرة وعاملين في بعض المنشآت التي لها أوراق مالية متداولة، كما قد يساهم بعض هؤلاء الأعضاء بالعمل بينما يساهم البعض الآخر برأس المال، كما قد يعين مدير يتولى تنفيذ الاتفاقية،<sup>1</sup>

**5-1-4-1 الشراء بغرض الاحتكار:** ويقصد به قيام المضارب بالعمل على شراء معظم أو كل العمليات المعروضة من ورقة مالية ما بغرض تحقيق نوع من الاحتكار، يمكنه فيما بعد من بيع الورقة المالية للراغبين في شرائها بالسعر الذي يراه مناسباً، وفي بعض الحالات ينحصر الاحتكار في شراء الأسهم التي لها سوق رائجة للبيع على المكشوف، وذلك حتى يحتكر تداولها فترتفع قيمتها السوقية ويتحقق الربح.

ففي ظل البيع على المكشوف يلتزم المضارب برد الأسهم محل البيع في أي وقت يقرره مقرض الأسهم، وفي ظل الاحتكار وارتفاع قيمتها قد يطلب المقرض أسهمه لبيعها، وهنا يضطر المضارب إلى دخول السوق مشترياً وما عليه إلا قبول السعر الذي يحدده المحتكر.<sup>2</sup>

وللحد من هذه الممارسات والتلاعب، نصت التشريعات والقوانين المنظمة لعمل البورصات اعتباراً لمحاولات التأثير والتحكم في الأسعار ضمن التصرفات غير القانونية التي يعاقب عليها القانون.

**6-1-4-1 استغلال ثقة العملاء:** ويقصد بها الممارسات غير الأخلاقية من قبل السمسار اتجاه أحد عملائه، وذلك بإبرامه صفقات نيابة عنه، أو تشجيعه على إبرام صفقات على أساس معلومات مظلمة، مقابل حصوله على عمولة سمسرة، سواء كانت تلك الصفقات مربحة أو غير مربحة، وتزداد أرباح السمسار كلما زاد عدد الصفقات المنفذة، يسهل على السمسار ممارسة هذا النوع من الاحتيال عندما تكون أوامر العميل من النوع الذي يعطي للسمسار سلطة إبرام ما يراه مناسباً من الصفقات (أوامر بمقتضى الأحوال).

<sup>1</sup> حسام الدين محمد، الأفعال القذرة داخل البورصة، متاح على الموقع الإلكتروني:

[http://www.omislam.net/arabic/mama//live-cinscling/92874-2005-05-15%2000\\*00-00-html](http://www.omislam.net/arabic/mama//live-cinscling/92874-2005-05-15%2000*00-00-html)

<sup>2</sup> علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، إدارة البورصات المالية، دار الإعصار العلمي للنشر، عمان، الأردن، ط1، 2012، ص: 123.

فالتلاعب إذن ينشأ في مجمله عن المضاربة غير المشروعة وإن كان هناك اختلاف بينهما، فالتلاعب هو مضاربة باتخاذ طرق غير مشروعة قانونياً، أما المضاربة فقد تكون مصحوبة بممارسات غير مشروعة، وقد لا تكون مصحوبة بذلك، فالمضارب قد يكون متلاعباً وقد يكون تاجراً، وعليه كل متلاعب مضارب وليس كل مضارب متلاعب.

### 1-5 تقسيم سوق الأوراق المالية وفقاً لمعيار درجة التقدم

أدى توسع النشاط الاقتصادي وزيادة الانفتاح على العالم الخارجي إلى اتساع القاعدة الاستثمارية لسوق الأوراق المالية، وذلك بتداخل الوظائف وتعدد الأدوات في السوق ذاته، فوجدت الأدوات الأجنبية للتداول في السوق المحلية، ومستثمرين محليين يتعاملون في أسواق أجنبية، مما أدى إلى ظهور ما يعرف بأسواق الأوراق المالية العالمية أو البورصات الدولية.

يتم تصنيف الأسواق دولياً في ثلاث فئات مختلفة، اعتمد في تصنيفها على مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية وهي:

**1-5-1 أسواق الأوراق المالية المتقدمة:** وهي التي ارتبط وجودها بالدول التي شهدت اقتصادياتها تطوراً كبيراً، تتميز بكفاءتها العالية، ومن بين الأسواق الأكثر تقدماً نجد: أسواق الأوراق المالية الأمريكية (بورصة نيويورك (NYSE)، بورصة (Nasdaq) أو الرابطة الوطنية لتجار الأوراق المالية المؤتمنة، البورصة الأمريكية (AMEX)، بورصة كندا للأوراق المالية، أسواق الأوراق المالية الأوروبية (السوق الأوروبية للأوراق المالية) (Euronext)، بورصة لندن، بورصة ألمانيا للأوراق المالية، البورصات الفرنسية، بورصة طوكيو).

### 1-5-2 أسواق الأوراق المالية الناشئة (الصاعدة) Emerging Stock Markets

حظيت الأسواق الناشئة بأهمية كبيرة، تعود نشأتها إلى بنوك الاستثمار الأمريكية منذ عام 1981، والتي كانت تبحث عن مناطق ذات نمو قوي، من أجل الاستفادة من العوائد المرتفعة في الأسواق المالية التي ينتظر أن تنمو وتتطور، ويطلق على اقتصاد ناشئ إذا كان نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي أقل مما هو عليه في البلدان المتقدمة، وأكبر مما هو عليه في البلدان النامية، مع نمو اقتصادي سريع وانفتاح مالي على العالم الخارجي، ومستوى معيشي وهياكل اقتصادية تتقارب مع الدول المتقدمة.

ورغم أنه لم يتم تقديم تعريف موحد لهذه الأسواق ولم يتم تحديد عددها، فإنه تم استخدام مصطلح أسواق الأوراق المالية الناشئة للإشارة إلى الأسواق التي تكون في مرحلة انتقالية، ويكون حجمها ونشاطها أو مستوى تطورها في نمو متزايد<sup>1</sup>.

ففي تعريف لمؤسسة التمويل IFC التابعة للبنك الدولي فإن الأسواق الناشئة هي "الأسواق التي تسعى لتغيير أوضاعها الاقتصادية نحو الأفضل، لرفع مستوى أدائها ليصل إلى مستوى الأسواق المتقدمة" كما تعرفها المؤسسة ذاتها بأنها "البلدان خارج منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OCDE، أو أيضا خارج مؤشر Morgan Stanley أو خارج مؤشر Financial Times".

وفي تعريف آخر لمؤسسة التمويل الدولية، فإن لفظ ناشئة تعني "أنه يوجد شيء من التغيير بصدد الحدوث، وأن السوق المعني ينمو من حيث الحجم وجودة الأدوات، مقارنة بسوق آخر أقل من حيث الحجم والنشاط ولا يوحى ببوار أي تغيير، ومن جهة أخرى يمكن أن يعني لفظ سوق ناشئ سوق أوراق مالية في أي اقتصاد نامي بصرف النظر عن درجة نمو السوق ذاته<sup>2</sup>.

ويستخدم خبراء مؤسسة التمويل الدولية هذا المفهوم للربط بين تصنيف سوق المال وتصنيف الاقتصاد ذاته، وبذلك يمكن أن يطلق على سوق الأوراق المالية في أي دولة لفظ ناشئ إذا انطبق عليه أحد المعيارين التاليين<sup>3</sup>:

➤ إذا تواجد هذا السوق في اقتصاد نامي؛

➤ إذا كان السوق بصدد النمو.

أما بالنسبة لتعريف مؤسسة Standard & s'Poor (S&P) فإن السوق الناشئة مصطلح ينطوي على سوق الأسهم في مرحلة انتقالية والذي يعرف بزيادة في الحجم وكذا درجة التعقيد، ونتيجة لذلك تصنف الأسواق على أنها ناشئة إذا توفر فيها أحد الشرطين التاليين<sup>4</sup>:

❖ أن تنتمي لاقتصاد ذي دخل متوسط أو منخفض حسب تعريف البنك الدولي؛

❖ أن يكون رأس المال القابل للاستثمار منخفض مقارنة بالنتائج المحلي الخام.

<sup>1</sup> سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة، حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، الجزائر، 2004، ص: 44.

<sup>2</sup> هالة حلمي السعيد، الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعي، العدد 58، الكويت، 1999، ص: 23.

<sup>3</sup> International Finance Corporation (IFC):Central Capital Markets Department : Quarterly Review of Emerging Stock Markets, 2 Quarter, 1993.

<sup>4</sup> S & P –E merging Markets Index-Index methodology MC graw hill financial , www.mhfi.com

لقد كان تعريف مؤسسة Standard & s'Poor (S&P) للأسواق الناشئة يعتمد إلى غاية 1995 على تصنيف البنك الدولي للاقتصاديات متوسطة وضعيفة الدخل، حيث تعتبر الاقتصاديات ناشئة إذا كان الناتج المحلي الخام للفرد لا يتجاوز العتبة التي يحددها البنك الدولي، إلا أن هذه الطريقة أصبحت غير ناجعة، فالاعتماد على الدولار في حساب الناتج الخام للفرد يتأثر بالتقلبات الحادة لمعدل سعر الصرف، ولتجاوز هذا الضعف لجأ Standard & s'Poor (S&P) إلى طريقة أخرى تتمثل في مقارنة الناتج المحلي الخام للفرد خلال السنوات الثلاثة الماضية بالعينة التي يحددها البنك الدولي، حيث يكفي أن يتوفر الناتج المحلي الخام للفرد خلال إحدى السنوات الثلاث الأخيرة<sup>1</sup>.

والميزة الثانية للأسواق الناشئة تتمثل في الضعف النسبي لرأس المال القابل للاستثمار نسبة للناتج المحلي الإجمالي، ويعرف رأسمال السوق القابل للاستثمار برأس مال السوق بعد خصم رأس المال الذي لا يسمح للأجانب بالاستثمار فيه.

ما يلاحظ على هذا المعيار أنه يركز على مدى انفتاح السوق الاستثمارية الأجنبية، فالأسواق التي تضع حدا للاستثمارات مثل القيود على الاستثمار الأجنبي، مراقبة رأس المال، تدخل الحكومة في الشركات المدرجة في السوق، التشريعات المقيدة لنشاط الاستثمار الأجنبي تعتبر أسواق ناشئة<sup>2</sup>.

وبالرغم من تشابه الصفات العامة التي تميز الأسواق الناشئة في معظمها، إلا أنه توجد اختلافات عديدة تميزها، كعدد الشركات الجديدة، القيمة السوقية للأسهم، حجم الأموال المتداولة التي تعكس بدورها طبيعة كل دولة من الناحية الاقتصادية والمالية، كحجم القطاع الخاص، ومدى اشتراك المستثمرين الأجانب، ومصادر التمويل وفاعلية الجهات الرقابية وترتيبات المقاصة والتسوية<sup>3</sup>.

وانطلاقاً مما سبق يمكننا تعريف الأسواق الناشئة بأنها تلك الأسواق التي توجد خارج الدول الأكثر تقدماً، وتنتمي إلى دول نامية في مرحلة التحول نحو اقتصاد السوق، وأهم ما تتميز به الأسواق الناشئة هو ارتفاع القيمة السوقية للأسهم.

**1-5-3 أسواق الأوراق المالية شبه الناشئة:** عرفت الأسواق المالية شبه الناشئة حسب تصنيف البنك الدولي، بأنها الأسواق التي لا تنتمي لفئة الدخل المرتفع، وتعاني من نقص واضح في العمق المالي (التطور المالي)، ولها قيمة سوقية

<sup>1</sup> محمد بيزيرية، دراسة تحليلية لدور الأسواق المالية في الاقتصاديات الناشئة في تحفيز النمو الصناعي، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، 2013، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2013-2014، ص: 62.

<sup>2</sup> بوكساني رشيد، موقفات الأسواق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006، ص: 161.

<sup>3</sup> وليد أحمد صابي، الأسواق المالية العربية الواقع والأفاق، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، الجزائر 3، الجزائر، 2003، ص: 91.

منخفضة مقارنة بالناتج المحلي الإجمالي، وفي ظل وجود ضوابط تمييزية بشأن الاستثمار الأجنبي، وانعدام الشفافية وقلة التنظيم.

وقد ظهر مفهوم السوق شبه الناشئة بعد تبنيتها من طرف شركات المؤشرات الكبرى، وأول مؤسسة تبنّت الأسواق شبه الناشئة هي مؤسسة Standard & s'Poor (S&P) سنة 2007، بعدها تبنى مؤشر Morgan Stanley فكرة الأسواق شبه الناشئة.

**1-5-4 مؤشرات تصنيف الأسواق الناشئة وشبه الناشئة:** يتم تصنيف الأسواق الناشئة وشبه الناشئة وفق مؤشر S&P (Dow Jones و Morgan Stanley (MSCI) و مؤشر FTSE للأسهم العالمية كما يلي:

**1-5-4-1 المؤشر المشترك التراكمي للأسهم العالمية (S&P Dow Jones):** وهو مؤشر تصدره شركة S&P (Dow Jones)، تم إطلاقه في عام 2012 وهو مؤشر مشترك بين McGraw Hill ومجموعة CME و News Corp يعتمد على مجموعة من المعايير الكمية والفنية لترقية الأسواق شبه الناشئة إلى أسواق ناشئة؛ تشمل المعايير الكمية للتصنيف مايلي<sup>1</sup>:

➤ **معايير التصنيف الأولية (الأسواق شبه الناشئة):** في هذا المستوى يجب على الأسواق تلبية اثنين من ثلاثة

على الأقل من المعايير، ليتم أخذها بعين الاعتبار ضمن تصنيفات مؤشر S&P للأسواق شبه الناشئة وهي:

✓ **مجمّل القيمة السوقية المحلية:** أكثر من 2.5 مليار دولار؛

✓ **قيمة الأسهم المتداولة السنوية:** أكثر من 1 مليار دولار؛

✓ **معدل نمو السوق أكبر من 5%** وهي نسبة تتراوح بين مجمل القيمة السوقية للتبادل المحلي وبين الناتج المحلي

الإجمالي الاسمي.

➤ **معايير التصنيف الإضافية (الأسواق الناشئة):** يتطلب تصنيف الأسواق شبه الناشئة أن تمتلك السوق على

الأقل ثلاثة من خمسة من المعايير التالية وهي:

✓ **فترة التسوية T+3 أو أفضل، وتشير إلى سرعة تسوية الصفقات؛**

✓ **الأخذ بعين الاعتبار تقييم أهم وكالات التصنيف للديون السيادية، حيث لا تقل عن التصنيفات BB+**

الصادرة عن وكالتي (S&P) و Fitch أو على الأقل تصنيف Baa الصادر عن وكالة Moody's؛

<sup>1</sup>بوداح عبد الجليل، خيارى إيمان، الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة بين عملية تصنيف المؤشر وتوجهات المستثمرين، مجلة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية ع3، ص، 411-450، مقال متاح على الموقع الإلكتروني :

- ✓ عدم حدوث التضخم الذي يتجاوز فيه التغير السنوي لمؤشر الأسعار نسبة 25%؛
- ✓ عدم وجود قيود كبيرة على الملكية الأجنبية بالإضافة إلى التداول الحر للعملة المحلية؛
- ✓ بالإضافة إلى تجاوز قيمتها السوقية 15 مليار دولار.

1-4-5-2 مؤشراً Morgan Stanley Capital International (MSCI) :أما عن مؤشر (MSCI) فهو يركز

على مجموعة من المعايير بيانها كالتالي<sup>1</sup>:

جدول (1-2): معايير تصنيف أسواق الأوراق المالية وفق مؤشر (MSCI)

الأسواق المتطورة	الأسواق الناشئة	الأسواق شبه الناشئة	
<b>متطلبات التنمية الاقتصادية</b>			
أن يزيد معدل الدخل الفردي في الدولة عن الحد الأدنى الذي يحدده البنك الدولي بما لا يقل عن 25% ولثلاث سنوات متتالية	لا توجد متطلبات	لا توجد متطلبات	
<b>متطلبات تتعلق بالحجم والسيولة</b>			
2538	1269	635	حجم الشركة (القيمة السوقية (مليون دولار)
5	3	2	عدد الشركات
1269	635	47	القيمة السوقية للأسهم المتداولة (مليون دولار)
20%	15%	2.5	سيولة السهم (معدل دوران السهم)
<b>متطلبات تتعلق ببنية السوق وسهولة الدخول إليه</b>			
مرتفع جدا	متاح بنسبة معتبرة	متاح ولو بنسبة ضعيفة	السماح للأجانب بالتملك
مرتفع جدا	متاح بنسبة معتبرة	متاح ولو بنسبة ضعيفة	حرية التدفقات الرأسمالية
مرتفعة جدا	جيدة	متوسطة	كفاءة نظام التشغيل في السوق
مرتفع جدا	متوسط	متوسط	استقرار الإطار المؤسسي

Source :MSCI Index Research, MSCI Market Classification Framework, 2016, p:54, disponible sur le web <https://www.msci.com/indexes>.

<sup>1</sup>MSCI Index Research, **MSCI Market Classification Framework**, 2016, p:54 disponible sur le web <https://www.msci.com/indexes>.

يتضح من الجدول أعلاه أن شروط تصنيف الأسواق إلى فئة الأسواق الناشئة وشبه الناشئة ميسرة نسبيا، حيث لا ينظر إلى متطلبات التنمية الاقتصادية عند تصنيف الأسواق الناشئة وشبه الناشئة، بينما تزداد درجة التشدد كلما استهدفت المراجعة ترقية السوق المعنية إلى مصاف الأسواق المتقدمة، وفيما يتعلق بمعايير الحجم والسيولة فيشترط لذلك وجود شركتين على الأقل بقيمة رأسمالية (حجم السوق) 635 مليون دولار، وأن لا يقل معدل دوران الأسهم عن 2.5%، وعن 47 مليون دولار بالنسبة لقيمة الأسهم القابلة للتداول، أما عند المراجعة بهدف الترقية إلى فئة الأسواق الناشئة، فإن الحد المطلوب لعدد الشركات يرتفع إلى ثلاثة مقابل قيمة سوقية تقدر بـ 1269 مليون دولار وهو تقريبا ضعف القيمة المطلوبة للأسواق شبه الناشئة، كما ترتفع القيمة السوقية للأسهم المتداولة إلى 635 مليون دولار، والتي يقابلها معدل سيولة يقدر بـ 15%.

كما نلاحظ أن التشدد ينطبق على المعايير المتعلقة ببنية وكفاءة وسهولة الدخول إلى السوق، ففي حين يكفي لقبول السوق ضمن فئة الأسواق شبه الناشئة بإتاحة المجال للملكية الأجنبي ولو بنسبة ضعيفة، وبضمان حد أدنى من حرية التدفقات الرأسمالية، وبمستوى متوسط من الكفاءة والاستقرار في أنظمة التداول والبنية المؤسسية، فإنه يشترط للترقية إلى فئة الأسواق الناشئة أن تكون النسبة المتاحة أمام الأجانب للتملك و أن تكون حرية التدفقات الرأسمالية بنسب معتبرة، إلى جانب توفر مستوى جيد من الكفاءة في نظام التشغيل.

1-4-3 سلسلة مؤشرات FTSE للأسهم العالمية : يمنح مؤشر FTSE أربعة تصنيفات لأسواق الأوراق المالية وهي:<sup>1</sup>

✓ **الأسواق الصاعدة :** وهي التي لا تزال بيئتها الاستثمارية بحاجة للتطوير ، كما أن الشركات المدرجة ضمن هذا التصنيف لا تدخل في احتساب المؤشر بل تحظى بالتقييم كإشارة إلى الدول التي تصبح في وقت لاحق أسواق ناشئة ثانوية

✓ **الأسواق الناشئة الثانوية :** وهي التي تتمتع بالتنافسية بين شركات الوساطة وتسمح بتسوية المعاملات كما تتمتع برقابة جيدة ، ويشترط في ترقية أي سوق إلى هذا التصنيف أن تتوفر شركاتها على قيمة سوقية لا تقل عن 100 مليون دولار ، وأن تكون لها سيولة متوسطة وتسمح بتداول الأجانب لما لا يقل عن 15% من أسهمها؛

<sup>1</sup> زهير غراية ، دور الهندسة المالية في تقييم اسعار المنتجات المالية لتحقيق كفاءة الأسواق المالية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2015-2016، ص ص : 182، 183.

✓ **الأسواق الناشئة المتقدمة** : وهذا يتطلب تواجد ما يعرف ب Omnibus Account وهو حساب يضم استثمارات عدد من العملاء يقوم الوسيط بتداولها نيابة عنهم، بهذه الطريقة لا يحمل الحساب اسم العميل حيث يكون المستثمر هو صاحب الأسهم ضمن هذا الحساب.

✓ **الأسواق المتقدمة**: وهي التي تسمح ببيئتها الاستثمارية بعمليات البيع على المكشوف وتداول المشتقات المالية. مع الإشارة إلى أنه يتم إعادة النظر في التصنيفات الممنوحة للأسواق والشركات المدرجة كل ثلاثة أشهر من طرف لجنة FTSE ، حيث يمكن أن يتغير التصنيف بناء على توصية اللجنة أو بناء على طلب الدولة ، حيث يتم العمل بالجهات الرقابية لإعادة النظر بتصنيفها.

1-5-5- أهمية الأسواق الناشئة وشبه الناشئة: اكتسبت الأسواق الناشئة وشبه الناشئة أهمية كبيرة نظرا لارتفاع العوائد فيها، نتيجة النمو الاقتصادي السريع مقارنة باقتصادات الأسواق المتقدمة، ففي الفترة الممتدة من (2007-2016) حققت بعض اقتصادات الأسواق الناشئة وشبه الناشئة أعلى معدل نمو، وأن أضعف معدل نمو قدم من طرفها كان أكبر من معدل النمو في اقتصادات الأسواق المتقدمة، كما هو موضح بالجدول التالي:

جدول (1-3): النمو الاقتصادي العالمي للفترة (2007-2016)

(التغير السنوي %)

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	
<b>الاقتصادات المتقدمة</b>										
1.6	2.6	2.4	1.7	2.2	1.6	2.5	0.3-	1.8	3.3	الولايات المتحدة
1.7	2.0	1.2	0.3-	0.9-	1.5	2.1	4.6-	0.5	3	منطقة اليورو
1.0	1.2	0.3	2.0	1.5	0.1-	4.2	5.5-	1.0-	2.2	اليابان
1.8	2.2	3.1	1.9	1.3	1.5	1.9	4.3-	0.3-	2.6	المملكة المتحدة
1.4	0.9	2.6	2.5	1.7	3.1	3.1	2.7-	1.2	2	كندا
<b>الاقتصادات الصاعدة والنامية</b>										
0.2-	2.8-	0.7	1.3	3.5	4.0	4.5	7.8-	5.2	8.5	روسيا
6.4	6.7	6.8	6.9	7.0	7.9	9.6	7.5	7.3	11.2	آسيا الصاعدة والنامية
3.0	4.7	3.9	4.9	2.4	6.5	4.6	3.0-	3.1	5.5	أوروبا الصاعدة والنامية
1.0-	0.1	1.2	2.9	3.0	4.7	6.1	1.3-	3.9	5.7	أمريكا اللاتينية

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على بيانات صندوق النقد الدولي، قاعدة بيانات آفاق الاقتصاد العالمي، أبريل 2017، ص: 198، متاح على

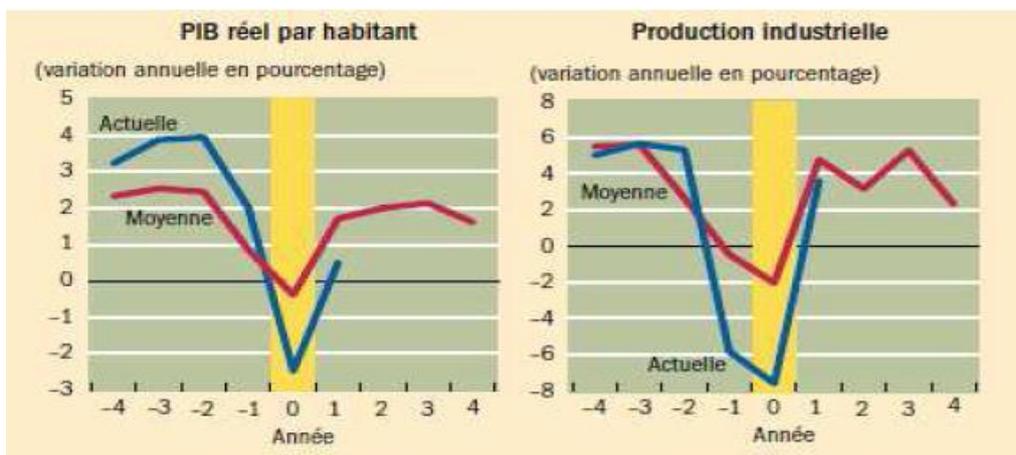
الموقع الإلكتروني : file:///C:/Users/DG/Downloads/texta%20(9).pdf

انطلاقا من معطيات الجدول أعلاه نلاحظ:

تراجع أداء النشاط الاقتصادي العالمي ممثلاً بالنتائج المحلي الإجمالي في الاقتصادات المتقدمة والنامية في عامي 2008 و2009 مقارنة بعام 2007، كما نلاحظ أن أقل معدل نمو اقتصادي محقق في اقتصادات الأسواق الناشئة، يفوق المعدل المحقق في اقتصادات الأسواق المتقدمة، مما جعلها مناطق جذب للاستثمار الأجنبي (المباشر وغير المباشر)، حيث وعلى إثر الأزمة المالية العالمية 2008، شهد الاقتصاد العالمي تباطؤاً كبيراً، دخلت على أثرها معظم اقتصادات الدول الرأسمالية في فترة انكماش اقتصادي، وبهذا شكلت الأزمة قيوداً على النمو في تلك الدول وعلى الاقتصاد العالمي برمته، بحكم الصلات والروابط المالية والاقتصادية التي تربط الدول الرأسمالية بدول العالم.

ويشير تقرير صندوق النقد الدولي إلى أن معدل النمو الحقيقي للاقتصاد العالمي تراجع إلى 3.2% في عام 2008، مقارنة بعام 2007، وتعتبر أزمة الرهن العقاري لعام 2008 الأكثر عمقاً وفقاً لمقاييس النمو الاقتصادي معبراً عنها بالنتائج المحلي الحقيقي والنتائج الصناعي، من متوسط حالات الكساد السابقة للأزمة، كما هو يوضح ذلك الشكل التالي:<sup>1</sup>

شكل (1-2): آثار أزمة الرهن العقاري لعام 2008 على الناتج المحلي الحقيقي والإنتاج الصناعي.



Source :Fonds Monétaire International, Financement & Développement, V 46, N 2, Juin 2009,

P :27.

فقد تراجعت معدلات النمو في الدول الرأسمالية المتقدمة اقتصادياً من 2.7% في عام 2007 إلى 0.9% في عام 2008، وانخفض معدل النمو في الولايات المتحدة الأمريكية إلى 1.8% عام 2008 بعد أن كان 3.3% عام 2007، كما تقلص معدل النمو في منطقة اليورو من 3% في عام 2007 إلى 0.5% في عام 2008 وذلك نتيجة خسائر استثمارات البنوك الأوروبية في الولايات المتحدة وخسائر أسواق الأوراق المالية الأوروبية، كذلك تأثر الاقتصاد الياباني مسجلاً بذلك تراجعاً في معدل النمو قدر بحوالي -1% في عام 2008، بعد أن كان موجباً في عام 2007 و بنسبة 2.2% ويرجع السبب في جزء كبير من هذا التراجع إلى تأثر الاقتصاد الياباني بالأزمة، لاعتماده الكبير على الأسواق العالمية في مجال التجارة

<sup>1</sup> Fonds Monétaire International, Financement & Développement, V 46, N 2, Juin 2009

والاستثمار، كما تواصلت التداعيات السلبية للأزمة بحلول عام 2009 في الولايات المتحدة الأمريكية وفي معظم دول العالم، وتوسعت آثار تداعياتها على الاقتصاد الحقيقي، إذ واصل انكماش وتراجع معدلات النمو في الدول الصناعية الكبرى مع تباطؤ نمو اقتصاديات الأسواق الناشئة وتعمق حالة الكساد في منطقة اليورو في عام 2009، حيث انخفض الناتج المحلي الإجمالي إلى 4.6%، كما تم إقرار المزيد من التخفيضات في سعر الفائدة، كما تواصل انخفاض معدل الطلب والاستهلاك بشكل كبير.

ومن جهة أخرى صاحب انخفاض معدلات النمو في الدول المتقدمة، انخفاض طلب تلك الدول على المواد الأولية والنفط، والذي أدى إلى تراجع حجم صادرات الدول النامية بشكل كبير، مما انعكس سلباً على الميزان التجاري في كل الدول النامية، كما أدى الركود الاقتصادي للدول الكبرى إلى انخفاض مستويات الاستهلاك، وانعكس ذلك على انخفاض أسعار النفط، حيث انخفضت أسعار البترول إلى ما يقارب 33 دولاراً للبرميل في نهاية عام 2008، كما كان للأزمة انعكاسات وآثار سلبية على الاستثمارات والتجارة العالمية.

وقد استمر تراجع أداء النشاط الاقتصادي العالمي ممثلاً بالناتج المحلي الإجمالي في الاقتصادات المتقدمة والنامية خلال الفترة (2011-2013) مقارنة بسنة 2010، ماعداً في الولايات المتحدة التي حققت أعلى معدل ضمن المجموعة المتقدمة، حيث بلغ معدل النمو 2.6% في سنة 2015 والذي لم يتحقق منذ 2010، وقد بلغ أدنى انخفاض في منطقة اليورو بمعدل -0.9% في سنة 2012.

أما بالنسبة إلى الاقتصادات النامية فإننا نلاحظ ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي المحقق بها مقارنة بالاقتصادات المتقدمة، وقد كان أدنى انخفاض بها أكبر من معدل النمو الاقتصادي في الاقتصادات المتقدمة، ماعداً أمريكا اللاتينية التي شهدت معدلات النمو الاقتصادي بها تراجعاً.

وبالنسبة إلى آسيا الصاعدة والنامية، فقد تراجع معدل النمو الاقتصادي بها خاصة الصين ليصل إلى 6.9% في عام 2015 مقارنة بعام 2010 المقدر بـ 10.6%، أما الهند فقد عرف النمو الاقتصادي بها تحسناً في الفترة (2013-2015) إلا أنه بقي أقل من المحقق في عام 2010؛

وفي تركيا أكبر اقتصاد في أوروبا الصاعدة فقد شهد معدل النمو الاقتصادي بها تراجعاً معتبراً، وصل إلى 2.1% سنة 2012، غير أنه تحسن وارتفع تدريجياً ليصل إلى 4% في عام 2015، أيضاً بالنسبة إلى روسيا فقد تراجع معدل النمو الاقتصادي بها، إلى أن وصل إلى أدنى معدل قدر بـ -3.7% في عام 2015.

ورغم التراجع في معدلات النمو الاقتصادي العالمي، تبقى النسب الأكبر محققة في الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية مقارنة بالاقتصادات المتقدمة.

وفيما يخص معدلات النمو الاقتصادي في عام 2015 فقد كان الانخفاض في معظمها، نتيجة للعديد من التحديات والضغوطات التي شهدها العالم في تلك السنة نوجزها فيما يلي<sup>1</sup>:

بالنسبة للولايات المتحدة فقد كان معدل النمو السنوي خلال 2015 الأعلى بين الدول المتقدمة والأفضل خلال السنوات السابقة، وقد ساهم قطاع الصناعة بدور ايجابي في تحقيق ذلك النمو، فوفقا لمؤشر الإنتاج الصناعي سجل نشاط التصنيع مع نهاية 2015 مستويات أفضل مما كان عليه في فترة ما قبل الأزمة ، كما كان لانخفاض أسعار النفط تأثيرا ايجابيا على المستهلك الأمريكي الذي استفاد من انخفاض أسعار الوقود، وهو ما يعني ضخ سيولة في الاقتصاد الأمريكي والذي ساهم في ارتفاع معدل النمو، كما تم رفع أسعار الفائدة على الدولار من طرف مجلس الاحتياطي الفدرالي.

وقد حقق الاقتصاد الألماني أكبر اقتصاد في منطقة اليورو معدل نمو بلغ 1.5% عام 2015 مقابل 1.6% عام 2014 ، ويرجع ذلك الانخفاض إلى تباطؤ الصادرات الألمانية نظرا لانخفاض نمو الصين والعقوبات الأوروبية على روسيا وهما من أكبر الدول استقبالا للصادرات الألمانية.

كما ارتفع معدل النمو في فرنسا إلى 1.1% في عام 2015 مقابل 0.2% في عام 2014، كما قامت وكالة Moody's للتصنيف الائتماني في عام 2015 ، بخفض تصنيف الدين السيادي في فرنسا درجة واحدة إلى AA-2 مبررة ذلك بضعف النمو الاقتصادي.

وفي بريطانيا فقد سجل اقتصادها نموا ب 2.2% في عام 2015، ورغم ذلك يبقى دون مستوى النمو المحقق قبل الأزمة ،حيث كان معدل النمو 2.9% في عام 2007 وأقل كذلك من معدل النمو في عام 2014 المقدر ب 3.1%، حيث انعكس تباطؤ الاقتصاد العالمي على أداء الاقتصاد البريطاني وعليه كان أداء قطاع المعاملات الخارجية ضعيفا، ومن جهة أخرى تراجع النشاط الاقتصادي خلال عام 2015 بأجواء عدم التأكد، والترقب المصاحب لانتظار المستثمرين و المستهلكين لنتائج استفتاء خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي.

وفيما يتعلق باليابان فإن الاقتصاد الياباني يعد أكبر ثالث اقتصاد في العالم، كما تعد اليابان من ضمن الدول التي تعتمد بشكل كبير على استيراد النفط والغاز، ونظرا لانخفاض الأسعار العالمية للطاقة فإن فاتورة استيراد الطاقة قد

<sup>1</sup> اعتمادا على المراجع التالية:

تقرير صندوق النقد الدولي، قاعدة بيانات آفاق الاقتصاد العالمي، أكتوبر 2016، متاح على الموقع الالكتروني:

<https://www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/weo/2016/02/pdf/texta.pdf>

تقرير صندوق النقد العربي 2016، متاح على الموقع الالكتروني: [www.amf.org.ae/ar/content/](http://www.amf.org.ae/ar/content/)

التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2016، متاح على الموقع الالكتروني: [www.amf.org.ae/ar/jointrep](http://www.amf.org.ae/ar/jointrep)

سجلت انخفاضا ملحوظا مما ساهم في انخفاض تكاليف التصنيع، وساعد المنتجات اليابانية على منافسة نظيراتها الصينية في الأسواق العالمية، كما ساعد انخفاض قيمة الين الياباني مقابل العملات الرئيسية في دعم الاستثمار، كل هذه العوامل وغيرها ساعدت على رفع معدل النمو إلى 0.5 % في عام 2015 مقابل معدل نمو صفري في عام 2014، ورغم ذلك يعاني اليابان من ارتفاع مستويات المديونية التي تقدر بـ 6.53 تريليون دولار، وهو ما يعادل 134% من الناتج المحلي الإجمالي.

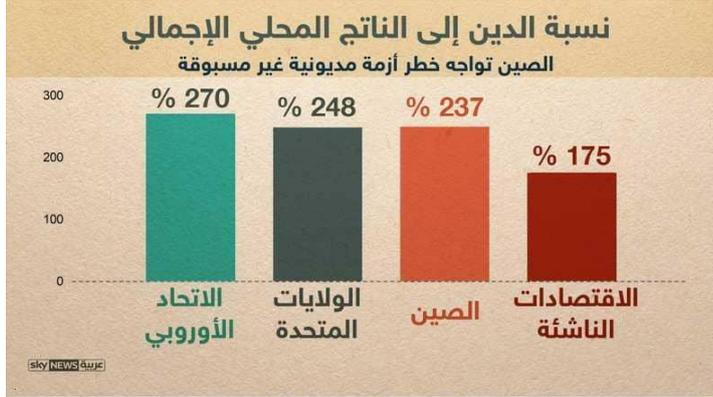
أما اقتصادات الأسواق الناشئة فقد شهدت معدلات نمو المجموعة انخفاضا سنويا اعتبارا من عام 2010، متأثرة بشكل كبير بالتطورات على صعيد التجارة الدولية، وتباطؤ الاقتصاد العالمي نتيجة الانخفاض في مستويات الطلب في الدول المتقدمة، مما أثر سلبا على مستويات الطلب الخارجي بالدول النامية، كما أن انخفاض أسعار السلع الاستهلاكية وعلى رأسها النفط أثر سلبا على بعض دول المجموعة التي تركز صادراتها في تلك السلع، كما أن انخفاض صافي التدفقات الرأسمالية الأجنبية إلى تلك الدول كان أيضا من أبرز العوامل التي ساهمت في تباطؤ النمو الاقتصادي في عام 2015. وبالرغم من تباطؤ النمو تبقى تلك الدول المحرك الرئيسي للاقتصاد العالمي، حيث تقود النمو العالمي بمعدلات نمو تزيد عن ضعف معدل نمو الدول المتقدمة.

كما يلاحظ في هذا الشأن تباين أداء اقتصادات الأسواق الناشئة، فرغم أن الدول النامية الآسيوية كانت أكثر المجموعات التي سجلت ارتفاعا في معدلات نموها في عام 2015 ليصل إلى 6.6 %، إلا أن هذا المعدل يعتبر هو الأدنى مقارنة مع السنوات الماضية، ويرجع ذلك إلى الانخفاض النسبي في معدل نمو الاقتصاد الصيني الذي حقق أدنى معدل نمو خلال السنوات الخمسة الأخيرة، حيث انخفض معدل النمو من 10.6% في عام 2010 إلى 6.9% في عام 2015، ويرجع جانبا من هذا الانخفاض إلى تأثير الاقتصاد الصيني بتباطؤ النمو العالمي خاصة أسواق التصدير الرئيسية في أوروبا، وهو ما يفسر قيام الحكومة الصينية بتخفيض أسعار الفائدة وخفض قيمة عملتها مرتين خلال عام 2015، لتحقيق معدل النمو المستهدف، ورغم أن نسبة نمو الاقتصاد الصيني تعتبر مرتفعة مقارنة مع نسب النمو المسجلة في باقي الاقتصاديات الرئيسية في العالم، إلا أنها أقل من نصف نسبة النمو المحققة في عام 2007 التي بلغت أكثر من 14%، كما تزايد معدل تدفق رؤوس الأموال إلى خارج الصين، حيث يعاني قطاعها المصرفي من زيادة مستويات الديون المتعثرة، إلى جانب ذلك تواجه الصين خطر أزمة مديونية بعدما وصل حجم الاقتراض بنهاية في عام 2016 إلى 237 % من الناتج المحلي الإجمالي، وذلك إثر لجوء الحكومة الصينية للاقتراض لتمويل النمو الاقتصادي المتراجع، وحسب أرقام نشرتها صحيفة Financial Times، بلغ حجم الاقتراض الحكومي الصيني نحو 25 تريليون دولار أميركي بنهاية فيفري 2015، يشمل الديون المحلية والأجنبية، ومع أن تلك الأرقام تعد قريبة من نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي في الولايات المتحدة

248% ومنطقة اليورو 270%، إلا أنها أكبر بكثير من تلك النسبة في الاقتصاديات الناشئة، التي قدر بنك التسويات

الدولية نسبة ديونها إلى الناتج المحلي الإجمالي عند 175% بنهاية عام 2015، كما هو مبين بالشكل التالي<sup>1</sup>:

شكل(1-3): معدل الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي في الصين مقارنة بالاقتصادات المتقدمة والناشئة



Source :<https://www.skynewsarabia.com/web/article/837975>

في حين استطاعت الهند ولأول مرة منذ عام 1990 تحقيق معدل نمو أعلى من الصين، حيث بلغ معدل نموها 7.3% في عام 2015 مقابل نمو بلغ 7.2% في عام 2014، وقد عزز من النمو السريع للاقتصاد الهندي النظرة المتفائلة لمؤسسات التصنيف الائتماني، وهو ما جعل الاستثمار في الهند أمرا جذابا للمستثمرين من مختلف أنحاء العالم في دول مجموعة دول BRICS (البرازيل، روسيا، الهند، الصين، جنوب إفريقيا).

أما الاقتصاديات النامية التي كانت تساعد في تقوية النمو العالمي سابقا، تعاني أيضا من ركود مثل روسيا وتركيا والمكسيك.

وفيما يتعلق بدول وسط وشرق أوروبا فقد حققت معدل نمو بلغ 3.5% في عام 2015 مقارنة ب 2.8% في عام 2014، وذلك بفضل التحسن النسبي في منطقة اليورو، نظرا لأنها تعتمد عليها سواء في تصريف منتجاتها أو في تدفق الاستثمارات إليها، كما أن الاقتصاد التركي والذي يعد من أكبر اقتصاداتها حقق نموا مقبولا في عام 2015 بلغ 3.8% وساهم في تفاقم الأوضاع الاقتصادية حرب العملات بين الولايات المتحدة الأمريكية والصين، نتيجة تخفيض الصين قيمة عملتها لدعم صادراتها، كما ظهرت بوادر التراجع الاقتصادي في دول شرق آسيا التي تعاني من انخفاضات حادة في قيمة عملاتها الرئيسية أمام الدولار تصل لمستويات أزمة 1997. وفيما يلي خريطة توضح الأوضاع الاقتصادية العالمية في عام 2015.

<sup>1</sup> <https://www.skynewsarabia.com/web/article/837975>

شكل(1-4): خريطة الأوضاع الاقتصادية العالمية في عام 2015 .



المصدر: التقرير السنوي لبورصة مصر، 2015، ص:8، متاح على الموقع الإلكتروني :

[www.egx.com.eg/get\\_pdf.aspx?ID=6947&Lang=ARB](http://www.egx.com.eg/get_pdf.aspx?ID=6947&Lang=ARB).

وفيما يخص عام 2016 نلاحظ تراجع الناتج العالمي، والذي يرجع أساساً إلى تباطؤ النمو في البلدان المصدرة للنفط مع هبوط أسعاره، وضعف النمو الاقتصادي للبلدان المصدرة للسلع الأولية غير النفطية، واستمرار تراجع النمو في الصين نتيجة لتحول النمو من الصناعة والاستثمار إلى الخدمات والاستهلاك، وضعف الميزانيات العمومية في منطقة اليورو، إلى جانب تراجع النمو في البلدان الإفريقية ذات الدخل المنخفض.

ورغم ذلك تظل الاقتصادات الصاعدة والنامية تساهم بالنصيب الأكبر من النمو العالمي مقارنة بالبلدان المتقدمة، مما جعلها مناطق جذب للاستثمار الأجنبي بشقيه المباشر وغير المباشر (المحفطي).

1-5-6 مخاطر الاستثمار في الأسواق الناشئة وشبه الناشئة: بالرغم من الأهمية الكبيرة التي تحظى بها أسواق الأوراق المالية الناشئة وشبه الناشئة، إلا أنها لا تخلو من العديد من المخاطر سيما المتعلقة ب<sup>1</sup>:

مخاطر التقلبات في العوائد المتوقعة مقارنة بالعوائد الفعلية، لافتقارها إلى الآليات المؤسسية المتاحة في الأسواق المتقدمة، التي تهدف إلى الحد من المضاربات، وحساسيتها الشديدة لبعض العوامل الخارجية، كأسعار المواد الأولية أو أزمات الطاقة التي تؤثر في مجمل الاقتصاد.

<sup>1</sup> اعتماداً على المراجع التالية:

هالة حلمي السعيد، الأسواق الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، سلسلة رسائل البنك الصناعي، الكويت، العدد 58، 1999، ص: 33.

ايهاب الدسوقي، اقتصادات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2000، ص: 168.

عثمان عتر، عمر عتر، تباين القرارات الاستثمارية للمتعاملين في أسواق المال باختلاف نوعية هذه الأسواق (ناشئة - متقدمة)، مجلة علوم إنسانية، العدد 45،

2010، ص: 12، 13، متاح على الموقع الإلكتروني : <http://www.kantakji.com/media/7389/b199>

<http://almerja.com/reading.php?idm=84189>

كما ترتفع بأسواقها درجة التركيز إلى أكثر من 60% في معظمها، ذلك أن نسبة كبيرة من الأسهم المسجلة ببعض الأسواق الناشئة وشبه الناشئة لا تكون متاحة للتداول، كونها مملوكة للحكومة أو البنوك أو العائلات، والتي قد ترفض عرضها للجمهور (اكتتاب مغلق) بغية الاحتفاظ بالملكية، مما يؤثر على حجم المعروض من الأوراق المالية المتاحة للتداول<sup>1</sup>، كما أن أغلبية الشركات تتمركز على قطاع التمويل السلع الأساسية وقطاع النفط.

إلى جانب مخاطر سعر الصرف التي قد يتعرض لها المستثمر الأجنبي، عند تشكيله محفظة استثمارية في تلك الأسواق، ذلك أن الأدوات الاستثمارية المتداولة فيها مقومة بالعملة الأجنبية، وبالتالي فإن انخفاض قيمة هذه العملة مقارنة بعملة المستثمر، سيؤدي إلى انخفاض عوائد الأصول المكونة للمحفظة، ويرجع ارتفاع مخاطر تقلبات العملة في كثير من الأسواق الناشئة وشبه الناشئة، لعدم تمتعها بالاستقرار الاقتصادي.

كما أن المضاربة الخارجية التي يقوم بها الأجانب من شأنها أن تحدث اختلالاً بالأسواق، بسبب خلق جو من عدم الاستقرار بتكرار عمليات البيع والشراء وبشكل سريع، مما يؤدي إلى انتقالات فجائية لرؤوس الأموال، وتباين في أسعار الفائدة وأسعار الصرف، مثلما حدث في أزمة المكسيك عام 1994 وأزمة جنوب شرق آسيا عام 1997.

ذلك أن الأموال الأجنبية الموظفة في مختلف الأسواق الناشئة وشبه الناشئة، تمثل خطراً خارجياً يهدد بأخبار السوق في أي لحظة، فوجود منتهزي الفرص الذين يدخلون لهذه الأسواق، لشراء العملات والأوراق المالية، في الوقت الذي تكون فيه أسعارها منخفضة، فإنهم وبمجرد علمهم أن هناك خسائر في حسابات الشركات أو وجود أي اضطراب، يقومون ببيع تلك القيم والانصراف إلى أسواق أخرى.

علاوة على ذلك ارتفاع التكاليف المتعلقة بالاستثمار في الأوراق المالية، مثل عمولات السمسرة وتكاليف الحصول على المعلومات، الناتجة عن عدم تطبيق معايير المحاسبة الدولية وشروط الإفصاح والقواعد التنظيمية، إلى جانب الضريبة المرتفعة.

فضلاً عن مخاطر التضخم الذي يؤدي إلى انخفاض القوة الشرائية للنقود، ذلك أن ارتفاع الأسعار قد يفوق العوائد التي تحققها الاستثمارات، كما أن العرض والطلب على الأموال المتاحة للإقراض يتأثر بتوقعات التضخم.

## 6-1 مؤشرات تطور وأداء سوق الأوراق المالية

تختلف أسواق الأوراق المالية من حيث عدد الشركات المدرجة في السوق، وعدد الشركات التي تدرج سنويا ورأسمال السوق، ونسب الزيادة في صناديق الاستثمار، وقيمة الأسهم المتداولة، لذلك فإن هذه الاختلافات إلى جانب قدرة السوق على رفع رأسماله عن طريق الإصدارات الجديدة، تعكس مميزات السوق والبيئة الاقتصادية والمالية للدول، بما فيها دور وحجم القطاع الخاص، ودخول الاستثمار الأجنبي للسوق، والمصادر البديلة في التمويل والإطار المؤسسي، كالرقابة والإشراف وإجراءات المقاصة والتسوية والحفظ المركزي.

يمكن النظر إلى هذه المؤشرات من زاويتين، الأولى تهتم بها البورصات وتتعلق بقياس درجات أدائها انطلاقا من مقاييس نشاط ونضج السوق المالية، والثانية يهتم بها المستثمرين لمعرفة درجة أداء الأسواق من منطلق استثماري، ويرتبط ذلك بالعوائد.

### 1-6-1 مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية: وتتلخص ضمن مجموعات رئيسية نذكرها كالتالي<sup>1</sup>:

**1-1-6-1 مؤشر حجم السوق:** يعد اتساع حجم السوق من أهم المؤشرات الايجابية الدالة على نمو حجم الاستثمارات، التي بدورها تعكس درجة التطور والنضج للسوق، يتمثل الأثر الايجابي لاتساع حجم السوق في القدرة على تعبئة رأس المال وتنويع المخاطر، ويقاس حجم السوق بمؤشرين متكاملين هما:

**1) معدل رسملة السوق:** يطلق على القيمة السوقية برسملة السوق أو الرسملة البورصية، وتعد مقياسا جيدا لقياس حجم السوق، وتعتبر الرسملة مؤشرا جيدا لقياس سيولة سوق الأوراق المالية عند أخذها كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، أي أن هذه النسبة تمثل حجم السوق إلى الاقتصاد، وهي بذلك تعكس مدى مساهمة السوق في الناتج المحلي الإجمالي، وتعرف نسبة الرسملة إلى الناتج المحلي الإجمالي بمعدل الرسملة، وتعني القيمة السوقية للأسهم المدرجة خلال فترة ما نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي لنفس الفترة بحسب كما يلي:

$$\text{معدل الرسملة} = (\text{القيمة السوقية للأسهم المدرجة} \div \text{الناتج المحلي الإجمالي}) \times 100$$

<sup>1</sup> اعتمادا على المراجع التالية:

ايهاب الدسوقي، اقتصادات كفاءة البورصة، المفاهيم الأساسية للاستثمار والبورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2000، ص: 168.  
رفيق مزاهدية، الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنويع الاستثماري، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة باتنة، الجزائر، 2014-2015، ص ص: 25، 26.

سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية الناشئة، حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2004، ص: 73.

عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص ص: 218، 219.

يعكس هذا المؤشر مدى قدرة السوق على تعبئة الموارد المالية (المدخرات) وتوجيهها نحو الاستثمار، غير أن هذا المؤشر يعاني من بعض أوجه القصور التي تحول دون الاعتماد عليه كليا للدلالة على درجة تنمية السوق، حيث أن بعض الأسواق تتميز بارتفاع نسبة رأس مال السوق غير أن حجم التعاملات بها صغير، بمعنى قد تكون سوق الأوراق المالية واسعة وفقا لمؤشر نسبة رأس مال السوق لكنها غير نشيطة.

والجدول الموالي يبين معدل الرسملة البورصة في بعض الأسواق المتقدمة و الناشئة وشبه الناشئة.

جدول(1-4): معدل الرسملة في بعض الأسواق المتقدمة والناشئة و شبه الناشئة للفترة (2007-2016)

نسبة مئوية

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	السنوات
<b>عينة الأسواق المتقدمة</b>										
147.30	138.98	151.39	143.99	115.79	100.79	115.50	104.57	78.75	137.61	الولايات المتحدة
49.5	51.01	44.82	51.59	41.94	31.52	41.84	41.84	37.81	29.60	ألمانيا
87.48	85.81	73.21	81.93	67.43	54.28	72.22	72.25	50.37	102.90	فرنسا
-	-	27.29	28.89	23.24	18.96	25.18	30.01	21.84	48.68	إيطاليا
100.31	111.68	90.29	88.12	56.08	54.01	67.15	63.20	61.85	95.92	اليابان
130.32	102.61	116.87	114.72	112.92	106.95	134.57	122.34	66.72	149.25	كندا
<b>عينة الأسواق الناشئة وشبه الناشئة</b>										
<b>آسيا الصاعدة والنامية</b>										
65.37	74.00	57.29	41.11	43.19	45.06	66.02	69.93	38.68	126.09	الصين
69.21	71.80	76.56	61.34	69.12	55.25	98.50	98.68	54.53	151.45	الهند
121.40	129.26	135.77	154.79	148.39	132.78	160.26	143	81.99	168.07	ماليزيا
<b>أوروبا الصاعدة والنامية</b>										
20.03	21.98	23.52	20.59	36.06	23.67	39.18	35.94	15.38	42.11	تركيا
29.54	28.86	30.98	39.02	35.46	26.11	39.79	133.84	73.37	49.64	بولندا
<b>أمريكا اللاتينية</b>										
33.54	34.95	36.99	41.68	44.25	34.90	43.22	39.34	21.25	35.12	المكسيك
42.23	27.20	34.36	41.27	49.79	46.97	69.97	80.22	34.91	98.04	البرازيل
<b>إفريقيا جنوب الصحراء</b>										
322.66	231.86	266.19	257.16	229.03	189.44	246.44	268.84	168.13	276.95	جنوب إفريقيا
<b>الشرق الأوسط وشمال إفريقيا</b>										
69.43	64.36	63.87	62.60	50.73	50.48	66.91	74.28	-	-	السعودية

63.57	67.84	71.33	76.69	87.17	94.25	116.80	133.61	163.37	238.67	الأردن
61.14	54.72	50.00	46.19	27.03	26.71	45.36	54.52	34.03	48.93	الإمارات
9.91	16.59	22.94	11.36	21.18	20.70	38.50	48.26	52.81	106.74	مصر

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات البنك الدولي، متاح على الموقع الإلكتروني:

?https://data.albankaldawli.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS

يظهر من الجدول أعلاه أن معدل الرسمة يتذبذب بين ارتفاع وانخفاض، حيث ينخفض في فترة الأزمات كأزمة الرهن العقاري في عام 2008 التي عصفت بمعظم أسواق الأوراق المالية، والتي بدأ تأثيرها بالظهور بشكل واضح في عام 2009، حيث شهدت معظم أسواق الأوراق المالية تراجعاً في القيم السوقية لأسعار الأسهم، مؤدية بذلك إلى انخفاض معدل الرسمة البورصية، فقد أدت أزمة الرهن العقاري والمنتجات المالية المتعلقة بتلك الرهونات العقارية المتعثرة إلى انهيارات واستحوذت على مؤسسات مالية ضخمة، نتيجة الخسارة الكبيرة التي لحقت بها، مما أدى إلى اتساع أزمة الرهن العقاري إلى أبعد من منشأها الأصلي وهو الولايات المتحدة الأمريكية.

كما نلاحظ أن النسب الأكبر لمعدل الرسمة البورصية كانت من نصيب الأسواق المتقدمة، خاصة الولايات المتحدة وكندا واليابان حيث فاق معدل الرسمة بها الواحد، مما يعني أن قيمة الأسهم المسجلة في بورصاتها تفوق قيمة الناتج المحلي الإجمالي، وهذا يشير إلى مدى تطور أسواق الأوراق المالية بها واتساعها وعمقها، مما ينعكس إيجابياً على القطاع الحقيقي لتلك الدول، على عكس الناشئة وشبه الناشئة التي تتميز أغلبها بضعف معدل الرسمة، وبالتالي ضعف مساهمتها في تنمية القطاع الحقيقي (أسواق ضيقة)، باستثناء البعض منها كأسواق ماليزيا وجنوب إفريقيا التي فاق معدل الرسمة بها الواحد، مما يدل على اتساعها مما جعلها مناطق جذب للاستثمارات الأجنبية، سيما غير المباشرة منها (الاستثمار المحفطي).

**2) عدد الشركات المسجلة بالبورصة:** وتشمل جميع الشركات سواء كانت محلية أو أجنبية، كما تتضمن مجموع صناديق الاستثمار، وشركات السمسرة والوساطة المرخصة.

يؤدي زيادة عدد الشركات المدرجة إلى اتساع حجم السوق وتوسع القاعدة الاستثمارية، وزيادة تنشيط التعامل بالأوراق المالية، وبالتالي ارتفاع حجم الاستثمارات بالتبعية، بمعنى زيادة نسبة النمو في رأس المال السوقي، والذي بدوره ينعكس على النمو الاقتصادي، كما يسمح بتنوع الفرص الاستثمارية والتقليل من مخاطر الاستثمار بتكوين محافظ استثمارية كفؤة.

فحسب مؤشر التنمية العالمي فإن عدد الشركات المدرجة في البورصات يتجه إلى الارتفاع، وذلك راجع إلى تسهيل إجراءات الإدراج في البورصات، إلى جانب الاتجاه نحو خصوصية الشركات العمومية.

غير أن الاعتماد على عدد الشركات المدرجة كمعيار وحيد لتحديد حجم البورصة غير كافٍ .

وانطلاقاً من مؤشر الحجم، فإن الأسواق الناشئة وشبه الناشئة ومنها العربية تتميز بضعفها، سواء من حيث عدد الشركات المدرجة أو من حيث القيمة الإجمالية للأسهم المسجلة بها مقارنة بالنتائج الإجمالية، والجدول الموالي يبين إجمالي الشركات المحلية المدرجة في بعض الأسواق المتقدمة والناشئة وشبه الناشئة.

جدول (1-5): إجمالي الشركات المحلية المدرجة في بعض الأسواق المتقدمة والناشئة وشبه الناشئة للفترة (2007-2016)

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>عينة الأسواق المتقدمة</b>										
الولايات المتحدة	5109	4666	4401	4279	4171	4102	4180	4369	4381	4331
ألمانيا	761	742	704	690	670	665	639	595	555	531
فرنسا	707	673	652	617	586	562	500	495	490	485
إيطاليا	301	294	291	290	311	303	285	290	-	-
اليابان	2389	2374	2320	2281	2280	2294	3408	3458	3504	3535
كندا	3881	3836	3727	3771	3980	4030	3810	3948	3799	3368
<b>عينة الأسواق الناشئة و شبه الناشئة</b>										
<b>آسيا الصاعدة والنامية</b>										
الصين	1530	1604	1700	2063	2342	2494	2489	2613	2827	3052
الهند	4887	4921	4955	5034	5112	5191	5294	5541	5835	8520
ماليزيا	983	972	952	948	932	911	900	895	892	893
<b>أوروبا الصاعدة والنامية</b>										
تركيا	259	250	248	263	263	242	235	226	392	380
بولندا	352	432	470	570	757	844	869	872	872	861
<b>أمريكا اللاتينية</b>										
المكسيك	125	125	125	130	128	131	138	141	136	137
البرازيل	395	383	377	373	366	353	352	351	345	338
<b>إفريقيا جنوب الصحراء</b>										
جنوب إفريقيا	374	367	353	352	347	338	322	322	316	303
<b>الشرق الأوسط وشمال إفريقيا</b>										
السعودية	111	127	135	135	146	150	158	163	169	176

224	228	236	239	243	247	277	272	242	245	الأردن
125	125	120	117	107	108	104	104	103	60	الإمارات
251	250	246	235	234	231	227	312	373	435	مصر

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات البنك الدولي، متاح على الموقع الإلكتروني:

?https://data.albankaldawli.org/indicator/CM.MKT.LDOM.NO

**1-6-1-2 مؤشر سيولة السوق:** تعد السيولة من أهم المؤشرات الدالة على تطور سوق الأوراق المالية، وتعكس السيولة سهولة بيع وشراء الأوراق المالية بسرعة وبدون تكلفة مرتفعة من شأنها إحداث تغيير كبير في القيمة السوقية لهذه الأصول من صفقة لأخرى، حيث تزداد سيولة السوق كلما زادت أوامر البيع والشراء الخاصة بالأوراق المالية وسرعة استجابة السوق في معالجة أي خلل بين العرض والطلب، كما أن ارتفاع درجة السيولة تشير إلى زيادة قدرة السوق على إتاحة الفرصة للمستثمرين لتقليل مخاطر التصريف ومباشرة الاستثمارات طويلة المدى، وتقاس سيولة البورصة من خلال مؤشرين أساسيين هما:

**1) معدل التداول:** يعكس دور البورصة في توفير السيولة اللازمة للاستثمارات، بمعنى تحديد دور البورصة في الاقتصاد، يشير ارتفاعه إلى إمكانية الدخول والخروج من السوق بسهولة وانخفاض تكلفة المعاملات، كما أن انخفاض هذا المؤشر يعني أن وزن البورصة في اقتصاد البلد المعني منخفض.

ويعتبر معدل التداول أدق من مؤشر حجم السوق، ذلك أن السوق قد تكون واسعة قياساً بمعدل الرسملة أو عدد الشركات إلا أنها غير نشطة لتدني معدل التداول، لذلك فإن مؤشر معدل التداول يكمل مؤشر حجم البورصة، إذ يجب الأخذ بنتائج كلا المؤشرين حتى يكون تحليل النتائج أكثر دقة، يحسب كما يلي:

$$\text{معدل التداول} = (\text{القيمة السوقية للأسهم المتداولة} \div \text{الناتج المحلي الإجمالي}) \times 100$$

والجدول الموالي يبين معدل التداول في بعض الأسواق المتقدمة والناشئة وشبه الناشئة.

جدول (1-6): معدل التداول في بعض الأسواق المتقدمة والناشئة وشبه الناشئة للفترة (2007-2016)

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	
<b>عينة الأسواق المتقدمة</b>										
226.57	229.52	224.09	199.19	200.24	264.50	240.74	273.93	320.99	295.99	الولايات المتحدة
32.43	42.95	32.71	34.98	35.27	41.88	43.74	52.31	37.81	29.60	ألمانيا
-	42.95	32.71	34.98	35.27	41.88	43.74	47.67	82.30	108.74	فرنسا
-	-	95.54	36.14	37.76	37.19	31.33	42.41	57.91	100.48	إيطاليا
105.89	127.11	99.92	117.99	53.95	70.00	74.92	73.94	123.94	145.86	اليابان
74.40	70.60	74.97	71.83	73.90	82.41	87.08	97.21	97.02	119.11	كندا
<b>عينة الأسواق الناشئة و شبه الناشئة</b>										
<b>آسيا الصاعدة والنامية</b>										
163.36	355.42	114.09	80.11	58.73	88.13	135.36	153.25	84.93	177.51	الصين
34.99	36.56	35.90	28.96	33.71	35.40	65.26	82.37	77.97	95.19	الهند
33.16	37.63	42.20	43.98	39.33	43.74	45.01	39.97	35.67	79.90	ماليزيا
<b>أوروبا الصاعدة والنامية</b>										
32.85	40.69	39.58	39.37	41.07	43.27	52.24	48.51	28.95	48.07	تركيا
9.72	11.03	10.60	13.85	12.04	13.82	14.49	12.86	9.68	21.01	بولندا
<b>أمريكا اللاتينية</b>										
10.70	9.01	9.86	12.97	10.09	8.52	10.57	8.67	7.71	11.30	المكسيك
31.24	23.28	26.23	29.91	33.74	31.53	41.11	42.46	33.60	46.20	البرازيل
<b>إفريقيا جنوب الصحراء</b>										
136.49	73.72	70.03	63.35	57.24	54.23	73.86	73.18	70.58	68.19	جنوب إفريقيا
<b>الشرق الأوسط وشمال إفريقيا</b>										
49.40	66.78	75.02	48.54	69.46	43.42	38.09	78.10	100.68	163.94	السعودية
6.69	9.48	8.63	10.35	8.82	13.51	54.18	54.18	123.67	101.35	الأردن
9.56	4.28	4.79	5.50	35.73	16.09	14.19	25.95	22.55	18.46	الإمارات
3.00	4.44	8.65	4.41	6.12	6.74	17.00	39.36	58.86	47.15	مصر

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على بيانات البنك الدولي، متاح على الموقع الإلكتروني:

<https://data.albankaldawli.org/indicator/CM.MKT.TRAD.GD.ZS?>

(2) **معدل الدوران:** يستعمل لتوضيح درجة نشاط السوق (قياس نشاط التداول في البورصة)، يكمل هذا المؤشر معدل التداول، ففيما يرتبط معدل الدوران بحجم البورصة، يرتبط معدل التداول بحجم الاقتصاد ككل، فالبورصة التي يكون حجمها صغير مع سيولة مرتفعة، تدل على ارتفاع معدل الدوران بما على الرغم من انخفاض معدل التداول<sup>1</sup>. وفيما يقيس معدل التداول السيولة التي توفرها سوق الأوراق المالية في الاقتصاد ككل، يقيس معدل الدوران قيمة التداول منسوبة إلى القيمة السوقية، أي السيولة الموجودة في السوق نفسه، وبالتالي يعد معدل الدوران أكثر دقة في التعبير عن السيولة، ويتباين معدل الدوران من سوق إلى آخر وفقا لدرجة النشاط، وبالتالي يمكن أن تكون هناك سوق صغيرة من حيث رسملتها لكن معدل الدوران فيها مرتفع فتميز بالنشاط، كما تدل القيمة المرتفعة لمعدل الدوران على ارتفاع السيولة واقتراب أسعار الأسهم من القيمة العادلة، و انخفاض تكاليف المعاملات أو زيادة نشاط المضاربة، كما قد يكون للسوق أعلى معدلات تداول لكن معدل الدوران فيها ضعيف مما يدل على انخفاض السيولة، وابتعاد أسعار الأسهم عن القيمة العادلة<sup>2</sup>، يحسب معدل الدوران كالتالي:

$$\text{معدل دوران السهم} = (\text{القيمة السوقية للأسهم المتداولة} \div \text{رسملة السوق}) \times 100$$

والجدول الموالي يبين معدل الدوران في بعض الأسواق المتقدمة والناشئة وشبه الناشئة.

<sup>1</sup> R. Levine, S. Zavis, Stok Market Development & Long Run Growth, world Bank, working paper, n 1582, Washington, D. C, 1996, p:7.

<sup>2</sup> عاطف وليد اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص: 97.

جدول (1-7): معدل الدوران في بعض الأسواق المتقدمة والناشئة وشبه الناشئة للفترة (2007-2016)

نسبة مئوية

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	
<b>عينة الأسواق المتقدمة</b>										
94.72	165.15	148.03	138.33	173.29	262.43	208.44	227.54	406.54	215.10	الولايات المتحدة
74.93	84.19	73.00	67.80	84.10	132.85	104.54	138.34	377.25	154.61	ألمانيا
-	-	56.02	48.04	59.42	85.59	70.63	65.98	163.10	105.67	فرنسا
-	-	350.01	125.11	162.42	196.21	124.45	141.32	265.17	206.39	إيطاليا
105.44	113.82	110.66	133.90	96.19	129.62	111.56	117	199.27	152.07	اليابان
58.55	68.80	64.15	62.62	65.44	77.06	64.71	79.46	145.40	79.81	كندا
<b>عينة الأسواق الناشئة وشبه الناشئة</b>										
<b>آسيا الصاعدة والنامية</b>										
249.91	480.29	199.16	194.88	135.97	195.60	205.02	219.16	219.54	140.78	الصين
50.55	50.92	46.59	47.22	48.77	64.08	66.25	83.47	142.99	62.85	الهند
27.01	29.11	31.08	28.41	26.50	32.94	28.09	27.95	43.50	47.54	ماليزيا
<b>أوروبا الصاعدة والنامية</b>										
168.60	185.15	168.25	191.19	113.87	183.22	133.33	134.98	188.15	114.15	تركيا
42.61	56.92	37.51	36.41	52.85	33.95	35.50	42.61	56.92	37.51	بولندا
<b>أمريكا اللاتينية</b>										
28.16	25.77	26.66	31.12	22.79	24.42	24.46	22.03	36.26	29.65	المكسيك
73.56	85.62	76.33	72.49	67.75	67.12	85.76	52.98	96.27	47.12	البرازيل
<b>إفريقيا جنوب الصحراء</b>										
38.37	31.79	26.31	24.63	24.99	28.62	29.97	31.12	41.98	27.22	جنوب إفريقيا
<b>الشرق الأوسط وشمال إفريقيا</b>										
77.48	103.77	117.44	77.54	136.91	86.00	56.93	105.14			السعودية
10.67	13.97	12.10	13.30	10.12	14.34	27.86	40.55	75.76	42.67	الأردن
23.21	29.41	71.04	11.90	17.72	16.01	21.08	47.60	66.26	37.72	الإمارات
39.21	26.74	37.33	20.66	28.88	32.51	44.16	81.54	111.45	44.17	مصر

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على بيانات البنك الدولي، متاح على الموقع الإلكتروني:

<https://data.albankaldawli.org/indicator/CM.MKT.TRNR?>

يتضح من خلال الجدول أعلاه أن النسب الأكبر لمعدل الدوران من نصيب الدول المتقدمة، مما يدل على سيولتها وعمقها، وبالتالي زيادة نشاط وفعالية عمل الأسواق المالية بها مقارنة بالأسواق الناشئة وشبه الناشئة.

**1-6-1-3 مؤشر درجة التركيز:** يقصد به عدد الشركات التي يتم التداول في أسهمها في معظم الأحيان مقارنة بالعدد الكلي للشركات المدرجة في السوق، تقاس بحساب حصة أكبر عشر شركات في رسملة السوق، أو في قيمة التداول، والمعنى الاقتصادي لهذا المؤشر هو مدى هيمنة الشركات الكبرى على رسملة السوق، وبالتالي مدى تأثير السوق بالتغيرات في قيم أوراق تلك الشركات، تعد درجة التركيز المرتفعة أمراً غير مرغوب فيه لأنها تؤثر بشكل سلبي على سيولة السوق.<sup>1</sup>

**1-6-1-4 مؤشر درجة التذبذب:** ويقصد به التذبذب أو التشتت في عوائد الأوراق المالية خلال فترة زمنية معينة، يعبر عنه إما بالانحراف المعياري للعوائد الفعلية عن المتوقعة، حيث تعد سلسلة زمنية لتلك العوائد لفترة 12 شهر، على أن يتم تنقيتها من الارتباط الذاتي، كما تقاس أيضاً بمضاعف السعر أي حاصل قسمة السعر السائد للسهم على الأرباح المحققة من الاستثمار فيه،<sup>2</sup> وللتذبذب تأثيرات سلبية على الاقتصاد الحقيقي لما يحدثه من هزات في ثقة الجمهور بالأداء الاقتصادي، كما أن التقلب المفرط يضعف الثقة في مستويات أسعار الأسهم مقارنة بالقيمة الفعلية للشركات، في حين أن انخفاض درجة التذبذب تدعم ثقة المستثمرين فيه، مما يساعد على زيادة الإقبال على الاستثمار.

وعلى الجانب الآخر بين مؤيد ومعارض، فإن البعض يرى أن ارتفاع درجة التذبذب يدل على تطور الكفاءة بالأسواق، باعتبار أن التذبذب يشير إلى أن السعر يعكس فعلاً المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق، فيما يرى البعض الآخر أن انخفاض درجة التذبذب هو أحد المقومات الأساسية لتطور الكفاءة بالسوق.<sup>3</sup>

**1-6-1-4 مؤشر كفاءة تسعير الأصول الرأسمالية:** يقصد به مدى الاستجابة الكلية والآنية لسعر الورقة المالية لكافة المعلومات المتاحة في السوق، وبحيث لا يترك المجال لبعض المستثمرين لتحقيق عوائد غير عادية على حساب باقي المستثمرين، ولاختبار الكفاءة يتم الاعتماد على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية من خلال إيجاد الفرق بين العائد الحقيقي (الفعلي) للورقة المالية والعائد المتوقع على الاستثمار، فإذا كان العائد المتوقع من الاستثمار أعلى من العائد الفعلي فهذا يعني أن الورقة المالية تباع بسعر يقل عن قيمتها الحقيقية (الفعلية)، مما يتيح لحاملها فرصة تحقيق الأرباح عند

<sup>1</sup> كاظم جاسم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص: 126.

<sup>2</sup> محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال، الهياكل، الأدوات، الاستراتيجيات، دار الهدى للنشر، عين مليلة، الجزائر، ط1، ج2، 2011، ص: 678.

<sup>3</sup> عاطف وليد اندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول إلى اقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، 2005، الإسكندرية، مصر، ص: 98.

ارتفاع السعر مستقبلا، غير أنه وفي ظل فرضية الصيغة القوية لكفاءة التسعير فإن الفرق بين العائدين يساوي صفرا، تعبيرا عن الاستيعاب التام لسعر الورقة المالية للمعلومات التي ترد إلى السوق.

ولدراسة مدى كفاءة التسعير يستخدم المؤشرين التاليين:

- مدى توافر مصادر المعلومات من الهيئات المنظمة للبورصة والمؤسسات المتداولة للأوراق المالية في السوق.
- مدى استجابة الأسعار للمتغيرات الاقتصادية، أهمها : أسعار الفائدة وأسعار التضخم، حيث أثبتت الدراسات أن هناك علاقة عكسية بين معدل التضخم والقيمة السوقية للأوراق المالية من أجل تعويض المستثمر عن انخفاض القوة الشرائية للعملة، وقد وجد أن هذه النسبة تسجل ارتفاعا كبيرا في الأسواق الناشئة وشبه الناشئة، مما جعلها أسواقا تتميز بدرجة مخاطرة كبيرة.

**1-6-1-5 مؤشر مدى توفر العوائق على الاستثمار الأجنبي وتحويل رؤوس الأموال:** حيث يعمل هذا المؤشر على دراسة التشريعات الخاصة بإعادة توطين الأرباح ورؤوس الأموال والسماح للأجانب بالاستثمار في السوق المحلية، فحسب هذا المؤشر تصنف الدول إلى دول ذات حرية تامة في حركة دخول وخروج رؤوس الأموال، ودول مقبولة في تقييدها الجزئي للتدفقات الرأسمالية ودول مقيدة لحركة رؤوس الأموال، وتؤدي القيود إلى وجود مجموعتين من الأصول المالية: الأولى غير مقيدة Unrestricted يمكن أن يملكها كلا من المستثمرين المحليين والأجانب على حد سواء، والأخرى مقيدة Restricted على المستثمرين المحليين، ويمثل الفرق سعري بين الأصول المقيدة و غير المقيدة شريطة تساوي عوائدها مقياسا مباشرا لتأثير القيود على رأس المال، ومن ثم درجة اندماج السوق المحلية للأوراق المالية في السوق الدولية<sup>1</sup>.

وقد قدم (1996) A.Robert & Korajczyk مؤشرا لقياس درجة اندماج أسواق الأوراق المالية، من خلال قياس انحراف عوائد الأصول المالية بتلك الأسواق عن عوائد الأصول المالية المحددة وفق نموذج توازني، يعرف بنموذج تسعير المراجعة الدولية المتعدد العوامل (IAPM) International Arbitrage Pricing Model، والذي يشير إلى أن القدرة على تنويع الخطر من خلال الاستثمار في محفظة أوراق مالية تتصف بالتنوع الدولي يمكن أن تؤثر على قرارات الاستثمار، وبالتالي على معدلات النمو في الأجل الطويل، وأن العوائق أمام تدفقات رأس المال الأجنبي تحد من قدرة المستثمرين على تنويع المخاطر على الصعيد الدولي<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> عاطف وليم اندراوس، المرجع السابق، ص: 101.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص: 102.

**7-1-6-1 مؤشرات التنمية المؤسسية والتنظيمية:** يتأثر أداء سوق الأوراق المالية بدرجة كبيرة بالعوامل المؤسسية والتشريعية السائدة في السوق، فوجود القوانين والتشريعات الملزمة للشركات ومؤسسات الوساطة المالية بالإفصاح عن المعلومات اللازمة يعزز ثقة المتعاملين في السوق، كما أن إجراءات التسوية والمقاصة والإدراج من حيث سرعتها وتكاليفها، لها تأثيرها على اتخاذ قرارات الاستثمار، إلى جانب ذلك فوجود القوانين المنظمة لنشاط المتعاملين في السوق، يوفر الحماية من التلاعب والمضاربات غير المشروعة المعرّقة لنظام التداول والتسعير الكفؤ.

ورغم صعوبة قياس التنمية المؤسسية والتنظيمية التي تتسم بطابعها الكيفي، إلا أن الاقتصاديين Demirguk-Kunt & Levine حاولوا قياسها عبر سبعة مؤشرات مؤسسية وتنظيمية بيانها كالتالي:<sup>1</sup>

- ✓ يقيس المؤشر الأول ما إذا كانت الشركة المدرجة في بورصة الأوراق المالية تنشر المعلومات المتعلقة بالأسعار والأرباح، وتعطى قيمة 0 أو 1 حيث تشير القيمة 1 إلى أن المعلومات دقيقة وشاملة وتنتشر على المستوى الدولي.
  - ✓ يقيس المؤشر الثاني مستوى المعايير المحاسبية المطبقة، حيث تخصص قيم 0، 1، 2 للدول التي تبني معايير محاسبية ضعيفة أو كافية أو حسنة على الترتيب.
  - ✓ يقيس المؤشر الثالث نوعية وقوانين حماية المستثمرين وفقا لرؤية مؤسسة التمويل الدولية، حيث تعطى القيمة 0، 1، 2 للإشارة إلى قوانين حماية المستثمرين المطبقة ضعيفة أو كافية أو جيدة على التوالي.
  - ✓ ويشير المؤشر الرابع إلى وجود لجنة للبورصة و الأوراق المالية ونظم المقاصة وتسوية العمليات.
  - ✓ وتقيس المؤشرات الخامسة والسادسة القيود على إعادة تحويل التوزيعات والأرباح، وكذلك أصل رأس المال من طرف المستثمرين للخارج، أما المؤشر السابع فيقيس إمكانية مشاركة الأجانب في الاستثمارات الداخلية، حيث تعطى قيم 0، 1، 2 للإشارة إلى أن تدفقات رأس المال للخارج أو الداخل مقيدة بشكل مطلق أو نسبي أو محررة بالكامل.
- ويتم حساب المؤشر المتوسط للتنمية المؤسسية والتنظيمية بأخذ متوسط قيم المؤشرات السبعة السابقة.

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص ص: 98، 99.

## 1-6-2 مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية

تعد مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية من الأدوات الهامة لرصد ومتابعة التطورات التي تشهدها الأسواق ودرجة فعاليتها، وبالتالي التعرف على اتجاهات الأداء فيها ومقارنتها بأداء غيرها من الأسواق.

**1-2-6-1 تعريف المؤشر:** يعرف المؤشر على أنه "رقم قياسي يعكس تطور الأسعار في سوق الأوراق المالية بالزيادة أو النقصان، وذلك استنادا على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها، وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق الأوراق المالية والذي يستهدف المؤشر قياسها".<sup>1</sup>

كما يعرف أيضا بأنه عبارة عن "تقنية تسمح بإعطاء نتيجة عددية بواسطة علاقة تبين تطور الكميات والأسعار عبر الزمن، من أجل التعرف على أداء سوق الأوراق المالية، أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية، مع إمكانية مقارنتها مع مثيلاتها في نفس السوق أو أسواق مالية أخرى".<sup>2</sup>

وعرف المؤشر أيضا بأنه "قيمة رقمية تقيس التغيرات التي تحدث في سوق الأوراق المالية، يتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة البداية، ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعدها عند أي نقطة زمنية، وبالتالي يسمح بمعرفة تحركات السوق سواء لأعلى أو لأسفل، وهو بذلك يعكس أسعار السوق واتجاهها، وبالتالي فهو يمثل مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق الأوراق المالية أو مجموعة معينة من الأسهم".<sup>3</sup>

وانطلاقا مما سبق يمكننا تعريف المؤشر بأنه قيمة عددية، يقاس بها التغير في أسواق الأوراق المالية، يعبر عنه بنسبة مئوية في فترة زمنية معينة مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس، يقيس تحركات أسعار الأسهم أو الصناديق ارتفاعا أو انخفاضاً، وذلك بغرض تقييم أداء السوق ككل أو قطاع معين وبطريقة مستمرة، الأمر الذي يعكس سعر السوق واتجاهه.

**1-2-6-2 أنواع حركات المؤشر في السوق:** يتحرك المؤشر في أي سوق للأوراق المالية في حركات تتباين وفقا لمداها الزمني تنحصر في الأنواع التالية<sup>4</sup>:

**(1) الحركات الرئيسية:** تمثل الحركات الرئيسية خط الاتجاه تمتد من عدة شهور إلى عدة سنين، تشير إلى السوق الصاعد (Bull) والسوق الهبوطي (Bear)، كما أن ميل مؤشر السوق إلى التحرك في اتجاه معين ولفترة معينة يطلق عليه بميل السوق، يبقى إلى أن يتغير في اتجاه آخر، وعندما تشكل تحركات المؤشر سلسلة تصاعدية من الارتفاعات أو

<sup>1</sup> عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر، عمان، الأردن، ط1، 2008، ص:20

<sup>2</sup> رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص: 76.

<sup>3</sup> محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية للنشر القاهرة، مصر، 2002، ص: 251.

<sup>4</sup> بشار ذنون محمد الشركجي، ميادة صلاح الدين تاج الدين، علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية، دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية، مجلة تنمية الرفدين، العدد 30، 2008، ص: 80 - 81، متاح على الموقع الإلكتروني التالي: <https://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&aId=33757>

الانخفاضات التي يمكن الوصول بينها بخط يشير إلى أعلى تدعى السوق الصاعدة، تزداد عندها حركة الشراء عن حركة البيع، أما إذا كانت تحركات المؤشر في اتجاه أفقي فإن السوق عندها تكون ساكنة، أما إذا كانت تحركات المؤشر سلسلة تنازلية فإن اتجاه السوق عندئذ يكون لأسفل.

(2) **الحركة الثانوية:** وهي رد الفعل الذي يعمل على تصحيح الاتجاه الرئيسي في السوق الصاعدة، وبالتالي فهي تعد حركة تصحيحية، و تدعى الحركات الثانوية في السوق الهبوطي بردود الفعل.

(3) **التقلبات اليومية:** وهي حركات قصيرة الأجل تدوم من يوم واحد إلى عدة أسابيع، حيث مجموع التقلبات اليومية تكون الاتجاهات الثانوية في السوق التي تكون غالبا عرضة للمضاربة.

### 1-2-3-6 علاقة المؤشرات بالحالة الاقتصادية وأداء سوق الأوراق المالية

طلما أن نشاط المنشآت التي يتم تداول أوراقها المالية يمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي، وفي حال اتسمت سوق الأوراق المالية بقدر من الكفاءة، فإن المؤشر المصمم بعناية من شأنه أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للبلد، كما يمكن لمؤشرات أسعار الأسهم أن تتنبأ بالحالة الاقتصادية المستقبلية، وذلك قبل حدوث أي تغيير قبل فترة زمنية.

وهناك سمات تطلق على أسواق الأوراق المالية، فعندما تكون حركة مؤشر أسعار الأسهم المتوقعة تتجه نحو الصعود، فإنه يطلق على سوق الأوراق المالية (السوق الصعودي) (Bull Market)، أما حينما تكون حركة المؤشر المتوقعة تتجه نحو الهبوط أو التراجع، فإنه عند ذلك يطلق عليه السوق النزولي (Bear Market).

ويطلق على السوق بأنه صعودي، عندما يزيد معدل العائد الذي يحققه وفقا للمؤشر على العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، أما السوق النزولي فيكون حينها معدل العائد الذي يحققه السوق وفقا للمؤشر أقل من العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

وعادة ما يوصف المضاربين في السوق على هذا الأساس، أي عندما يعتقد المضارب بأن السوق سوف تأخذ منحى الصعود فإنه يوصف بالمضارب على الصعود (Bullish)، أما إذا اعتقد بأن الأسعار متجهة نحو الهبوط عندها يطلق عليها المضارب على الهبوط (Bearish)

وفيما يخص علاقة المؤشرات بأداء سوق الأوراق المالية نوجزها فيما يلي<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> اعتمادا على المراجع التالية:

دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص ص : 91، 92.

عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص:35

✓ إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة: حيث يمكن للمستثمر أو مدير الاستثمار تكوين مقارنة بين التغير في عائد محفظة أوراقه المالية إيجاباً أو سلباً مع التغير الذي يطرأ على مؤشر السوق، بوصفه يعكس محفظة جيدة للتنوع، وذلك دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدى، وإذا كانت للمستثمر استثمارات في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون من الأفضل له متابعة ذلك المؤشر.

✓ الحكم على أداء المديرين المحترفين: وفقاً لفكرة التنوع الساذج (Naïve Diversification) يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة من الأوراق المالية المختارة عشوائياً، أن يحقق عائداً يعادل تقريباً عائد السوق (متوسط معدل العائد على الأوراق المتداولة في السوق) الذي يعكسه المؤشر، وهذا يعني أن المدير المحترف الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع، يتوقع منه أن يحقق عائداً أعلى من متوسط عائد السوق.

✓ التنبؤ بحالة السوق: تمكن المؤشرات المحلل من معرفة طبيعة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية و المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (ما يعرف بالتحليل الأساسي)، والذي قد يمكنه من التنبؤ مسبقاً بما ستكون عليه حالة السوق في المستقبل، كما أن إجراء تحليل في وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه، إذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط يمكنه حينها التنبؤ بالتطورات المستقبلية لاتجاه حركة الأسعار في السوق، وبالتالي تهيئة القرارات الاقتصادية اللازمة للتخفيف من حدة الأزمات الاقتصادية والمالية.

✓ تقدير مخاطر المحفظة: يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية، وهي العلاقة بين معدل العائد للأصول الخطرة ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة.

✓ تقييم كفاءة السوق: من خلال احتساب العوائد الإجمالية ومتابعة إنجازات الشركات المكونة بأدواتها للمؤشرات المعنية.

إلى جانب ذلك يستخدم المؤشر في تقدير درجة حساسية الأسواق المالية ومن ثم الاقتصاد للتغيرات التي تحدث في السياسة الدولية، أو اتجاه بعض الأزمات المتولدة عن مصادر مختلفة.

✓ تساعد المؤشرات السوق على إعادة تنظيم عملياته: حيث يمكن للمراجحين تحديد المشاكل التي يمكن أن تؤدي إلى انحراف الأسعار أو تصويب اتجاه السوق، مما يعكس أسعار الأوراق المالية بشكل دقيق.

✓ تعد المؤشرات تلخيصاً لأداء السوق: كونه يعكس أسعار أسهم الشركات في جميع القطاعات الاقتصادية، ويلخص أدائها بمعايير ومؤشرات رقمية قابلة للمقارنة، كما يكشف العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية ونتائج التداول في سوق الأوراق المالية.

✓ الحكم على أداء الورقة المالية: ويتم ذلك من خلال مقارنة عائد الورقة المالية ومخاطرها بعائد السوق ومخاطره، وعائد القطاع الذي تنتمي إليه ومخاطره.

✓ معرفة الاتجاه العام لحركة الأسعار: من حيث ارتفاعها وانخفاضها، كما أنها تساعد في اتخاذ قرارات الشراء والبيع، وتقاس حركة التغير في المؤشرات بالنقطة، والتي تمثل مقدار التغير بوحدة واحدة في المؤشر أو سعر السهم صعوداً أو هبوطاً.

1-2-6-4 أنواع المؤشرات وكيفية بنائها: هناك معيارين لتصنيف المؤشرات، وهما معياري الوظيفة ومعيار إمكانية التداول<sup>1</sup>.

1- معيار الوظيفة: تقسم المؤشرات وفق هذا المعيار إلى:

1-1 مؤشرات عامة: تهتم بحالة السوق ككل، بمعنى تقيس اتجاه السوق بمختلف القطاعات الاقتصادية، وبذلك تحاول أن تعكس الحالة الاقتصادية للدولة المعنية، خاصة إذا كانت العينة المستخدمة في تكوين المؤشر تمثل جميع الأسهم المتداولة، وأن جميع القطاعات ممثلة تمثيلاً يعكس مساهمتها في الناتج المحلي الإجمالي، منها مؤشر Dow Jones ومؤشر (500) Standard & Poor's Index، ومؤشر FTSE100 وغيرها؛

1-2 مؤشرات قطاعية: تقتصر على قياس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين، كقطاع الصناعة أو قطاع الخدمات وغيرها، منها مؤشر (500) Standar & Poor's Index لصناعة النقل، أو مؤشر Dow Jones للخدمات العامة<sup>2</sup>.

2- معيار إمكانية التداول: أما من حيث إمكانية التداول فتقسم المؤشرات إلى:

1-2 مؤشرات متداولة: وهي مؤشرات يتم تداولها في أسواق الأوراق المالية، منها مؤشر Nikkei 225 ومؤشر Nasdaq100؛

2-2 مؤشرات غير متداولة: وهي مؤشرات لا تتداول في البورصات مثل مؤشر Dow Jones وكافة مؤشرات

البورصات العربية، وقد وصل التنوع والتطور بها إلى درجة إنشاء مؤشرات المؤشرات.

<sup>1</sup> حسين قبيلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية، دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 11، 2011، دمشق، سوريا، 2011، ص: 95.

<sup>2</sup> عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 36.

## 1-6-2-5 أساليب بناء مؤشرات سوق الأوراق المالية

على الرغم من التفاوت في كيفية احتساب وبناء مؤشرات أسواق الأوراق المالية، إلا أنها تقوم جميعا على ثلاثة أسس: عينة ملائمة، تحديد الأوزان النسبية لكل سهم داخل العينة، وطريقة حساب قيمة المؤشر<sup>1</sup>.

### 1- ملائمة العينة

تعرف العينة بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب المؤشر، وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب وهي: الحجم والاتساع والمصدر؛

فيما يتعلق بالحجم (Size)، فإنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر، كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا وصدقا لواقع السوق؛

أما الاتساع (Breadth) فيعني قيام العينة المختارة بتغطية مختلف القطاعات المشاركة في السوق، والمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل، ينبغي أن يتضمن أسهما لمنشآت في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد القومي دون تمييز، أما إذا كان المؤشر خاص بصناعة معينة، عندها تقتصر العينة على أسهم عدد من المنشآت المكونة لتلك الصناعة؛

فيما يخص المصدر فالمقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية.

### 2- الأوزان النسبية (الترجيح)

تعرف الأوزان النسبية في بناء المؤشرات بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة، وهناك ثلاثة مداخل لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، وهي<sup>2</sup>:

➤ **مدخل الوزن على أساس السعر (Price Weighting):** أي نسبة سعر السهم الواحد للمنشأة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر، ما يؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده، في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشرا على أهمية المنشأة أو حجمها.

<sup>1</sup> اعتمادا على المراجع التالية:

دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 93، 94.

عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 41، 42.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص: 42.

➤ **مدخل الأوزان حسب القيمة (Value Weighting):** أي إعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر، وهذا يعني تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر، إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي، فالمنشآت التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر، والذي يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر.

والاختلاف بين المؤشرين يكمن في حالة تجزئة الأسهم، حيث يتم تصحيح المؤشر المرجح على أساس السعر، حتى لا يتأثر مستوى الأسعار، بينما لا يتأثر المؤشر المرجح بالقيمة في حالة تجزئة الأسهم.

➤ **مدخل الأوزان المتساوية (Equal Weighting):** وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر، والذي يعادل مقلوب سعر السهم، وفق العلاقة التالية:

$$\text{الوزن النسبي للسهم} = \text{سعر السهم} \times \text{معامل الترجيح}$$

3- **طريقة حساب المؤشر:** ومن بين أساليب حساب مؤشرات السوق أو قطاعات معينة داخل السوق، ما يلي:

3-1 **المؤشرات المبنية على أساس القيمة (المتوسط المرجح للقيمة السوقية):** يتم وزن المؤشر بالقيمة السوقية للأسهم، مع الأخذ بعين الاعتبار عدد أسهم الشركات المختارة وسعر السهم لكل شركة، بمعنى يتم إعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر، فالمنشآت التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر، بغض النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة، بمعنى يتم بناء المؤشر على أساس القيمة السوقية من خلال حساب ما يلي:

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

\* إيجاد الوزن النسبي لكل سهم كالتالي:

$$\text{وزن السهم} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{القيمة السوقية للأسهم الكلية}}$$

وفي الأخير يتم حساب قيمة المؤشر وفق العلاقة التالية:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> بشار ذنون محمد الشركجي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 80، 81.

$$\frac{\sum P_t Q_t}{\sum P_b Q_b} \times \text{Beginning Index Value} = \text{index}_t$$

**Index** : قيمة المؤشر في الفترة t.

**Beginning Index**: قيمة المؤشر في فترة الأساس.

**P<sub>t</sub>** : إقفال أسعار الأسهم في الفترة t.

**Q<sub>t</sub>** : عدد وحدات الأسهم في الفترة t.

**P<sub>b</sub>** : إقفال أسعار الأسهم في يوم الأساس.

**Q<sub>b</sub>** : عدد وحدات الأسهم في يوم الأساس.

2-3 المؤشرات المبنية على أساس السعر (المتوسط الموزون للسعر): وهي أقدم طريقة في حساب المؤشر،

تنطلق من المبدأ التالي:

بما أنه يوجد سهم لكل منشأة مختارة لبناء المؤشر، فإن وزن كل سهم يتحدد آليا على أساس نسبة سعر

السهم إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية التي يقوم عليها المؤشر، يحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{قيمة المؤشر} = \text{سعر السهم} / \text{مجموع أسعار الأسهم المختارة}$$

يعاب على هذه الطريقة أن الأسهم ذات الأسعار المرتفعة يكون لها تأثير أكبر مقارنة بالأسهم ذات الأسعار

المنخفضة، بالإضافة إلى ضرورة تعديله مع أي تجزئة للسهم، نظرا لتأثير ذلك على سعر السهم في السوق بعد التجزئة.<sup>1</sup>

3-3 المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية: تعطي طريقة الأوزان المتساوية قيمة نسبية متساوية

لكل سهم داخل المؤشر مستبعدة بذلك التحيز للأسعار، وعليه فإن التغيرات في قيمة المؤشر تعكس اتجاهها حقيقيا

للتغيرات التي تحدث في أسعار مجموعة الأسهم التي يتكون منها السوق، وما يعاب على هذه الطريقة أنها تعطي أوزانا

متساوية للأسهم، رغم احتمال تباين حجم وأهمية المؤسسة المصدرة لها.

وما يميز المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية ثبات الأوزان النسبية المكونة للمؤشر، إلا في حالة اشتقاق

الأسهم.

<sup>1</sup>دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 95.

### 3-4 المؤشرات المبنية على أساس السعر النسبي: يتم حساب المؤشر في هذه الحالة على أساس تحديد

السعر النسبي لكل سهم من الأسهم التي يتكون منها المؤشر، وفق الخطوات التالية<sup>1</sup>:

\* السعر النسبي = سعر السهم في الفترة الأحدث / سعر السهم في الفترة الأقدم

\* حساب الوسط الهندسي للأسعار = [السعر النسبي للسهم الأول × السعر النسبي للسهم الثاني × السعر النسبي للسهم

$$\frac{1}{n} [\text{الثالث} \times \dots \times \dots]$$

حيث:

$$\text{قيمة المؤشر} = \text{الوسط الهندسي} \times \text{أساس المؤشر}$$

n: تمثل عدد الأسهم.

وفيما يلي جدول يلخص بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية العالمية والعربية.

جدول (1-8): بعض مؤشرات الأسواق المالية العالمية والعربية.

المؤشر	التعريف بالمؤشر
Dow Jones Average	سلسلة تتألف من أربعة مؤشرات مستقلة تتضمن الأسهم، يتم تداولها في بورصة نيويورك وهي: Dow Jones Industrial : يضم المؤشر 30 سهم لـ 30 شركة أهمها شركة IBM، تتسم الشركات المدرجة في المؤشر بارتفاع قيمتها السوقية وبضخامة الحجم وعدد المساهمين، يتم حساب المؤشر بجمع أسعار الأسهم المكونة للمؤشر / 30؛ ما يعاب على المؤشر أن حجم العينة لا يمثل مجتمع الأسهم المتداولة إحصائياً، كما أن هناك تحيزاً في حجم العينة المختارة، يتم ترجيح أسهم المؤشر على أساس السعر السوقي، بمعنى أن السهم ذو السعر المرتفع يكون له وزن أكبر داخل العينة، وعليه فإن اتجاه مؤشر السوق يتأثر باتجاه ذلك السهم، الذي لا يعكس اتجاه السوق. مؤشر الخدمات؛ مؤشر المواصلات؛ المؤشر المركب.
Standard & Poor's Index (500)	يتكون المؤشر من أكبر الأسهم المتداولة في بورصة نيويورك و Nasdaq. يمتاز المؤشر بكونه أشمل من مؤشر Dow Jones كما يمتاز بكونه موزون على أساس القيمة، ما يؤخذ عليه تأثره بالشركات الكبرى وتحيزه لها، ورغم ذلك يظل من أهم المؤشرات الواسعة الاستخدام، يتكون من 500 سهم تمثل 80% من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك، منها 400 شركة صناعية، يضم كبرى الشركات مثل IBM و General Motors وغيرها.
AMEX	يتكون المؤشر من 800 سهم، يتم التعامل عليها في بورصة الأوراق المالية الأمريكية.

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص: 260.

يتكون المؤشر من 1400 شركة مقسمة على مختلف القطاعات، أعطيت له القيمة 100 في سنة الأساس وهو موزون على أساس السعر، وبالتالي يعدل كلما كان هناك رفع لرأس المال وغيرها من العمليات المالية.	<b>Value Line 1400</b>
يضم المؤشر أسهم الشركات العاملة في قطاعات البنوك، الصناعات العامة، التأمين، المواصلات، الخدمات.	<b>Nasdaq</b>
يتكون من جميع الأسهم التي يتم التداول عليها في بورصة الأوراق المالية الأمريكية، يعرض المؤشر معلوماته بالدولار لتمثيل متوسط السعر للأسهم كافة.	<b>New York Exchange Composite Index</b>
يتألف من كافة الأسهم المدرجة في بورصتي نيويورك و Nasdaq ، صمم لقياس نشاط الأسواق كافة لكي يعكس حركة مجمل الاقتصاد الأمريكي.	<b>Wilshire 5000</b>
أنشئ هذا المؤشر لتغطية النقص الذي يمتاز به مؤشر Financial Times للشركات الصناعية، التي تتكون من 30 شركة فقط، تابعة كلها لقطاع الصناعة وذلك لتمثيل اتجاه بورصة لندن، بعينة قدرها 100 سهم، تمثل 70% من إجمالي رسملة البورصة.	<b>Financial Times (FT-SE100)</b>
يتكون من 40 ورقة مالية لكبرى الشركات في بورصة باريس، تم إنشائه لتوفير المعلومات الدقيقة عن اتجاه البورصة الفرنسية، يحتوي على أهم الشركات مقسم إلى 8 قطاعات رسمية، موزون على أساس القيمة السوقية وذلك بقياس التغير في القيمة السوقية لعينة المؤشر ، نسبة إلى قيمتها السوقية في سنة الأساس، التي أعطيت لها القيمة 1000 نقطة في سنة 1987.	<b>CAC 40</b>
يتكون مؤشر Dax الألماني من 30 ورقة مالية تمثل 70% من رسملة السوق، شبيه بمؤشر CAC 40	<b>Dax</b>
يضم المؤشر 225 شركة يابانية كبيرة، تمثل 70% من الشركات الكبرى في سوق طوكيو، يحسب بجمع أسعار الأسهم المكونة للمؤشر / عددها (225)	<b>225Nikkei</b>
لا يوجد مؤشر لسوق الأوراق المالية باعتماد الأرقام القياسية وبالترجيح لسنة أساس معينة، ولكن تعتمد الجزائر في تقييم مستوى الأداء في سوق الأوراق المالية منذ بداية النشاط فيها، على مؤشر القيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق، ويرجع ذلك إلى نقص الاستثمار في بورصة الجزائر، بسبب العدد المحدود للشركات المدرجة وانعدام الوعي الاستثماري للمستثمرين، مما يؤدي إلى عدم تطور النشاط في السوق.	<b>الجزائر</b>
بدأ إنشاء المؤشر بورصة البحرين في سنة 1989 بحسب بطريقة رسملة السوق مرجح ب 24 شركة	<b>BSE</b>
يضم سوق القاهرة والإسكندرية تم إنشاؤه في سنة 1998، بلغت قيمة المؤشر في فترة الأساس 1000 نقطة يضم 30 شركة.	<b>CASE</b>
بدأ سوق عمان المالي في احتساب رقم قياسي مرجح بالقيمة السوقية في عام 1992، بدأت فترة الأساس ب 100 نقطة.	<b>ASE</b>
وهو مؤشر لأسعار الأسهم في بورصة الكويت مرجح بالقيمة السوقية ل 35 شركة	<b>KSE</b>
وهو مؤشر شامل للأسهم المغربية يضم كافة الأسهم في بورصة الدار البيضاء	<b>MASI</b>
وضع المؤشر من طرف مؤسسة النقد السعودي SAMA يضم جميع الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية.	<b>NCFEI</b>

أنشئ مؤشر تونس في عام 2003 ، وبحسب بطريقة ترجيح القيمة السوقية لأسهم هذه الشركات	<b>BUMT</b>
وضع هذا المؤشر من قبل بنك لبنان عام 1996، وحددت قيمته الأساسية بـ 1000 نقطة مع تثبيت القيمة الأساسية لإجمالي الأسهم بقيمة 2.3 بليون دولار.	<b>BLOM30</b>

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على عدة مراجع بتصرف.

وما تجدر الإشارة إليه أن مؤشرات أسواق الأوراق المالية العالمية، تمتاز بالمرونة والقابلية للتغيير، حيث تقوم على تجديد واستحداث الأسهم المدرجة في حالة انهيارها، وذلك بحذفها وتعويضها بأسهم شركات جديدة.

بالإضافة إلى المؤشرات السابقة هناك مؤشرات تقيس أداء الأسواق الناشئة نذكر منها:

**مؤشر (MSCI) Morgan Stanley**: تعتبر مؤسسة Morgan Stanley Capital International واحدة من الشركات الرائدة في مؤشرات الأسهم على مدى أكثر من أربعين عاماً، حيث أنه ونظراً ولافتقار أثر متابعة تطور ونمو أداء الأسواق المالية الناشئة، أنشئت (MSCI) مجموعة من المؤشرات مثل MSCI Mena Indices لمعرفة أداء الأسواق في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، و MSCI GCC Indices لمعرفة أداء الأسواق الخليجية و MSCI China Indices لمعرفة تطور الأسواق الصينية وغيرها.

وقد أنشئ أول مؤشر من سلسلة مؤشرات متابعة أداء الأسواق المالية الناشئة MSCI EM سنة 1988، أما عن مؤشر Morgan Stanley للسعر (MSCI xPrice Inde-IMI)، فهو يقيس أداء الأسواق المالية بنفس مبدأ المؤشر الاستثماري لمؤسسة التمويل الدولية (IFCI)، ولكنه لا يغطي نفس العدد من الأسهم ولا نفس العدد من الأسواق.

تقدم (MSCI) مجموعة من المؤشرات والتحليلات التي يعتمد عليها المستثمرين في جميع أنحاء العالم في إدارة المحافظ وقرارات الاستثمار، وقياس الأداء والمخاطر للأسواق المالية المختلفة، كما تقوم بمراجعة دورية للشركات والأسواق التي يتضمنها كل مؤشر وبناء على هذه المراجعة يتم إضافة و/أو إلغاء شركات / أسواق ضمن مؤشرات استناداً إلى المعايير السابق ذكرها.

وفيما يلي جدول يوضح تطور أداء بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية العالمية والعربية للفترة (2007-2016)<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> أعداد مختلفة من التقارير السنوية لبورصات الأردن و مصر وصندوق النقد العربي، متاحة على المواقع الإلكترونية.

#### \* المؤشر المركب لصندوق العربي:

يستعمل مؤشر صندوق النقد الدولي مؤشرات عديدة لتقييم وقياس أداء أسواق الأوراق المالية في الدول العربية مجتمعة، ومن بين هذه المؤشرات المؤشر المركب، كما يقوم الصندوق باحتساب مؤشر خاص بكل سوق، وهذه المؤشرات مرجحة بالقيمة السوقية باستخدام رقم باش المتسلسل، وتحتسب الأسعار بالدولار الأمريكي في نهاية الفترة ويتم التغيير في قيمة المكونات معدلة لاستيعاب التغيرات في القيمة السوقية الناتجة عن إضافة أو حذف أسهم من المؤشر.

يشتمل مؤشر الصندوق المركب، مؤشرات الأسواق المالية في ستة عشر سوقاً، وهذه الأسواق لكل من السعودية، الكويت، دبي أبو ظبي، الأردن، قطر، البحرين، مصر، المغرب، سلطنة عمان، لبنان، فلسطين، تونس، الجزائر، السودان، سوريا .

جدول (1-9): تطور مؤشرات أداء بعض أسواق الأوراق المالية العالمية والعربية للفترة (2007-2016)

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	التغير في المؤشر %
9.5	0.7-	11.4	29.6	13.4	0	12.77	23.9	38.5-	3.5	S&P500
7.5	5.7	13.4	38.3	15.9	1.8-	16.91	43.9	40.5-	9.8	Nasdaq Composite
13.4	2.2-	7.5	26.5	7.3	5.5	11.02	18.8	33.8-	6.4	Dow Jones Industrial Average
6.9	9.6	2.7	25.5	29.1	14.7-	16.1	23.8	40.5-	22.3	Xetra Dax
4	8.5	0.5-	18	16.1	17.6-	3.3-	22.32	42.7-	43.5	CAC40
14.4	4.9-	2.7-	14.4	5.8	5.6-	9	22.1	31.3-	39.3	FTSE100
0.4	9.1	7.1	56.7	22.9	17.3-	3-	19	42.1-	11.1-	Nikkei 225
24.5	16.3-	9.13	18.6	1.7	11.8-	22.28	18.11	49.5-	38.3	*المؤشر المركب لصندوق النقد العربي

المصدر: التقارير السنوية ليورصات الأردن و مصر وصندوق النقد العربي، متاحة على المواقع الالكترونية.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه تباين أداء أسواق الأوراق المالية العالمية والعربية بين ارتفاع وانخفاض ، حيث انخفض أداؤها في عام 2008 مقارنة بعام 2007 متأثرة بتداعيات أزمة الرهن العقاري، التي عصفت بأغلب أسواق الأوراق المالية مؤدية بذلك إلى انهيارات بدأت في أسواق الأوراق المالية الأمريكية وامتدت إلى مختلف دول العالم، مؤدية بذلك إلى حدوث أزمة ائتمانية، حيث ضعفت الأسواق المالية وارتفعت المخاطر المتعلقة بالمقترض، مما أدى إلى حدوث خسائر رأسمالية و تدني قيمة أصول البنوك، التي وجدت نفسها ملزمة بتقوية ميزانيتها من أجل الحفاظ على ملاءتها المالية، فقامت بزيادة رأس المال والديون الثانوية (Les Dettes Subordonnées)، و أسهم التفضيل

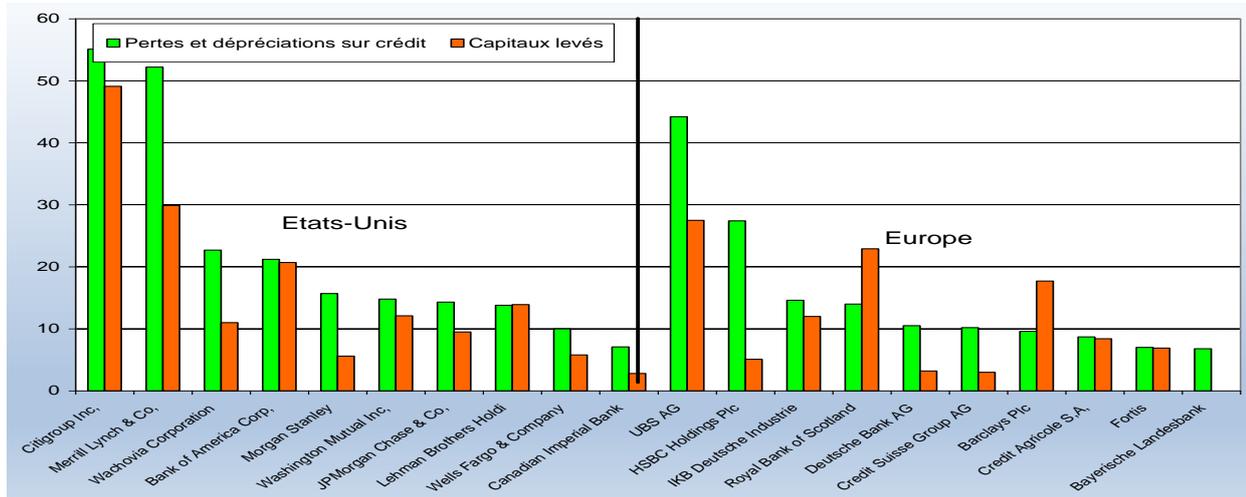
(Les Actions Préférentielle) بمليارات الدولارات، من أجل السماح ببقائها و استقرار النظام المالي العالمي، لكن بعد زيادة تفاقم الأزمة أصبحت الأوضاع خارجة عن السيطرة، لضخامة الاحتياج المالي مقابل عدم قدرة الحصول على موارد مالية من سوق مالية في حالة اضطراب.<sup>1</sup>

ويتمتع الصندوق في احتساب المؤشر المركب على منهجية احتساب المؤشر لكل دولة على حدة وذلك بمعاملة كافة الأسهم لدول المشاركة في قاعدة البيانات وكأنها دولة واحدة ويتم احتساب المؤشر المركب بالدولار الأمريكي فقط وليس بالعملة المحلية.

<sup>1</sup> <http://cervepas.univ-paris3.fr/colloques-et-journees/colloque-annes-bush.html>

والشكل التالي يوضح الخسائر على القروض لدى البنوك، ومقدار الزيادة في رأس المال في الولايات المتحدة وأوروبا أثناء الأزمة.

شكل (1-5): الخسائر على القروض لدى البنوك، ومقدار الزيادة في رأس المال في الولايات المتحدة وأوروبا أثناء أزمة الرهن العقاري لعام 2008.

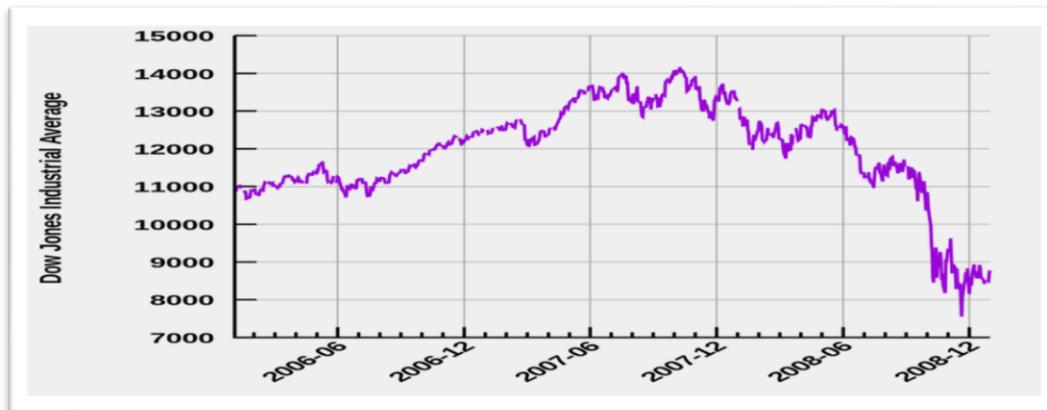


Source : <http://cervepas.univ-paris3.fr/colloques-et-journees/colloque-annes-bush.html>

وفي أول تداعيات للأزمة انعكست مشاعر المستثمرين المضطربة على مؤشر Dow Jones الصناعي، الذي اهتز بعنف لينخفض إلى أدنى المستويات، إذ خسر المؤشر 36,83% من قيمته خلال نفس الفترة، ذلك نتيجة لعدة أحداث كإفلاس بنك Lehman Brothers وتأميم شركة التأمين (AIG) American International Group وإعادة شراء بنك Merrill Lynch من قبل Bank of America، حيث خسر البنك Merrill Lynch جراء الأزمة 52 مليار دولار وذلك قبل إعادة شرائه، فيما خسائر Bank of America 27 مليار دولار، أمام صعوبة وضع مخطط إنقاذ من الأزمة في بدايتها<sup>1</sup>، كما هو موضح بالشكل التالي:

<sup>1</sup> [https://fr.wikipedia.org/wiki/Crise\\_financi%C3%A8re\\_mondiale\\_de\\_2007-2008](https://fr.wikipedia.org/wiki/Crise_financi%C3%A8re_mondiale_de_2007-2008)

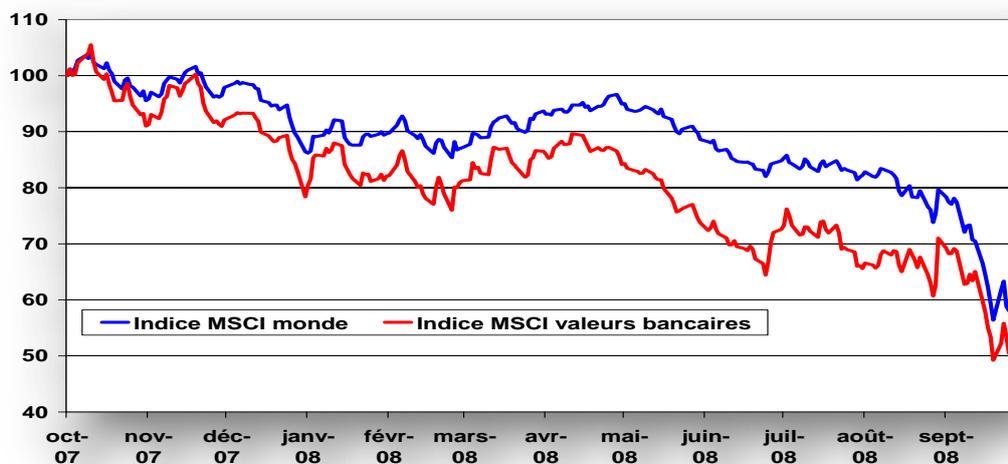
شكل (1-6): تطورات مؤشر Dow Jones قبل وخلال أزمة الرهن العقاري لعام 2008



Source : [https://fr.wikipedia.org/wiki/Crise\\_financi%C3%A8re\\_mondiale\\_de\\_2007-2008](https://fr.wikipedia.org/wiki/Crise_financi%C3%A8re_mondiale_de_2007-2008)

وبالرجوع الى بيانات الجدول أعلاه، نلاحظ انخفاض مؤشر S&P500 ومؤشر Nasdaq Composite ومؤشر Dow Jones Industrial Average بنسب 38.5%، 40.5%، 33.8% على الترتيب، مقارنة مع إغلاق 2007 الذي حققت فيه مؤشرات الأداء ارتفاعا بمقدار 3.5%، 9.8%، 6.4% على الترتيب، بينما فقد مؤشر Nasdaq نحو 1.7% من قيمته، ونتيجة لتلك الأوضاع المضطربة انخفضت قيم الأوراق المالية بيورصات الولايات المتحدة. كما بدأت أسعار الأسهم التي يحتسبها مؤشر MSCI في التراجع ابتداء من أكتوبر 2007، حيث انخفض مؤشر MSCI الذي تحتسبه شركة Morgan Stanley لكافة أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة بنسبة 42.5% في عام 2008 مقارنة بعام 2007، كما هو موضح بالشكل التالي:

شكل (1-7): تطورات مؤشر MSCI أثناء أزمة الرهن العقاري (2007-2008)



Source : <http://cervepas.univ-paris3.fr/colloques-et-journees/colloque-annes-bush.html>

كما شهدت أسواق الأسهم في أوروبا تراجعاً في أدائها فاق تراجع مؤشرات الأداء في منشئها الأصلي (الولايات المتحدة الأمريكية)، وقد وصف المحللون الأوروبيون حينها الأزمة بأنها أزمة خطيرة تهدد النظام المالي الأوروبي، وعلى إثرها تراجعت أسواق المال الأوروبية، فقد انخفضت قيم أوراقها المالية انخفاضاً معتبراً ومتفاوتاً من بورصة لأخرى، ففي ألمانيا انخفض مؤشر Xetra Dax بـ 40.5%، وفي بورصة لندن انخفض مؤشر FTSE100 بـ 31.3%، ونتيجة لذلك قررت جميع البنوك الأوروبية تجميد صناديقها العاملة في المجال العقاري بالولايات المتحدة الأمريكية؛ أما عن مؤشر CAC 40 فقد قاوم حتى ديسمبر 2007 ليخسر فيما بعد ما يقارب 42.7% من قيمته خلال الفترة الممتدة من جانفي إلى غاية منتصف أكتوبر 2008، من 5550 نقطة إلى 3350 نقطة ومن 6618 نقطة في جوان 2007 إلى 2519 نقطة في مارس 2009، كما يوضح ذلك الشكل أدناه:<sup>1</sup>

#### شكل (1-8): تطورات مؤشر CAC 40 خلال الفترة (1993-2009)



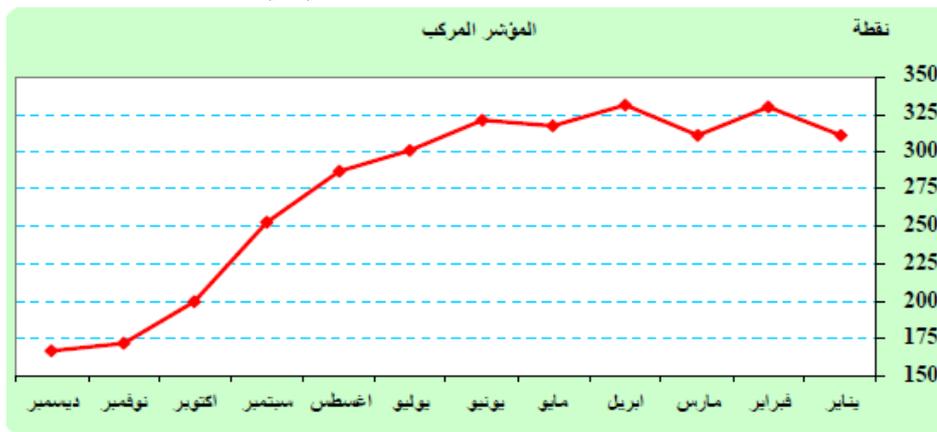
Source : <http://www.lefigaro.fr/bourse/2010/09/03/04013-20100903ARTFIG00421-dix-ans-apres-son-record-le-cac-40-a-coule-de-moitie.php>

في حين سجلت أسعار الأسهم في بورصة طوكيو انخفاضا بنسبة 42.1% حسب مؤشر Nikkei 225، ليسجل أكبر خسارة في يوم واحد، منذ انهيار أسعار الأسهم في عام 1987. وبالنسبة لأسواق الأوراق المالية العربية فقد تأثرت هي الأخرى بتداعيات الأزمة، حيث تراجع أداءها بنسب مختلفة، فقد شهدت تقلبات حادة وخاصة في النصف الثاني من عام 2008، فبعد التحسن النسبي في أداء الأسواق العربية خلال عام 2007 ففي بداية عام 2008 شهدت مؤشرات هذه الأسواق الهبوط، وانخفضت أحجام التداول، وخسرت الأسواق نحو 569 مليار دولار من إجمالي قيمتها السوقية، كما انخفض المؤشر المركب لصندوق النقد العربي،

<sup>1</sup> <http://www.lefigaro.fr/bourse/2010/09/03/04013-20100903ARTFIG00421-dix-ans-apres-son-record-le-cac-40-a-coule-de-moitie.php>

والذي يقيس أداء أسواق الأوراق المالية العربية ليصل إلى 166.2 نقطة في نهاية عام 2008 مقارنة مع 328.7 نقطة في نهاية عام 2007، يعكس هذا الانخفاض التراجع الملحوظ في أداء غالبية الأسواق المالية العربية من ناحية أحجام التداول والأسعار والقيم السوقية للأسواق، وتراجعت الأسواق العربية بنسب أعلى من نسب التراجع التي شهدتها معظم الأسواق الناشئة والدولية، فقد تراجع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لأسواق الأوراق المالية العربية في عام 2008 بنحو 49.5% كما هو موضح بالشكل الموالي:<sup>1</sup>

شكل(1-9): المؤشر المركب لصندوق النقد العربي في عام 2008.



المصدر: التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2009، ص: متاح على الموقع الإلكتروني:

<http://www.amf.org.ae/ar/content/2009>

وفيما يتعلق بالأداء الفردي للأسواق فقد انخفضت مؤشرات الصندوق لجميع أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2008 باستثناء بورصة الأوراق المالية بتونس، وتفاوتت نسب انخفاض مؤشرات الصندوق للأسواق بشكل كبير، فقد انخفضت القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي بنحو 52.5% لتبلغ حوالي 246.54 مليار دولار، والقيمة السوقية لسوق دبي المالي بنحو 54.3%، وسوق الكويت بنحو 41.8%، وسوق أبوظبي للأوراق المالية بنسبة 43.2%، وبورصتي القاهرة والإسكندرية بنحو 38.1%..

وبهدف تحسين أسواق المال العربية خاصة في ضوء الأزمة المالية العالمية لعام 2008، واصلت الجهات التنفيذية والرقابية في كافة أسواق الأوراق المالية العربية العمل على تطوير الأطر الرقابية والتنظيمية للأسواق، وشملت التدابير التي تم اتخاذها إلزام الشركات المدرجة على رفع مستوى الإفصاح المالي والشفافية، وتقديم خدمات التداول الإلكتروني للمتعاملين

<sup>1</sup> التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2009، متاح على الموقع الإلكتروني:

<http://www.amf.org.ae/ar/content/2009>

في الأسواق، وتحسين النظم الضريبية بهدف جذب الاستثمار، وتعديل نظم إدارة المحافظ الاستثمارية لحماية المستثمرين، وتطوير عمل مجالس الإدارة في الشركات المساهمة العامة.

لتشهد بعدها أسواق الأوراق المالية تحسنا في عام 2009، حيث ارتفع مؤشر الأداء في معظمها وبنسب متفاوتة، واستمر التحسن في أداء الأسواق المالية العالمية والعربية في عام 2010، فقد ارتفع مؤشر (ACWI) MSCI الذي تحتسبه شركة Morgan Stanley لكافة أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة بنسبة 10.4%، كما ارتفعت القيمة السوقية للبورصات الأعضاء في الاتحاد الدولي للبورصات، بأكثر من 6 تريليون دولار بنسبة 12.8% مقارنة مع نهاية 2009، أما أسواق أوروبا فقد شهدت تباينا في أدائها، ففيما ارتفع مؤشر Xetra Dax لبورصة فرانكفورت و FTSE100 لبورصة لندن بـ 16.1% و 9% على الترتيب، انخفض مؤشر بورصة باريس CAC40 بنسبة 3.3%، كما انخفضت أسعار الأسهم في بورصة طوكيو بنسبة 3% وفقا لمؤشر Nikkei 225.

وبالنسبة لأسواق الأوراق المالية العربية فقد شهدت أداء جيدا، حيث ارتفع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي بنسبة 22.28%.

واستمر التذبذب في أسعار الأسهم وفقا لمؤشرات الأداء بين ارتفاع وانخفاض، ليشهد في عام 2011 انخفاضا في أغلب البورصات العالمية والعربية ماعدا مؤشر Dow Jones الذي سجل ارتفاعا بنسبة 5.5% ومؤشر P & S 500 الذي حقق استقرارا مقارنة مع إغلاق 2010، وكان الانخفاض معتبرا في أسواق الأوراق المالية الأوروبية، بلغ أقصاه في بورصة باريس بنسبة انخفاض سجلها مؤشر CAC40 قدرت بـ 17.6% بسبب أزمة الديون السيادية في أوروبا.

وعلى الرغم من التحسن الذي شهدته معظم أسواق الأوراق المالية العربية، إلا أن معظمها حقق تراجعاً وبنسب متفاوتة منذ بداية الأزمة المالية إلى نهاية عام 2011، وصلت نسبة الانخفاض في أسعار الأسهم وفقا للمؤشر المركب لصندوق النقد العربي نسبة 11.8%.

وفي عام 2014 نلاحظ تحسن أداء أسواق الأوراق المالية العالمية، إذ ارتفع مؤشر (ACWI) بنسبة 2.9%، كما شهدت الأسهم الأمريكية ارتفاعا في أسعارها حسب مؤشر S&P500 الذي ارتفع بنسبة 11.4% وارتفع مؤشر Nasdaq Composit بنسبة 13.4%، كما ارتفع مؤشر Dow Jones مقارنة مع إغلاق 2013 بنسبة 7.5%، كما شهدت بعض أسواق الأسهم في أوروبا تحسنا في أدائها، حيث ارتفعت أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت بنسبة 2.7% حسب مؤشر Xetra Dax، فيما انخفضت أسعار أسهم بورصة باريس حسب مؤشر Xetra Dax بنسبة 0.5%، كما انخفض مؤشر FTSE100 لبورصة لندن بنسبة 2.7%؛

في حين شهدت أسواق الأوراق المالية في الدول العربية تباينا في أدائها، سيما في النصف الثاني من عام 2014، حيث سجلت مؤشرات أدائها انخفاضا ، خصوصا الأسواق الخليجية التي تأثرت بالانخفاض الكبير في أسعار النفط، مما أدى إلى تراجع أدائها، حيث انخفض مؤشر صندوق النقد العربي المركب بنسبة 9.13%.

كما تراجع أداء معظم البورصات العالمية في عام 2015 ، حيث انخفض مؤشر (ACWI) لكافة بورصات العالم (المتطورة والناشئة) بنسبة 4.3 % لعام 2015 مقارنة مع عام 2014 ، كما انخفضت القيمة السوقية للبورصات الأعضاء في الاتحاد الدولي للبورصات بأكثر من 1 تريليون دولار، بنسبة 1.3% مقارنة مع نهاية عام 2014 ، أما بالنسبة لأداء أسواق الدول المتطورة، فقد انخفض مؤشر MSCI بنسبة 2.7 % لعام 2015 مقارنة مع عام 2014 وضمن هذا الإطار، شهدت الأسهم الأمريكية تراجعاً في أسعارها خلال عام 2015 مقارنة مع عام 2014 ، باستثناء مؤشر Nasdaq Composite الذي ارتفع بنسبة 5.7 % ، فيما انخفض مؤشر Dow Jones مقارنة مع إغلاق عام 2014 بنسبة 2.2% ، ومؤشر S&P500 بنسبة 0.7 % وشهدت معظم أسواق الأسهم في أوروبا وآسيا تحسناً في أدائها، فارتفعت أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت بنسبة 9.6 % حسب مؤشر Xetra DAX وارتفعت أسعار الأسهم حسب مؤشر Nikkei 225 لبورصة طوكيو بنسبة 9.1 %، كما ارتفعت أسعار أسهم بورصة باريس حسب مؤشر CAC40 بنسبة 8.5 %، كذلك انخفض مؤشر FTSE100 لبورصة لندن بنسبة 4.9 % ، كما تراجع أداء معظم البورصات العربية خلال عام 2015، وخصوصاً الأسواق الخليجية، نتيجة الانخفاض المستمر في أسعار النفط العالمية، والذي بدأ في النصف الثاني من عام 2014 ، بالإضافة إلى تراجع توقعات أداء الاقتصادات الناشئة وتحديد الاقتصاد الصيني، إلى جانب تداعيات رفع أسعار الفائدة الأمريكية، وماله من آثار على أداء أسواق المال في الاقتصادات الناشئة وشبه الناشئة، وتشير الأرقام الصادرة عن صندوق النقد العربي، إلى أن مؤشر صندوق النقد العربي المركب للأسواق المالية العربية، قد انخفض بنسبة 16.3 % في عام 2015 .

وفيما يخص عام 2016 فقد شهدت معظم البورصات العالمية تحسناً في أدائها، حيث ارتفع مؤشر (ACWI) لكافة بورصات العالم (المتطورة والناشئة) بنسبة 5.6 % لعام 2016 مقارنة مع عام 2015 ، هذا وارتفعت القيمة السوقية للبورصات الأعضاء في الاتحاد الدولي للبورصات إلى حوالي 3 تريليون دولار، أي بنسبة 4.4 % مقارنة مع نهاية عام 2015، أما بالنسبة لأداء أسواق الدول المتطورة، فقد ارتفع مؤشر MSCI بنسبة 5.3 % لعام 2016 مقارنة مع عام 2015 ، وضمن هذا الإطار شهدت الأسهم الأمريكية تحسناً في أسعارها خلال عام 2016 مقارنة مع عام 2015 حيث ارتفع مؤشر Dow Jones Industrial ومؤشر S&P500 ومؤشر Nasdaq Composite مقارنة مع عام 2015 بنسبة 13.4 % و 9.5% و 7.5% على التوالي، بالإضافة إلى ذلك شهدت معظم أسواق الأسهم في أوروبا وآسيا تحسناً في

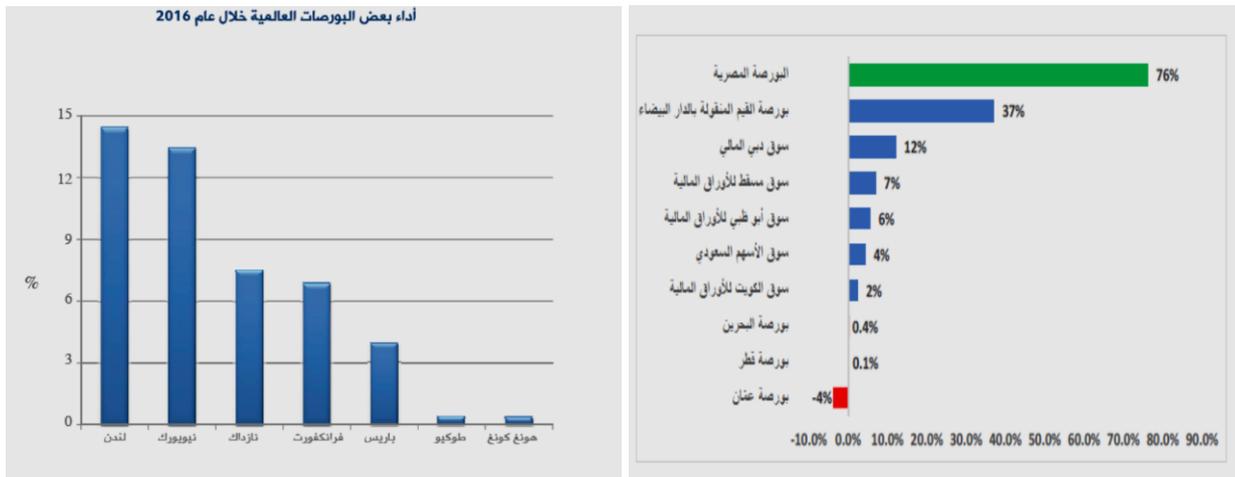
أدائها أيضا، فارتفع مؤشر FTSE 100 لبورصة لندن بنسبة 14.4% ، كما ارتفعت أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت بنسبة 6.9% حسب مؤشر Xetra Dax ، وارتفعت أسعار أسهم بورصة باريس حسب مؤشر AC 40 بنسبة 4% وفي بورصة طوكيو ارتفعت أسعار الأسهم حسب مؤشر Nikkei 225 بنسبة 0.4%، وفيما يخص البورصات العربية فقد شهدت تحسنا في أدائها، وذلك نتيجة للتطورات الاقتصادية الإقليمية والدولية، والمتمثلة في ارتفاع أسعار النفط، بالإضافة إلى الإصلاحات التي أقدمت عليها الحكومات في الدول العربية، لتعزيز مشاركة القطاع الخاص والانفتاح على الاستثمار الأجنبي، حيث ارتفع مؤشر البورصات العربية S&P AFE 40 المقيم بالدولار الأمريكي خلال عام 2016 ، والذي أطلقه اتحاد البورصات العربية بالتعاون مع مؤسسة Standard & Poor's بنسبة 4.9% كما ارتفعت معظم مؤشرات أسعار الأسهم للأسواق العربية مقيمة بالعملة المحلية، فيما ارتفع مؤشر صندوق النقد العربي المركب بنسبة 24.5% ، مقابل تراجعته بنسبة 16.2% في عام 2015.

ومما سبق نستنتج أن هناك ترابط فيما بين أسواق الأوراق المالية العالمية والعربية، والذي يعتبر نتاج العولمة المالية والتكامل فمابين الأسواق لتوفير فرص أكبر للاستثمار، وذلك بتدفق رؤوس الأموال من أسهم وسندات فيما بين الدول، وبالتالي ضخامة الاستثمار المالي مقارنة بالاستثمار الحقيقي، غير أن الترابط فيما بين الأسواق يزيد من فرص التعرض لعدوى الأزمات، والتي كان من بينها أزمة 2008 التي تعدت منشأها الأصلي، وصولا إلى الأسواق الأوروبية والآسيوية والعربية، مع تفاوت أثارها من سوق لأخر؛

وبالرغم من تحسن أداء الأسواق العربية إلا أنه يبقى ضعيفا ، لضعف هيكلها التنظيمي والتشريعي والمؤسسي، بالإضافة إلى صغر حجمها ومحدودية الأدوات المالية فيها، والتي تقتصر في معظمها على الأسهم والسندات، إلى جانب محدودية الخبرة وافتقارها إلى التكنولوجيا المستخدمة في الأسواق المتطورة.

وفيما يلي شكلين يوضحان أداء بعض البورصات العالمية والعربية في عام 2016.

شكل(1-10): أداء بعض البورصات العربية في عام (2016) شكل(1-13): أداء بعض البورصات العالمية في عام (2016)



المصدر: التقارير السنوية لبورصتي عمان ومصر للأوراق المالية لعام 2016، متاحة على المواقع الإلكترونية للبورصات.

وفيما يخص السندات فهي أدوات ائتمانية تمثل صكوك مديونية، وبسبب انفصال النشاط الاقتصادي نسبيا عن أسعار السندات وعوائدها، فإن مؤشرات السوق غير قادرة أن تعكس حالة تداول السندات وأسعارها وعوائدها، حيث يعطى لكل مجموعة من السندات مرتبة (Ranking)، لذلك يتم اللجوء إلى عملية الترتيب التي تمثل التقويم الائتماني لها، بناء على الحالة المالية للشركة المصدرة لها والظروف المحيطة بها، حيث يتولى عملية الترتيب وكالات متخصصة في ذلك، أشهرها Moody's Investors Service، Fitch Investors Service، Standard & Poor's Corporation، ويتم الترتيب على أساس التمييز الحرفي، ويعتمد الترتيب الرقمي مقابل كل درجة من درجات التقويم الائتماني، كما يوضح ذلك الجدول أدناه:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> ارشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية-إطار في التنظيم وتقييم الأدوات-، دار اليازوري للنشر، عمان، الأردن، 2012، ص: 261.

جدول (10-1): الدرجة الائتمانية للسندات وفق Moody's Investors Service و Standard & Poor's Corporation

الدرجة الائتمانية للسندات	Moody's Investors Service	Standard & Poor's Corporation
تسمى سندات الحافة الذهبية لقدرتها العالية لدفع الفوائد وأصل المبلغ، مع توفرها على ضمانات قوية.	Aaa	AAA
سندات النوعية العالية، لها قدرة عالية لدفع مبلغ الأصل والفوائد.	Aa	AA
لها قدرة على دفع مبلغ الأصل والفوائد، ضماناتها تتأثر بالظروف الاقتصادية، توصف بسندات الدرجة الاستثمارية.	A	A
لها قدرة على دفع مبلغ الأصل والفوائد، ومراكزها قد تضعف بتغير الظروف الاقتصادية، توصف التزاماتها من الدرجة الاستثمارية الوسطى.	Baa	BBB
ذات درجة نوعية منخفضة لمبلغ الأصل والفائدة، على الرغم من توفر النوعية والحماية لعناصر الضمان.	Ba B	BB B
ذات درجة مضاربة لأصل المبلغ، الفائدة مرتفعة على الرغم من توفر النوعية والحماية.	Caa Ca	CCC CC
تقترب من سندات الدخل في حالة عدم دفع الفائدة تسمى سندات المضاربة.	C	C
احتمالات الإفلاس مرتفعة للجهة المصدرة .	D	D

المصدر: أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية، دار البازوري للنشر، عمان، الأردن، 2008، ص: 261.

## خلاصة الفصل الأول

تعتبر سوق الأوراق المالية أحد آليات التعامل بالأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل أهمها الأسهم والسندات، يصنفها البعض على أساس الإصدار والتداول إلى سوق أولية وسوق ثانوية، فيما يصنفها آخرون على أساس الورقة المالية محل التعامل وبذلك نجد سوق الأسهم وسوق السندات، أما تقسيمها وفقا لمعيار درجة التقدم فنجد الأسواق المتقدمة، الناشئة وشبه الناشئة .

اكتسبت الأسواق الناشئة وشبه الناشئة أهمية كبيرة نظرا لارتفاع العوائد فيها، نتيجة النمو الاقتصادي السريع مقارنة باقتصادات الأسواق المتقدمة، لكن وبالرغم من الأهمية الكبيرة التي تحظى بها إلا أنها لا تخلو من العديد من المخاطر. تقوم سوق الأوراق المالية بمهمة أساسية تتمثل في جمع رؤوس الأموال وتوجيهها نحو الاستثمارات، كونها وسيط بين أطراف الادخار أصحاب الفوائض المالية من أفراد ومؤسسات وبين أطراف العجز المالي الراغبين في الاستثمار لتمويل المشروعات المختلفة التي تحتاج إلى رؤوس الأموال، وبالتالي فهي ترتبط بعلاقة وطيدة بتطور البيئة الاستثمارية، تنشيط تدفق الأموال، و تسريع عجلة التنمية، من خلال تعبئة المدخرات الوطنية، و استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية . ينظر إلى مؤشرات سوق الأوراق المالية من زاويتين، الأولى تهتم بما البورصات وتعلق بقياس درجات أدائها انطلاقا من مقاييس نشاط ونضج السوق المالية، والثانية يهتم بها المستثمرين لمعرفة درجة أداء الأسواق من منطلق استثماري ويرتبط ذلك بالعوائد.

وتعد مؤشرات أداء السوق من الأدوات الهامة لرصد ومتابعة التطورات التي تشهدها الأسواق ودرجة فعاليتها، وبالتالي التعرف على اتجاهات الأداء فيها ومقارنتها بأداء غيرها من الأسواق، لذلك فهو مقياس لتحويل الأداء الاقتصادي إلى صورة كمية، حيث تعكس المؤشرات الظروف الاقتصادية السائدة في سوق الأوراق المالية، وتشخص المشاكل التي تؤدي إلى انحراف الأسعار من أجل تصحيحها وتصويب اتجاه السوق لتعكس أسعار الأوراق المالية، كما يخدم المؤشر قرارات المستثمرين على ضوء ما تعكسه هذه الأداة من مستويات التقدم أو التراجع في أسواقها.

## الفصل الثاني

أساسيات الاستثمار في سوق الأوراق المالية

## تمهيد

أدى تنامي النشاطات الاستثمارية إلى ظهور مشاريع كبيرة تستدعي ضرورة توظيف أموال ضخمة، ونظرا لصعوبة التمويل وارتفاع تكلفة الاقتراض، فقد اتجهت الشركات إلى طرق جديدة لتمويل مشاريعها كفتح رأسمالها للاكتتاب، الذي يهدف إلى جمع الأموال من المدخرين أصحاب الفوائض المالية واستثمارها في تلك المشاريع، على أساس طرح أوراق مالية للاكتتاب سواء للاكتتاب العام أو الخاص (المغلق)، والتي تتنوع من حيث العوائد، الفوائد وتواريخ الاستحقاق. وتعتبر الأسهم التي تمثل صكوك ملكية والسندات التي تمثل حقوق مديونية، من أهم أدوات الاستثمار المالي الذي يهدف إلى تخصيص الأموال وتوظيفها بغرض الحصول على تدفقات نقدية مستقبلية؛ ولكون الاستثمار المالي معرض إلى مخاطر، فقد ابتدعت أوراق مالية مشتقة في شكل عقود، تستخدم أساسا للتحوط من تلك المخاطر كما يستخدمها المضاربين لتحقيق العوائد. و الاستثمار في سوق الأوراق المالية إما أن يكون فرديا وذلك بشراء أصل مالي واحد أو متعددا ويطلق عليه المحفظة المالية، حيث يقوم على جمع الأدوات المالية عائدا ومخاطرة مع بعضها، لتعظيم منافع التنوع الاستثماري للمحافظ المالية.

ولكي تقوم سوق الأوراق المالية بوظائفها ومهامها، يجب أن يتوفر قدر كاف من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة حتى تتصف السوق بالكفاءة، خاصة وأن أسعار الأوراق المالية تتقلب قيمتها من فترة لأخرى. وعليه سنحاول في هذا الفصل التطرق إلى أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، بدءا بالمفاهيم المتعلقة بالاستثمار المالي، المقومات الأساسية للقرار الاستثماري، أثر السيولة وعدم تماثل المعلومات على القرار الاستثماري كمدخل للفصل، ثم نعرض إلى المفاهيم الخاصة بالأوراق المالية، أنواعها، عوائدها ومخاطرها لتتطرق فيما بعد إلى نظرية المحفظة المالية ونماذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM و APT.

## 2-1 مفهوم الاستثمار المالي

يعتبر الاستثمار من أهم المتغيرات الاقتصادية المؤثرة في النمو الاقتصادي، لما له من دور في تحقيق الدخل وتنمية الثروة، ونظرا لحجم الاستثمارات الضخمة التي يعجز المستثمر بمفرده عن توفيرها، لمحدودية التمويل وارتفاع تكاليف الاقتراض من جهة ومحدودية الائتمان البنكي من جهة أخرى، فقد اتجهت الشركات إلى فتح رأسمائها للاكتتاب بغرض الحصول على التمويل من المدخرين أصحاب الفوائض المالية واستثمارها في المشاريع الضخمة، عن طريق طرح أوراق مالية للاكتتاب كالأسهم والسندات .

### 2-1-1 تعريف الاستثمار المالي: لقد وردت العديد من التعريفات في شأن الاستثمار المالي نورد منها:

يعرف الاستثمار المالي بأنه "التنازل عن السيولة التي يمتلكها الفرد في لحظة معينة ولفترة قد تطول أو تقصر، وربطها بأصل أو أكثر من الأصول التي يحتفظ بها لتلك الفترة الزمنية، بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية<sup>1</sup>. كما عرف أيضا بأنه "مجموع التوظيفات التي من شأنها زيادة الدخل وتحقيق الإضافة الفعلية لرأس المال الأصلي، وذلك بامتلاك الأصول التي تولد العوائد، نتيجة تضحية الفرد بمنفعة حالية للحصول على تدفقات مالية مستقبلية، مع الأخذ بعين الاعتبار العائد والمخاطرة والزمن اللازم لذلك"<sup>2</sup>. وفي تعريف آخر هو "حصول امتلاك المستثمر أدوات ملكية أو أدوات مديونية لتحقيق عائد في ظل مخاطر متوقعة".

ويعرفه البعض بأنه "شراء حصة في رأس المال ممثلة بأسهم أو حصة في قرض ممثلة في السندات أو شهادات الإيداع... وغيرها، تعطي الحق لحاملها في المطالبة بالأرباح أو الفوائد والحقوق الأخرى، التي تقرها القوانين ذات العلاقة بالاستثمار في الأصول المالية"<sup>3</sup>

ومما سبق يمكننا تعريف الاستثمار المالي بأنه تأجيل الاستهلاك الحالي مقابل استهلاك مستقبلي، وذلك بجائزة المستثمر أصلا ماليا في شكل أدوات ملكية كالأسهم أو مديونية كالسندات وغيرها، تعطي له الحق في المطالبة بالعوائد والفوائد والحقوق الأخرى، وتضمن لمصدرها تأمين التمويل وتنمية الثروة وتحقيق الأرباح.

<sup>1</sup> حمزة عبد الكريم محمد حماد، مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية، دار النفائس، عمان، الأردن، 2008، ص: 38 .

<sup>2</sup> احمد زكريا صيام، مبادئ الاستثمار، دار المناهج، عمان، الأردن، 1997، ص: 19 .

<sup>3</sup> ماجد احمد عطا الله، إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر، عمان، الأردن، 2011، ص: 12.

ولكون الاستثمار ينطوي على عنصري العائد والمخاطرة، ظهرت مفاهيم أخرى قريبة لمفهوم الاستثمار وهي المضاربة والمقامرة.

✓ **المضاربة:** وهي استعداد الفرد لتحمل درجة عالية من عدم التأكد في النتائج المتوقعة وبشكل مدروس، أملا في الحصول على أرباح عالية، ناتجة عن التقلبات المتوقعة في سعر الأداة الاستثمارية، وعليه فإن المضارب هو مستثمر درجة قبوله للمخاطرة تتعدى الحدود المعقولة مقارنة بالربح الذي يسعى إليه المستثمر، كما أن الأفق الزمني للاستثمار يمتد لأكثر من سنة على غرار المضاربة التي لا تتعدى الأشهر أو الأسابيع وحتى الأيام، كما أن استخدامها المفرط في سوق الأوراق المالية يؤدي إلى انهيار الأسعار، وحدوث الأزمات في حالة عدم تحقق التوقعات .

وقد ظهرت المضاربة في سوق الأوراق المالية بظهور المتعاملين الذي يشترون الأوراق المالية بقصد إعادة بيعها عند ارتفاع الأسعار، والحصول على فارق السعر كربح رأسمالي.

وبما أن معرفة المضاربين بفروق الأسعار أمر تقديري يدخل في إطار المخاطرة وعدم التأكد، فإن ذلك دفع بالمضاربين إلى ابتكار عمليات كالتغطية والخيارات لتقليل المخاطر، وابتكروا لزيادة عدد الصفقات وكمية الأوراق المالية المتعامل بها أساليب التمويل النقدي الجزئي، كالشراء الهامشي والبيع على المكشوف.

ومع أن المضاربة تولد السيولة في السوق فإن العكس صحيح، فالسيولة الزائدة تحول الاستثمار إلى مضاربة، وهو ما يحصل في بورصات الاقتصادات النامية، لذا يجب على إدارة البورصات مراقبة نشاط المضاربة، فإذا زاد نشاط المضاربة فإن ذلك سيؤدي إلى حدوث تضخم، وبالتالي حدوث أزمات يصعب التخلص منها<sup>1</sup>.

ويفرق Keenz بين الاستثمار والمضاربة على أساس أن المضاربة هي عملية التنبؤ بنفسية السوق، في حين يعتبر أن الاستثمار هو التنبؤ بالعوائد المتوقعة للأصول المالية.

✓ **المقامرة:** وهي عملية شراء وبيع الأوراق المالية دون إدراك لواقع الشركة ومعطياتها الاقتصادية، حيث يتطلع المقامر إلى البيع السريع للحصول على الربح السريع المغالي فيه، وقد يحصل العكس وهو الخسارة الفادحة<sup>2</sup>.

ومن خلال ما سبق يتبين أن المضاربة تقع بين الاستثمار والمقامرة، على اعتبار أن المستثمر مضارب لكن درجة تحمله للمخاطرة أعلى، في حين يبدي المقامر رغبة كبيرة في تحمل درجة عالية من المخاطرة تتعدى درجة المخاطرة التي يتحملها المستثمر والمضارب.

<sup>1</sup> محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ط3، 2005، ص: 65.

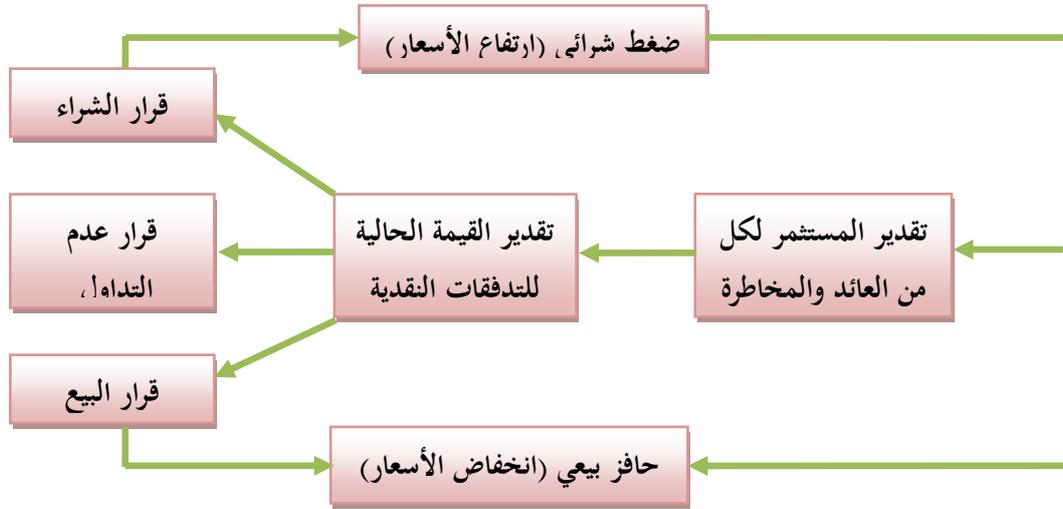
<sup>2</sup> قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة للنشر، ط 1، 2009، ص: 31، 32.

## 2-1-2 أنواع قرارات الاستثمار المالي: تنقسم قرارات الاستثمار المالي إلى<sup>1</sup>:

- **قرار الشراء:** يتخذ المستثمر قرار الشراء عندما يتوقع أن قيمة الورقة المالية المستهدفة، ممثلة بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية في إطار العائد والمخاطرة أكبر من سعرها السوقي، مما يولد لدى المستثمر الرغبة في الإقبال على شرائها لتحقيق مكاسب رأسمالية، ونظرا لأن قرار الاستثمار في سوق الأوراق المالية يستند إلى المبدأ السلوكي، فإنه يتولد ضغوط شرائية على تلك الورقة المالية، مما يؤدي إلى ارتفاع سعرها في الاتجاه الذي يخفض الفرق بين السعر السوقي المحدد وفقا لقانون العرض والطلب، والقيمة الحقيقية المحسوبة على أساس الخصم.
- **قرار الاحتفاظ (عدم التداول):** مع استمرار الضغوط الشرائية للورقة المالية، فإن سعرها يستمر بالارتفاع استجابة لآلية السوق (العرض والطلب)، إلى أن يتساوى مع القيمة الحقيقية محققا بذلك توازن السوق، عندها يتوقف المشترين والبائعين عن الشراء والبيع، لانتهاء إمكانية تحقيق المكاسب الرأسمالية نتيجة لتساوي القيمة الحقيقية بالقيمة السوقية.
- **قرار البيع:** بعد حالة التوازن تعمل ديناميكية السوق مجددا على خلق رغبات إضافية لشراء تلك الأداة من مستثمر جديد، حيث يوجد في السوق من يرى أن الورقة المالية مازالت مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية في تلك اللحظة، وبالتالي يعرض سعرا جديدا للأداة، مما يؤدي إلى ارتفاع سعرها أكثر تاركا وراءه حافزا لدى غيره للبيع تحسبا لمخاطر انخفاض سعرها مستقبلا، مما يخلق ظرفا جديدا ينعكس على آلية السوق، بمعنى يصبح المعروض من الأداة أكبر من الطلب عليها، حينها يتجه سعر السوق للهبوط، وهذا ما يمكن توضيحه من خلال الشكل التالي:

<sup>1</sup> محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2005، ص: 17.

شكل (2-1): نموذج القرار الاستثماري



المصدر: محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص: 17.

### 3-1-2 أثر السيولة على القرار الاستثماري

ترتبط السيولة ارتباطاً مباشراً بتكلفة التداول، وبالنسبة للمستثمرين فإن السيولة تعكس قدرتهم على تحويل أصولهم إلى نقد وبالتالي فهي جزء من القرار الاستثماري، كما أن خطر السيولة عاملاً يؤثر على عوائد الأوراق المالية، أما بالنسبة للدولة وصناع السوق فإن السيولة عامل للاستقرار المالي وبالتالي الاستقرار الاقتصادي ككل. وقد وردت العديد من التعريفات للسيولة نذكر منها<sup>1</sup>:

يعرف Grossman & Mikker (1988) السيولة بأنها "التكلفة الآنية"، بمعنى تكلفة التحويل إلى نقد وبشكل آبي.

وفي تعريف Aithen & Ford (2003) فإن السيولة هي "قدرة المستثمرين على تحويل أسهمهم إلى نقد، وبأقل تكلفة تداول".

أما Thomas (2006) فقد عرف السوق السائلة بأنها "السوق التي يستطيع من خلالها المستثمرين بيع أو شراء كمية كبيرة وغير محددة من الورقة المالية، بشكل آبي وبسعر مقارب للسعر الذي يرغبون به".

مما سبق نستنتج أن السيولة هي قدرة المستثمر على بيع وشراء الورقة المالية، في الوقت الذي يرغب به وبأقل تكلفة ممكنة.

<sup>1</sup> دوما وليد حنا الرظي، مرجع سبق ذكره، ص: 58.

كما يمكن تعريفها بأنها سهولة تسويق الورقة المالية، وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة.

أما سيولة السوق فتعني الدرجة التي يتم بها بيع وشراء الأوراق المالية في السوق، دون أن يكون لحجم هذه العمليات تأثير على أسعار الأسهم في السوق، ففي السوق التي تتصف بالسيولة فإن بيع حجم كبير من الأسهم يجب أن يتم دون إحداث تأثير مادي ملموس على الأسعار، أما السوق الذي لا يتصف بالسيولة فإن بيع أو شراء كميات كبيرة من الأسهم، سوف يترك أثرا ماديا ملموسا على أسعار الأسهم، مما يؤدي إلى عدم تمكن المستثمرين في السوق من بيع كميات كبيرة من الأسهم دون تحمل خسائر ناتجة عن انخفاض الأسعار، كما أن مفهوم السيولة يشترط توفر حجم كبير للتداول، بحيث يستطيع المستثمر تحويل أصوله المالية إلى نقد بسرعة، ويعتبر معدل دوران السهم أحد مقاييس السيولة في السوق، فارتفاعه يعني أن نسبة كبيرة من الأسهم قد تم تداولها.

وقد لخص (1985) Kyle & (1990) Harries أبعاد السيولة فيما يلي<sup>1</sup>:

✓ **الآنية أو الفورية (Immediac)** : وهي الوقت الذي يلزم لتسييل الأصل المالي، حيث كلما كان أقصر كلما كانت سيولة الورقة المالية أكبر، ويتم قياس الآنية من خلال معدل التداول في وحدة زمنية واحدة، أو من خلال الوقت المستغرق بين عملية تداول وأخرى، أو الوقت اللازم لبيع أو شراء كمية معينة من الأسهم.

✓ **العرض أو الاتساع (WidthTightness) (السعة)**: عرف (1985) Kyle الاتساع بأنه "تكلفة التحول من مركز لآخر في فترة زمنية قصيرة"، بمعنى آخر فإن العرض أو الاتساع هو تكلفة التداول الآني التي تشير إلى قدرة المستثمر على التداول دون أن يتغير سعر الورقة المالية تغيرا كبيرا، ويتسم السوق بالسعة عندما يوجد عدد كبير من أوامر البيع والشراء للورقة المعنية مما يخلق استقرارا نسبيا في سعرها، وبالتالي يقلل من مخاطر التعرض للخسائر الرأسمالية، وفي مثل هذا السوق يضعف الدافع لدى البائع أو المشتري لتأجيل القرار، كما يتوقع أن يقبل صانع السوق هامش صغير، على أمل أن يعوض ذلك ارتفاع معدل دوران الورقة المعنية<sup>2</sup>.

وتقاس السعة بالفرق بين أعلى سعر متوفر لأمر الشراء وأقل سعر متاح لأمر البيع، ويسمى هذا الفارق هامش سعر الشراء والبيع (حيث أن المخاطرة تميل إلى الانخفاض)<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص ص: 58، 59.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 535.

<sup>3</sup> منتدى الاستراتيجيات الأردني ورقة سياسات بورصة عمان: الطريق إلى الأمام، 2017-09-26، ص: 9، متاح على الموقع الإلكتروني:

✓ **العمق (Depth):** يشرح Kyle عمق السوق بأنه قدرة هذا الأخير على استيعاب كميات كبيرة من التداول، دون أن يتأثر السعر بشكل كبير، وبالتالي فإن عمق السوق هو مؤشر على حجم التداول، الذي يستطيع المستثمر أن يتداوله بشكل آني دون تغيير السعر بشكل كبير، وعليه كلما كان العمق أكبر كانت السوق أكثر سيولة.

ويُقاس عمق السوق بعدة مقاييس منها حجم التداول النقدي، عدد الأسهم المتداولة، وعدد مرات التداول.

✓ **المرونة:** عرفها Kyle بأنها "السرعة التي ترجع فيها الأسعار إلى قيمتها السابقة بعد صدمة معينة، حيث تعكس الفترة الزمنية التي تلزم لترجع الأسعار إلى مستوياتها الطبيعية، بعد تغير كبير في السعر أو صفقة تداول كبيرة، وتقاس المرونة من خلال منحني رد فعل السوق، حيث كلما ازدادت مرونة الورقة المالية ارتفعت سيولتها. ومن الأساليب التي تسهم في تحقيق السيولة للأوراق المالية التي تصدرها الشركات ما يلي<sup>1</sup>:

- طرح الأسهم للاكتتاب العام بدلا من طرحها للاكتتاب الخاص، إذ يتيح الطرح العام للأسهم إمكانية إعادة بيعها في أي وقت، الأمر الذي ينشط من حركة التداول للسهم بالسوق ويسهم في رفع سيولته.
- تسجيل الأوراق المالية في السوق، حيث يساعد المستثمرين باستمرار على الحصول على معلومات عن الشركة المصدرة للأوراق المالية، والصناعات التي تنتمي إليها، فضلا عن توفير معلومات عن التغيرات التي تطرأ على القيمة السوقية للأسهم بشكل مستمر، الأمر الذي يشجع المستثمرين على التعامل في الأوراق المسجلة بشكل يساعد على تحقيق سيولة أفضل لهذه الأوراق مقارنة بغيرها.
- إصدار الأوراق المالية بقيمة اسمية صغيرة والذي قد يساهم في جذب المستثمرين من ذوي الموارد المالية المحدودة، بشكل يعزز من سيولة هذه الأوراق، الأمر الذي يؤدي إلى تزايد الإقبال عليها ومن ثم زيادة معدل دورانها.. وتقاس السيولة بعدة مقاييس حيث<sup>2</sup>:

صنفها (Aitken & Ford (2003 إلى مقاييس تداول ومقاييس أوامر، حيث تتضمن مقاييس التداول حجم وعدد مرات التداول، ومعدل دوران الأصل المالي، أما مقاييس الأوامر، فإنها تعكس أوامر البيع والشراء، تتضمن الفرق سعري وعمق السوق.

<sup>1</sup> عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص: 66.

<sup>2</sup> اعتمادا على المراجع التالية :

دعما وليد حنا الرضي، مرجع سبق ذكره، ص: 60 - 79.

في حين اقترح (Wyss 2004) تصنيفاً آخرًا لمقاييس السيولة، حيث صنفها إلى مقاييس أحادية البعد ومقاييس متعددة الأبعاد.

تتضمن المقاييس أحادية البعد، مقاييس الفرق السعري ومقاييس العمق ومقاييس حجم التداول ومقاييس الزمن، في حين تتضمن المقاييس المتعددة الأبعاد، مقاييس التأثير السعري، كميل السعر، السيولة المركبة، نسبة السيولة، نسبة التدفق، نسبة الأمر، التأثير السوقي، التأثير السعري، وعمق التأثير السعري.

وتكمن أهمية السيولة من خلال تأثيرها على مختلف أصحاب المصلحة في الأسواق المالية:<sup>1</sup>

✓ فيما يخص المستثمرين ترتبط الأسواق الأكثر سيولة بانخفاض تكاليف التداول والقدرة على التحرك بسهولة أكبر (بيعا وشراء) وتقلب اقل في الأسعار.

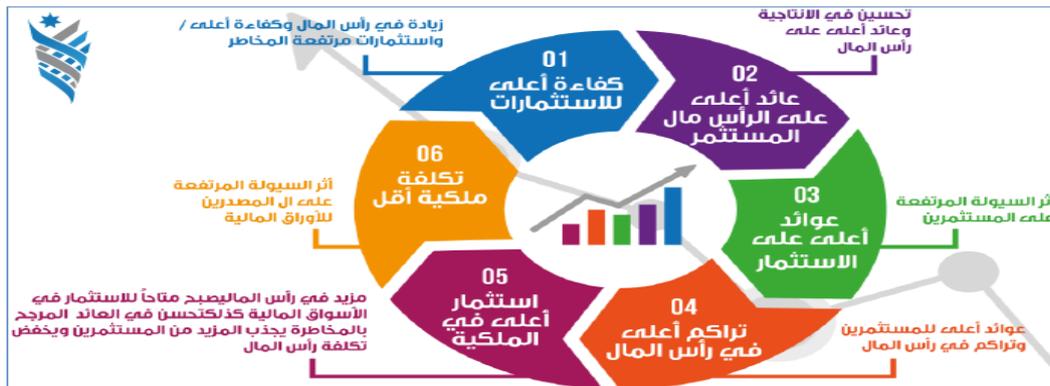
✓ فيما يخص المصدرين للأوراق المالية (الاكتتابات) ينجذب هؤلاء إلى الأسواق الأكثر سيولة، حيث أنها تقلل من تكلفة زيادة رأسمالهم، وتمنحهم تقييماً أكثر دقة لأسعار أسهمهم.

✓ تسعى الأسواق المالية إلى زيادة جاذبيتها للشركات والمستثمرين، والذي يعني زيادة استخدام السوق والثقة بها، وزيادة القدرة على جذب أصحاب المصلحة الجدد وزيادة الإيرادات المباشرة (رسوم التداول) وغير المباشرة (توسيع عرض الخدمات).

✓ تستفيد الشركات وذلك بالحصول على رأس المال بتكلفة معقولة وزيادة الاستثمار في أعمالها مستقبلاً مما يؤدي إلى زيادة فرص العمل ومساهمة الشركات الإجمالية في الاقتصاد.

وفيما يلي شكل يوضح فوائد السيولة للشركات والاقتصادات الوطنية

شكل (2-2): فوائد السيولة للشركات والاقتصادات



المصدر: منتدى الاستراتيجيات الأردني، مرجع سبق ذكره، ص: 9.

<sup>1</sup> منتدى الاستراتيجيات الأردني ورقة سياسات بورصة عمان 2017-09-26، مرجع سبق ذكره ص: 8.

## 2-1-4 أثر عدم تماثل المعلومات على القرار الاستثماري

يقصد بعدم تماثل المعلومات اقتصارها على فئة معينة من المتعاملين دون غيرهم في الغالب يطلق عليهم العاملين بواطن الأمور، كأعضاء مجلس الإدارة، وكبار المتعاملين في الشركات، أو استفادتهم من ميزة الأسبقية في الحصول على المعلومات التي تسمح لهم باتخاذ قرارات البيع والشراء قبل غيرهم من المتعاملين<sup>1</sup>، وذلك قبل نشرها في التقارير والقوائم المالية، وبالتالي زيادة تكاليف المعاملات وتناقص حجم السيولة كنتيجة لتراجع عدد الأوراق المالية المتداولة، مما يؤدي إلى تخصيص غير الكفاء للموارد المالية المتاحة للاستثمار.

كما يرجع سبب عدم كفاءة نظام المعلومات إلى التأخر في نشر المعلومات والبيانات مما يقلل من فائدتها، وبالتالي يتوقع أن تسود ظاهرة عدم تماثل المعلومات، التي تؤدي إلى تحقيق بعض العوائد غير العادية، أما العامل الآخر الذي يمكن أن يكون وراء عدم كفاءة نظام المعلومات، فيتمثل في نوعية المعلومات التي تتضمنها التقارير والقوائم المالية المنشورة، بحيث يفشل المتعاملين في اتخاذ القرارات الاستثمارية بسبب عدم حصولهم على جميع المعلومات الضرورية أو لإغفالها بعض المتغيرات الرئيسية، التي تساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

كما قد يسعى الوسطاء في سوق الأوراق المالية إلى تشجيع وتحفيز عملائهم على تنفيذ صفقات بيع وشراء أوراق مالية دون مبررات اقتصادية قوية، ومحاولة تفعيل المضاربات القائمة على التقديرات المتباينة، مما يؤثر على طبيعة التداول داخل السوق، الذي يترتب عليه آثارا تنعكس على القرار الاستثماري و على سمعة السوق، وأحيانا على اقتصاد البلد ككل.

## 2-2- الأوراق المالية

2-2-1 تعريف الأوراق المالية: تعرف الأوراق المالية بأنها "الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات والمصارف والمؤسسات العامة وغيرها، وهي صكوك طويلة الأجل تصدر لمدة حياة الشركة فيما يتعلق بالأسهم، أو لعدد من السنوات فيما يتعلق بالسندات، مما يجعلها عرضة لتقلب الأسعار في السوق حسب الظروف الاقتصادية"<sup>2</sup>، وتعتبر بمثابة التمثيل القانوني لحق المستثمر في الحصول على العوائد المتوقعة في المستقبل في ظل شروط محددة مسبقا.

وفي تعريف آخر، فإن الأوراق المالية "هي مصدر من مصادر التمويل طويل الأجل بالنسبة للمؤسسة، تلجأ إليها لتأمين احتياجاتها التمويلية من رؤوس الأموال بغرض تمويل الاستثمارات، وينتج عن ذلك إما ديناً في حالة إصدار

<sup>1</sup> دريد كامل ال شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 87.

<sup>2</sup> مريم عديلة، مطبوعة في مقياس البورصة والأوراق المالية، جامعة قلمة، الجزائر، 2015، ص: 16.

السندات أو مشاركة في الملكية في حالة إصدار الأسهم، كما يمكن للدولة أن تصدر أوراقا مالية لتمويل المشروعات العامة أو لتغطية العجز، أو لأغراض أخرى كامتصاص جزء من الكتلة النقدية المتداولة في فترات التضخم<sup>1</sup>.

## 2-2-2 قيد الأوراق المالية في البورصة: يفتح القيد في البورصة للمستثمرين أفرادا كانوا أم شركات مجالات

عديدة للحصول على رؤوس الأموال اللازمة لتمويل أنشطتهم، وقيد الورقة المالية (السند أو السهم) يعني قبوله للتداول، حيث يعرض للتسعير في جداول البورصة بناء على طلب الجهة المصدرة، يتم قيد الورقة المالية وشطبها بقرار من إدارة البورصة، كما قد يكون القيد في نوعين من الجداول إما الجداول الرسمية أو الجداول غير الرسمية.

إن قبول الأوراق المالية في جدول الأسعار الرسمي هو الأساس الذي تقوم عليه البورصة، حيث لا يجوز التداول في غير المكان المخصص لعقد العمليات، أو في غير المواعيد المحددة لذلك، فقيد الأوراق المالية يمكن المتعاملين من مراقبة الأسعار باستمرار والتعرف على المركز المالي للشركات.

وسوق الأوراق المالية بقبولها الأوراق المالية في تسعيرها الرسمية، فهي بذلك لا تتحمل أية مسؤولية جراء تقلبات الأسعار أو قيمة الورقة المالية، كما أن قبول الورقة المالية للإدراج في البورصة، بعد التأكد من توافر الشروط القانونية الخاصة بإدراجها في التسعيرة، يسمح بالحصول على مصادر التمويل.

ويعد الإدراج وسيلة من وسائل الإعلان والدعاية، حيث يستفيد الجمهور من هذا الإدراج، وذلك بإمكانية بيع الأوراق المالية في أسرع وقت، وحصول حاملها على مستحقاتهم في المواعيد المحددة، كما أن الشفافية والإفصاح يشجع المستثمرين على زيادة توظيف مدخراتهم<sup>2</sup>، وبذلك تفضل الأوراق المدرجة في التسعيرة على غيرها، كما أنه وبفضل التسعيرة يستطيع حملة الأوراق المالية مراقبة الأسعار اليومية، وذلك لاتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة وفي وقتها المناسب.

كما يصبح لدى الشركات وسائل ومصادر متعددة لزيادة رأسمالها والذي يرجع إلى معرفة المستثمرين المحتملين بها، كما أن الأوراق المالية المدرجة تمكن المستثمرين من التقدم بطلب الحصول على قروض عن طريق تزويد البنوك بضمان إضافي<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، الهياكل، الأدوات، الاستراتيجيات، دار الهدى للنشر، عين مليلة، الجزائر، ج2، ط1، 2011، ص: 695.

<sup>2</sup> هشام فضلي، تداول الأوراق المالية والقيد في الحساب، الدار الجامعية الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2005، ص: 12.

<sup>3</sup> منتدى الاستراتيجيات الأردني، مرجع سبق ذكره ص: 8.

## 2-2-3 أنواع الأوراق المالية: تنقسم الأوراق المالية إلى مجموعتين<sup>1</sup>:

• أوراق مالية أساسية (Fundamental): وهي في طبيعتها محررات كتابية، قد تكون حق ملكية وحصّة في الربح المحقق مع الحق في الإدارة مثل الأسهم، أو حق دائنية مقابل فائدة ثابتة مثل السندات، أو حق ملكية وحصّة في الربح بدون حق في الإدارة مثل: صكوك التمويل، صكوك الاستثمار، وثائق الاستثمار، أو حق في الربح فقط مثل حصص التأسيس؛

• أوراق مالية مشتقة (Derivatives): ويقصد بها العقود التي تشتق قيمتها من قيمة الأصول المتداولة في السوق الحاضرة، تتمثل أساسا في العقود الآجلة، المستقبلية، الخيارات وعقود المبادلة، إضافة إلى التوريق الذي يجمع بين الاقتراض والمشتقات المالية.

2-2-3-1 الأوراق المالية الأساسية: وتنقسم إلى أدوات ملكية (أسهم) وأدوات المديونية (سندات) .

### 2-2-3-1 أدوات الملكية (الأسهم)

1 - تعريف الأسهم: لقد وردت العديد من التعريفات للأسهم، حيث يعرفها جبار محفوظ بأنها "شهادات مرقمة تسلسليا ليس لها تاريخ استحقاق، تحمل قيمة تعرف بالقيمة الاسمية، خلافا للقيمتين السوقية والدفترية"<sup>2</sup>، وقد يكون السهم لحامله وبذلك فإن تداوله يتم بانتقاله من مشتري لآخر دون المرور بالشركة المعنية، كما قد يكون اسميا، وعليه فإن تداوله عادة ما يتطلب إعلام الشركة بالصفقة لإتاحة الفرصة لها بتسجيل العمليات في دفاترها، كما قد تكون الأسهم محررة كليا وذلك بدفع المكتتب ثمنها كاملا، كما قد تكون محررة جزئيا وذلك بدفع جزء من قيمتها أثناء الإصدار، على أن يدفع الباقي في فترات لاحقة متفق عليها<sup>3</sup>.

وفي تعريف آخر فإن الأسهم عبارة عن " رأس المال المكتتب من قبل المستثمرين والذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة، ويعبر كلا من رأس المال المعلن ورأس المال الفعلي ورأس المال المساهم عن القيمة الكلية للأسهم"<sup>4</sup>.

ومما سبق فإن السهم هو حصّة في رأس مال شركة المساهمة، يمثل بورقة مالية طويلة الأجل قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، وتعد أداة لتكوين رأس مال الشركة أو رفعه عند الحاجة إلى التمويل.

<sup>1</sup> عبد الكريم قندوز، مرجع سبق ذكره، ص: 30.

<sup>2</sup> جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، الهياكل، الأدوات، الاستراتيجية، ج2، مرجع سبق ذكره، ص: 697.

<sup>3</sup> المرجع نفسه .

<sup>4</sup> عديلة مريم، مرجع سبق ذكره، ص: 17.

2- أنواع الأسهم: تنقسم الأسهم من حيث الحقوق إلى: أسهم عادية وأسهم ممتازة.

### أولاً: الأسهم العادية

عرفت الأسهم العادية بأنها "مستند ملكية في شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم، ليس لها تواريخ استحقاق محددة طالما أن الشركة قائمة ومستمرة"<sup>1</sup>.

كما يعرف السهم العادي بأنه "أداة ملكية ذات صفة مالية قابلة للتداول، يمثل حقا لحامله بذمة الجهة المصدرة في الحصول على عوائد غير ثابتة، إلى جانب حصة من رأس مال الشركة والمثبتة بشهادة السهم"<sup>2</sup>.

وتمر الأسهم العادية بمرحلتين في التعامل:

الأولى: يتم فيها الاكتتاب العام في السوق الأولية، وبالتالي تعد إضافة حقيقية إلى رأسمال الشركة؛

الثانية: يتم التداول عليها في السوق الثانوية، وبأسعار تخضع لقوى العرض والطلب.

وللأسهم العادية عدة قيم وهي:

✓ **القيمة الاسمية:** وهي القيمة الأصلية التي يتم طرح السهم بها تمثل القيمة المثبتة في شهادة السهم، تحدد وفق قانون الشركات لذلك يطلق عليها القيمة القانونية، وهي قيمة متساوية لجميع الأسهم المصدرة والتي تتحدد من خلالها نسبة مساهمة المستثمر برأس مال الشركة،<sup>3</sup> وعلى أساسها يتم توزيع الأرباح كنسبة مئوية تحسب كالتالي:

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

✓ **القيمة السوقية:** وهي القيمة التي يتم التعامل بها تتغير تبعا لعدة عوامل منها العرض والطلب، ربحية الشركة، توقعات نموها، مركزها المالي، توزيعات الأرباح، المضاربة، بالإضافة إلى أسعار الفائدة السائدة في السوق، كما يتم على أساسها حساب الأرباح و/أو الخسائر الرأسمالية، وقد تكون القيمة السوقية أكبر أو أقل من القيمة الاسمية وذلك حسب أداء الشركة ومستوى أرباحها<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> عاطف وليد اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، ط1، الإسكندرية، مصر، 2006، ص: 149.

<sup>2</sup> عديلة مرمت، مرجع سبق ذكره، ص: 18.

<sup>3</sup> خالد احمد فرحان، رائد عبد الخالق، مرجع سبق ذكره، ص: 46.

<sup>4</sup> أمين السيد احمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2005، ص ص: 25 ، 26.

ويتوقف السعر السوقي للسهم عموماً على عدة عوامل منها: الأرباح المحققة والمتوقعة، نسبة الأرباح الموزعة، تقدير الخطر الخاص بالشركة المصدر، نسبة المديونية، معدل نمو الشركة، طبيعة نشاط الشركة، الأرباح الموزعة في شركات تنشط في نفس القطاع، الوضع الاقتصادي السائد... وغيرها<sup>1</sup>.

✓ **قيمة الإصدار:** وهي القيمة التي يصدر بها السهم لأول مرة ولا يجوز إصدار السهم بقيمة أعلى أو أقل من القيمة الاسمية، سواء عند التأسيس أو زيادة رأس مال الشركة، غير أنه يوجد بعض الاستثناءات التي يجوز فيها لمجلس الإدارة أن يصدر أسهماً بأعلى من قيمتها وذلك بناءً على تقرير مراقب الحسابات، حيث يسجل الفرق في الاحتياطي الإجباري على أن لا يوزع في شكل أرباح، وفي حالة الإصدار بأقل من القيمة الاسمية فإن مالكي الأسهم ملزمون بتسديد الفرق إلى الشركة في حالة الخسارة والتصفية<sup>2</sup>.

✓ **القيمة الدفترية:** تعتبر القيمة الدفترية مفهوماً محاسبياً كونها تعبر عن القيمة المثبتة في سجلات الشركة، وهي مؤشر لقوة حقوق المالكين، لذلك فإن نموها من المؤشرات المهمة للمستثمر كونها تدل على قدرة الشركة في التوسع والاستمرار، وأن مضاعفة القيمة الدفترية للسهم العادي (P/Bv) (سعر إغلاق السهم إلى قيمته الدفترية)، يجب أن يكون أكبر من الواحد الصحيح للدلالة على جاذبية أسهم الشركة، تحسب بالعلاقة التالية<sup>3</sup>:

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

$$= (\text{رأس المال} + \text{الاحتياطيات} + \text{الأرباح غير الموزعة}) / \text{عدد الأسهم المصدرية}$$

✓ **القيمة التصفوية:** هي القيمة التي يتوقع أن يحصل عليها حامل السهم في حالة تصفية الشركة وسداد التزاماتها، إلى جانب حقوق الأسهم الممتازة<sup>4</sup>، وغالباً ما تكون قيمة الأصول عند بيعها أثناء التصفية أقل من قيمتها الدفترية.

✓ **القيمة الحقيقية (Intrinsic Value):** كما أن للسهم قيمة حقيقية تدل على القيمة العادلة التي تبررها الأرباح، وربحية السهم الواحد، وتوزيعات الأرباح، ومعدل النمو؛

<sup>1</sup> جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، الهياكل، الأدوات، الاستراتيجيات، ج2، مرجع سبق ذكره، ص: 701.

<sup>2</sup> عديلة مرمت، مرجع سبق ذكره، ص: 18.

<sup>3</sup> خالد أحمد فرحان، رائد عبد الخالق، مرجع سبق ذكره، ص: 46.

<sup>4</sup> عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر، عمان، الأردن، 2010، ص: 161.

وعادة ما تتساوى القيمة الحقيقية للسهم العادي مع قيمته في السوق، في حالة توفر معلومات أساسية وجديدة عن المنشأة، ولجميع المستثمرين في سوق مالية تتسم بالكفاءة، ومن الممكن أن تختلف قيمة السهم في السوق عن قيمته الحقيقية بسبب المضاربة، والتلاعب في أسعار الأسهم في السوق، وعدم توفر المعلومات عن أداء المنشأة.

تمثل القيمة الحقيقية للسهم، القيمة المحصومة للتدفقات النقدية، بمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين، يطلق عليها أيضا القيمة العادلة (Fair Value)، فإذا ما تحققت هذه القيمة في البورصة، فإنها تعكس حالة توازن السوق، لتؤثر مدى استجابة السوق للمعلومات الجديدة، بهدف تصحيح اتجاهات حركة الأسعار السوقية نحو قيمتها الحقيقية. إن تحليل المستثمر للقيمة الحقيقية ومقارنتها بالأسعار السائدة في السوق، يسمح له بتحديد إذا كان السهم ذو تسعير مضخم (Over Priced) أو ذو تسعير مخفض (Under Priced).<sup>1</sup>

تتميز الأسهم العادية عن غيرها من الأدوات المالية بعدة خصائص أهمها<sup>2</sup>:

✓ عددها محدد في القانون الأساسي لشركة المساهمة، بمعنى أكبر عدد يمكن إصداره من تلك الأسهم دون تغيير في ذلك القانون، غير أنه بإمكان الشركة أن تصدر عددا من الأسهم العادية أقل من العدد المحدد في القانون الأساسي، حتى تترك مجالا للتصرف في عدد الأسهم المتداولة بين الجمهور، ومقابلة بعض المتطلبات والأوراق القابلة للاستبدال.

✓ حق الملكية في موجودات الشركة وذلك بمقدار نسبة المساهمة في الأسهم المصدرة، مع استمرار الحق إلى غاية تصفية الشركة ما لم يتم التنازل عنها في السوق الثانوية.

✓ حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة المعروضة أو أوراق مالية قابلة للتحويل إلى أسهم عادية، وذلك بنسبة ما يمتلكونه من أسهم قديمة، وفي الغالب يتم بتحويل جزء من حصص المساهمين في الأرباح الموزعة إلى أسهم جديدة تضاف إلى الأسهم قديمة.

✓ حق بيع الأسهم المملوكة في السوق الثانوية وبالتالي قابلية السهم للتداول، دون الرجوع إلى الشركة المصدرة والمطالبة بقيمة السهم.

تساوي القيمة الاسمية للسهم في الإصدار الواحد.

<sup>1</sup> خالد أحمد فرحان، رائد عبد الخالق، مرجع سبق ذكره، ص: 47.

<sup>2</sup> اعتمادا على المراجع التالية:

جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، الهياكل، الأدوات، الاستراتيجيات، ج2، مرجع سبق ذكره، ص: 698 - 708.

✓ حق حضور الجمعية العامة سواء العادية منها أو الاستثنائية والتي غالباً ما تنعقد كل سنة للمصادقة على الحسابات الختامية للشركة، تخصيص النتائج، انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، مناقشة توزيع الأرباح، تعديل القانون الأساسي للشركة، رفع رأس مال الشركة، الاندماج مع شركة أخرى أو عمليات السيطرة والاستحواذ... وغيرها.

✓ لا تشكل التزامات على الشركة المصدرة وليس لها تاريخ استحقاق، وبالتالي فلا ضرورة لتخصيص مبالغ إطفاء كالتالي تخصص عند التمويل بالسندات؛

✓ ومن سلبياتها ارتفاع تكاليف إصدارها مقارنة بالسندات، وعدم إعفاء توزيعات الأرباح من الضرائب، واحتمال فقدان السيطرة على إدارة الشركة، بسبب سهولة التبادل السريع للأسهم، وبالتالي تستطيع أي جهة شراء حصة كبيرة من الأسهم، مما يمكنها من ممارسة السيطرة على إدارة الشركة المصدرة لها<sup>1</sup>.

✓ ترتبط أرباح الأسهم بنتائج النشاط ولا يتم توزيعها إلا إذا تقرر ذلك في الجمعية العمومية، كما أنها غير معروفة مسبقاً، سواء من حيث المبلغ أو التوقيت، وتتغير من سنة لأخرى، يجري توزيعها بعد تسديد الديون وعوائد الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالسندات والأسهم الممتازة.

✓ علاوة على ذلك فإنه يحق لشركة المساهمة سحب جزء من أسهمها من التداول وذلك بشرائها من حملتها، كما يحق لأي مستثمر الاستحواذ على عدد كبير من أسهم الشركة، وفي حدود ما يسمح به القانون، وعادة ما يتم ذلك بأسعار أعلى من الأسعار السائدة في البورصة.

### ثانياً: الأسهم الممتازة

يطلق عليها الأوراق المالية الهجينة، تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات، حيث تشبه السندات في حصولها على عائد محدد من التوزيعات، وتشبه الأسهم العادية من حيث عدم المطالبة القانونية بالتوزيعات إن لم تتحقق<sup>2</sup>، تأتي في المرتبة الثانية بعد السندات وقبل الأسهم العادية في الحصول على العائد والحقوق عند تصفية الشركة، تصدر بشروط تكفل استدعائها في وقت لاحق أو تحويلها إلى أسهم عادية، وبشروط معينة ينص عليها في عقد الإصدار<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> عقل المنلج، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، ط1، المجتمع العربي للنشر، عمان، الأردن، 2006، ص: 113.

<sup>2</sup> محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، ط1، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1998، ص: 14.

<sup>3</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، 2001، ص: 252.

كما يطلق عليه سهم الأولوية أو الأفضلية، حيث يتخذ الامتياز الممنوح لهذا السهم إحدى الأشكال التالية<sup>1</sup>:

- منح حامله حق الأولوية في الأرباح؛
  - منح حامله حق الأولوية على حملة الأسهم العادية عند تصفية الشركة.
- توضح خصائص الأسهم الممتازة أوجه الاختلاف مع الأسهم العادية، نوجزها في النقاط التالية:<sup>2</sup>
- ✓ لحامل السهم الممتاز الأولوية على حملة الأسهم العادية في الحصول على توزيعات الأرباح، وفي الحصول على الأموال الناتجة عن تصفية الشركة.
- ✓ عائد السهم الممتاز ثابت ولا يتأثر بوضع الشركة.
- ✓ ليس لحامل السهم الممتاز نصيب في الأرباح المحتجزة، لذا فإن قيمته الاسمية تساوي قيمته الدفترية.
- ✓ يتم إصدار الأسهم الممتازة عند إنشاء الشركة ورفع رأسمالها وقبول مساهمين جدد، أو بغرض الحصول على رؤوس الأموال الضرورية لتمويل عمليات التوسع أو تسديد الديون، بما في ذلك تسديد السندات في تاريخ الاستحقاق.
- ✓ إصدار الأسهم الممتازة يساهم في تخفيض نسبة الرفع المالي (الاقتراض)، وكثيرا ما تحتفظ الشركة المصدرة للأسهم الممتازة بحق الاستدعاء كالسندات.
- ✓ تمتاز الأسهم الممتازة بخاصية تجميع الأرباح، فإذا لم توزع أرباح على حملة الأسهم الممتازة لسنة أو أكثر، فإن ذلك يفرض على إدارة الشركة وعندما تقرر توزيع الأرباح دفع الأرباح المتأخرة لحملة الأسهم الممتازة، وذلك قبل توزيعها على المساهمين العاديين، غير أنها تأتي في المرتبة الثانية من حيث الأسبقية وذلك بعد حملة السندات والدائنين.
- ✓ للسهم الممتاز سمات محددة، فهو يصدر بقيم اسمية مختلفة تعد الأساس في احتساب العائد من السهم، ويحصل حاملها على أرباحهم قبل حملة الأسهم العادية، وبالمقابل ليس له حق التصويت وانتخاب أعضاء مجلس الإدارة.
- ✓ للأسهم الممتازة عيوبها جعلت الشركات تقلل من استعمالها كمصدر من مصادر التمويل، أهمها ارتفاع تكلفتها التي قد تصل إلى ضعف تكلفة التمويل عن طريق السندات، كما أن أرباحها الموزعة تخضع للضريبة في بعض التشريعات، وعليه فإن الشركة لا تستفيد من التسهيلات الضريبية (عدم خصم أرباحها من الأرباح الخاضعة للضريبة)، على الرغم من أنها من بين التكاليف التي تتحملها الشركة المصدرة، علاوة على ذلك ثقل الأرباح المتراكمة لسنوات متتالية والتي قد تعجز الشركة عن تسديدها بعد تأجيلها.

<sup>1</sup>شمعون شمعون، بورصة الجزائر، دار هومة للنشر، عين مليلة، الجزائر، ط2، 2005، ص:24.

<sup>2</sup>اعتمادا على المراجع التالية:

جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، الهياكل، الأدوات، الاستراتيجيات، ج2، مرجع سبق ذكره، ص: 712 – 719.

زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص:29.

2-3 تقييم الأسهم: يعبر مفهوم التقييم عن تقدير القيمة الحقيقية Intrinsic Value للسهم، وهي تلك القيمة التي تبررها حقائق اقتصادية ومالية، ومقارنتها بسعر السهم السائد في سوق الأوراق المالية (Price or Market Value)، لتحديد فيما إذا كان السهم مسعرا تسعيرا مضحما Overpriced أو مخفضا Underpriced، وذلك بقصد اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة (احتفاظ أو شراء أو بيع)، ففي حالة كون القيمة الحقيقية أكبر من سعر السهم السائد في السوق، فإن الطلب على شراء تلك الأسهم سوف يزداد بسبب التسعير المنخفض للسهم، وبالعكس إذا كان سعر السهم السائد أكبر من القيمة الحقيقية، فإن العرض لبيع الأسهم يكون أعلى من الطلب على شرائها بسبب التسعير المضحك للسهم، ومن ثم الوصول إلى حالة التوازن في كلا الحالتين، إلا أن حالة التوازن تلك لا تتسم بالاستقرار، إذ أن القيمة الحقيقية للسهم تتقلب باستمرار لتعكس مدى استجابة السوق للمعلومات الجديدة.

ويتجسد الهدف الرئيسي من تقييم الأسهم، في تحديد ما إذا كان سعر السهم في السوق مقيما بأكبر أو بأقل مما يجب، ليساعد المستثمرين على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، فيما يتعلق بالشراء أو البيع أو الاحتفاظ بهذه الأسهم، وأن تحديد القيمة الحقيقية للسهم يساعد في توفير آلية للتقييم، يمكن للمستثمر اعتمادها في الحكم على جدوى الاستثمار بالسهم من عدمه من خلال مقارنتها مع القيمة السوقية.

✓ فإذا كانت القيمة الحقيقية للسهم أقل من قيمته السوقية، فيكون تسعير السهم بأكبر مما يجب، ولا بد للمستثمر الذي يحمل السهم أن يبيعه تجنباً للخسارة.

✓ في حين إذا كانت القيمة الحقيقية للسهم أكبر من قيمته السوقية، فيكون السهم قد سعر بأقل مما يجب، وهذا يتيح للمستثمر تحقيق عوائد مرتفعة عند شرائه للسهم.

2-3-1 تقييم الأسهم العادية: هناك عدة نماذج لتقييم الأسهم العادية أهمها ما يلي:

### 2-3-1-1 نماذج القيمة الحالية

تعتمد نماذج القيمة الحالية على خصم التدفقات النقدية المتوقعة، باستخدام معدل العائد المطلوب (معدل الخصم)، وتباين نماذج القيمة الحالية من حيث طبيعة التدفقات الداخلة في عملية التقييم، والتي تكون إما في شكل توزيعات أرباح أو توقعات لأرباح رأسمالية عند بيع الأسهم.

### 2-3-1-1-1 التقييم بواسطة خصم التوزيعات

يعد نموذج خصم التوزيعات من أكثر أنواع النماذج استخداما، حيث يعتبر بأن التوزيعات هي التي ينبغي أخذها بعين الاعتبار عند القيام بعملية التقييم، يتطلب تطبيق هذا النموذج تقدير توزيعات الأرباح المستقبلية للسهم العادي

وتقدير معدل العائد المطلوب الذي يستخدم في خصم التوزيعات المستقبلية المتوقعة، وبحيث يكافئ درجة المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار، كما هو موضح بالمعادلة التالية:<sup>1</sup>

$$0 = \frac{D_1}{(1+k)^1} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_2}{(1+k)^2} \dots + \frac{D_n}{(1+k)^n} + \frac{Vn}{(1+k)^n}$$

$$0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+k)^t} + \frac{Vn}{(1+k)^n}$$

حيث:

$P_0$ : القيمة الحالية للسهم؛

$D_t$ : التوزيعات السنوية؛

$k$ : معدل الخصم (معدل العائد المطلوب).

تعرف المعادلة السابقة للتقييم بالصيغة الأساسية لـ Itwing Fisher تتماشى مع المستثمر الذي يرغب في الاحتفاظ بأسهمه إلى فترة معينة ثم يبيعها بعد ذلك أي عدم الاحتفاظ بها إلى الأبد، أما إذا قرر الاحتفاظ بها إلى الأبد فإن الحد الأخير من المعادلة يصبح معدوماً، بمعنى:<sup>2</sup>

$$\frac{Vn}{(1+k)^n} = 0$$

ومنه تصبح قيمة السهم تساوي:

$$0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

من المعادلة الأخيرة يتبين أن سعر السهم يساوي القيمة الحالية لجميع التوزيعات المستقبلية المتوقعة، كما تركز المعادلة على أرباح الأسهم وتجاهل الأرباح الرأسمالية، لأن جزء من هذه الأرباح يتم إعادة استثمارها، وكما يرى Jones أن هذه التوزيعات التي يحصل عليها المساهمين ما هي إلا جزء من العوائد التي يحققها السهم، لأن الجزء الآخر يمثل نصيب السهم من الأرباح المحتجزة والتي تنعكس على القيمة السوقية، وعند بيع السهم يحصل المستثمر عليها في شكل أرباح رأسمالية.<sup>3</sup>

وانطلاق من معادلة التقييم أعلاه، اشتقت ثلاث حالات للتقييم تتوقف على معدل نمو الأرباح الموزعة وهي:

<sup>1</sup> Z. Bodie & al, **Essential of Investment**, 4<sup>th</sup> edition, McGraw-Hill Companies, Inc, 2008, p: 410.

<sup>2</sup> جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، الهياكل، الأدوات، الاستراتيجيات، ج1، مرجع سبق ذكره، ص ص: 204، 205.

<sup>3</sup> C. Jones, Investments, Analysis & Management, 7<sup>th</sup> edition, New York, Tnc, 2000, p: 272.

### 2-1-3-2 نموذج خصم مقسوم الأرباح (النمو الصفري)

تفترض هذه الحالة ثبات مقدار الأرباح الموزعة، بمعنى افتراض تساوي التوزيعات السنوية، وعليه تصبح معادلة التقييم كالتالي:<sup>1</sup>

$$0 = \frac{D_1}{(1+k)^1} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots \frac{D_t}{k} = \frac{D}{k}$$

حيث :

**D**: تمثل توزيعات السهم العادي (Dividends per share) في نهاية السنة يتم حسابها وفق العلاقة التالية:

$$\text{توزيعات السهم العادي} = \frac{\text{الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

فعندما ينمو الاقتصاد بمعدلات جيدة فإن أرباح الشركات ترتفع، وبالتالي فإن الأرباح المخصصة للتوزيع على المساهمين ترتفع، وعلى العكس من ذلك فإذا شهد الاقتصاد تراجعاً فإن أرباح الشركات تميل إلى الانخفاض، مما يؤدي إلى انخفاض الأرباح الموزعة .

وما تجدر الإشارة إليه أن الأرباح يمكن أن تكون نقدية أو أسهم مجانية أو كلاهما، فالنقدية تدل على توفر السيولة بالمنشأة ومقدرتها على توليد التدفقات النقدية من أنشطتها التشغيلية، على عكس المجانية التي غالباً ما تلجأ إليها الشركات المتعثرة كوسيلة لإرضاء المساهمين عندما تعجز عن توفير النقد اللازم للتوزيعات.

### 2-1-3-2 نموذج خصم مقسوم الأرباح (النمو الثابت المستمر): يتم ذلك عندما تقوم الشركة بزيادة

الأرباح الموزعة سنوياً وبمعدل ثابت  $g$ .

فإذا كانت قيمة التوزيعات في الفترة الأولى معطاة بالصيغة التالية:

$$D_1 = D_0(1+k)^1$$

وفي الفترة التي تليها بالصيغة :

$$D_2 = D_0(1+k)^2$$

فإن توزيعات الفترات اللاحقة تكون كما يلي :

$$D_t = D_0(1+k)^t$$

وعليه فإنه من أجل فترة  $t$  تصبح معادلة تقييم الأسهم العادية وفق المعادلة التالية:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> P. Navatte, Instrument & Marché Financier, économica, Paris, 1992, p: 96.

<sup>2</sup> Ross, Stephen & al, Fundamentals of Corporate Finance, 9th edition, McGraw-Hill/ Irwin, New York, 2010, p: 235.

$$0 = \frac{D_1}{(1+k)^1} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} \dots + \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

وبتعويض معدل نمو التوزيعات السنوية  $g$  نحصل على المعادلة التالية<sup>1</sup>:

$$0 = \frac{D_0(1+g)^1}{(1+k)^1} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+k)^2} + \frac{D_0(1+g)^3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{D_0(1+g)^t}{(1+k)^t}$$

وباعتبار  $t$  تؤول إلى  $\infty$  تصبح المعادلة النهائية كما يلي:

$$0 = \frac{D_0(1+g)}{k-g}$$

مع العلم أن:  $k > g$

$g$ : معدل النمو الثابت للأرباح الموزعة: يتم حسابه وفق العلاقة التالية:

معدل نمو الأرباح الموزعة ( $g$ ) = معدل العائد على الاستثمار  $\times$  نسبة الأرباح المحتجزة

حيث<sup>2</sup>:

معدل العائد على الاستثمار = صافي الأرباح / إجمالي الأصول (الموجودات).  
نسبة الأرباح المحتجزة =  $1 -$  نسبة الأرباح الموزعة.  
نسبة الأرباح الموزعة = الأرباح الموزعة للسهم الواحد / ربحية السهم الواحد

## 2-3-1-4 نموذج خصم مقسوم الأرباح (مراحل النمو المتعددة): يفترض هذا النموذج أن أغلب

الشركات لها ثلاث مراحل نمو ، وهي مرحلة النمو والمرحلة الانتقالية ومرحلة النضج؛

ففي مرحلة النمو تشهد أرباح الشركة نمواً سريعاً ناتجاً عن تقديم منتج جديد أو التوسع في حصتها السوقية؛ وفي المرحلة الانتقالية تبدأ معدلات نمو أرباح الشركة تتباطأ نتيجة تباطؤ معدلات النمو الاقتصادي، وعند هذه النقطة تدخل الشركة مرحلة النضج، وتنمو أرباحها بمعدل مماثل لمعدل نمو الاقتصاد ، ونظراً لقصر المرحلة الانتقالية يرى أغلب المحللين الماليين أن الشركات تمر عموماً بمرحلتين : الأولى تسمى مرحلة النمو الطبيعي، والثانية مرحلة النمو غير الطبيعي.

وطبقاً لمراحل النمو فإن القيمة الحالية للسهم العادي تحسب وفق المعادلة التالية<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> علي محمد حسن الكشوان، محمد علي إبراهيم العامري، استخدام نموذج خصم المقسوم DDM في تقييم الأسهم بإطار التضخم دراسة تطبيقية، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد 11، العدد 35، 2016، ص: 7.

<sup>2</sup> المرجع نفسه.

<sup>3</sup> أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 198.

$$o = \sqrt{\frac{D_o(1+g_1)}{k-g_1} \left[ 1 - \left( \frac{1+g_1^n}{1+k} \right) \right] + \left( \frac{1+g_1^n}{1+k} \right) \times \frac{D_o(1+g_2)}{k-g_2}}$$

حيث:  $k > g_1, g_2$

$g_1$ : معدل النمو في المرحلة الأولى؛

$g_2$ : معدل النمو في المرحلة الثانية.

2-3-1-5 نموذج تقييم الأرباح: وفق هذا النموذج فإنه يتم تقييم السهم على أساس ربحيته، حيث تحسب أرباح السهم بقسمة الأرباح المتحققة على عدد الأسهم المصدرة، وتقييم السهم على أساس هذا النموذج يعني الموافقة مع الفكرة التي قدمها المعارضون، وهي أن الأرباح المتحققة من حق أصحاب المنتج فلا بد أن يكون تقييم السهم على أساس ربحيته المستقبلية وليس توزيعاته، وهو ما جاء به Myron Gordon & Eli Shapiro (1956) من خلال معادلة التقييم التالية<sup>1</sup>:

$$o = \sum_{t=1}^T \frac{E_t - R_t}{(1+k)^t}$$

حيث:

$E_t$ : ربحية السهم المتوقعة في نهاية الفترة  $t$ .

$R_t$ : الأرباح المحتجزة في الفترة  $t$ .

وما يعاب على نموذج تقييم الأرباح كما أشار إليها Jones، أنه إذا تم تقييم السهم على أساس ربحيته وليس توزيعات أرباحه، فإنه يتم احتساب مزدوج للتوزيعات (باعتبار الأرباح المحتجزة جزء من التوزيعات المستقبلية). وما تجدر الإشارة إليه أن الأرباح الرأسمالية تمثل مقدار الارتفاع في سعر السهم في السوق الثانوية إذا أراد حامله التنازل عنه، وقد يكون ارتفاع سعر السهم بسبب الارتفاع العام لأسعار الأسهم في السوق (الاتجاه الصعودي)، أو بسبب تحسن أداء الشركة المصدرة و ربحيتها أو للسببين معا<sup>2</sup>.

علاوة على ذلك هناك العديد من المؤشرات المالية التي يسترشد بها المتعاملين في سوق الأوراق المالية لدى اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، سواء لبيع الأسهم أو شرائها أو الاحتفاظ بها ضمن محافظهم الاستثمارية.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، مصر، 1999، ص ص: 389 - 993.

<sup>2</sup> جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، الهياكل، الأدوات، الاستراتيجيات، ج1، مرجع سبق ذكره، ص: 701.

## 2-1-3-2 المؤشرات المالية لتقييم الأسهم العادية

2-1-3-2-1 عائد السهم العادي (EPS) **Earnings per share**: وتعد هذه النسبة ذات أهمية بالغة بالنسبة للمساهمين الحاليين أو المحتملين، تقيس ما يحققه السهم العادي من عائد على كل سهم، يحسب وفق العلاقة التالية<sup>1</sup>:

$$\text{عائد السهم العادي} = (\text{صافي الربح بعد الضريبة} - \text{توزيعات الأسهم الممتازة}) / \text{المتوسط المرجح لعدد الأسهم}$$

حيث كلما ارتفعت أرباح الشركة كانت قيمة السهم العادي مرتفعة أيضا، مما ينعكس بصورة إيجابية على الشركة، فتستحوذ بذلك على اهتمام المستثمرين وبالتالي يزيد الطلب على أوراقها مؤديا إلى ارتفاع سعرها. وتعتبر النسبة ذات أهمية بالنسبة للمستثمر والشركة المصدرة للورقة المالية، فهي تعتبر الأساس بالنسبة للمستثمر لمعرفة مدى نجاح أو فشل الشركة، كما تساعد المستثمر في اتخاذ القرار المتعلق بالأسهم الواجب الاحتفاظ بها أو التخلي عنها؛

أما بالنسبة للشركة فهي تعكس نشاط الشركة بشكل عام، وتعطي فكرة للمهتمين بأسهمها عن اتجاهات أسعارها المستقبلية، حيث تنص معظم المعايير المحاسبية الصادرة عن الجامعات المهنية على ضرورة الإفصاح عن هذه النسبة في القوائم المالية المنشورة.

2-2-1-3-2 مضاعف سعر السهم العادي **Price Earning Ratio (PER)**: يمثل النسبة بين سعر السهم عند الإقبال والربح الصافي له، يساعد المتعاملين على اتخاذ قرار شراء أو بيع الأسهم، يحسب وفق العلاقة التالية<sup>2</sup>:

$$PER = \frac{\text{Closing Price}}{E} = \frac{\text{Closing Price}}{\text{Earning. Per. Share}}$$

ويعبر المضاعف عن عدد السنوات التي يمكن من خلالها تغطية القيمة السوقية للسهم من خلال أرباحه السنوية، فكلما كانت قيمة المضاعف منخفضة نسبيا كان أفضل، وقد يعطي مؤشرا جيدا لشراء الأسهم، وعلى العكس من ذلك كلما ارتفعت نسبته عن متوسط الصناعة كلما كان ذلك دليل على تضخم السعر السوقي واحتمال هبوطه في المستقبل، كما تساعد هذه النسبة في استقراء الاتجاهات المستقبلية للأسعار السوقية لأسهم الشركات المدرجة، حيث يوجد لكل سوق مالية نسبة معيارية تمثل مضاعف سعر السهم السوقي، وعلى هذا الأساس يتوقع هبوط أسعار الأسهم

<sup>1</sup> خالد وهيب الراوي، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر، عمان، الأردن، 2000، ص: 287 .

<sup>2</sup> جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، الهياكل، الأدوات، الاستراتيجيات، ج1، مرجع سبق ذكره، ص: 215.

التي تتجاوز بكثير مضاعف السعر السوقي لسهمها النسبة المعيارية، في حين تقل مخاطر الاستثمار في أسهم الشركات التي تنخفض فيها نسبة مضاعف الربحية النسبة المعيارية.

غير أن اتخاذ قرار الاستثمار على أساس مضاعف سعر السهم العادي ينطوي على مخاطر منها:<sup>1</sup>

- تأثر النسبة بشكل كبير بمستوى الأرباح المعلن عنها والتي يمكن للشركة التحكم فيها بشكل مصطنع، كما تحمل تأثر أسعار الأسهم السوقية بالمعلومات الداخلية المتاحة للمطلعين فقط وليس لجمهور المستثمرين.

- انخفاض قيمة مضاعف الربحية قد لا يمثل بالضرورة صفقة مغرية للمستثمرين، فقد يكون الانخفاض ناتجا عن أنباء سيئة عن الشركة مما ينعكس سلبا على السعر السوقي لأسهمها، كما يرجع الانخفاض إلى تعرض الشركة لمخاطر كلية مرتفعة أو احتمالات نمو مستقبلية ضعيفة.

وما تجدر الإشارة إليه أن هناك علاقة عكسية بين مضاعف سعر السهم وأسعار الفائدة ومعدلات التضخم، فإذا ارتفع معدل سعر الفائدة فإن أسعار الأسهم تنخفض وبالتالي ينخفض مضاعف السعر والعكس<sup>2</sup>.

2-3-1-3-2 العائد على حقوق الملكية: يدل على قدرة الوحدة النقدية المستثمرة من حقوق الملكية على توليد أرباح صافية بعد الضريبة، يحسب وفق العلاقة التالية:<sup>3</sup>

$$\text{معدل العائد على حقوق الملكية} = \text{صافي الربح بعد الضريبة} / \text{حقوق الملكية}$$

حيث:

$$\text{حقوق الملكية} = \text{رأس المال المدفوع (أسهم عادية وأسهم ممتازة)} + \text{الاحتياطات المختلفة} + \text{الأرباح المحتجزة}$$

فكلما كانت النسبة مرتفعة أعطت صورة إيجابية عن وضع الشركة، والذي ينعكس في النهاية على أسعار أسهمها.

<sup>1</sup> محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2006، ص: 48.

<sup>2</sup> جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، الهياكل، الأدوات، الاستراتيجيات، ج1 مرجع سبق ذكره، ص: 217.

<sup>3</sup> غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص: 74.

2-3-2 تقييم الأسهم الممتازة: يتم تقييم الأسهم الممتازة كتقييم الأسهم العادية، وفق نموذج القيمة الحالية كما يلي<sup>1</sup>:

$$P_0 = \sum_{t=1}^T \frac{Dt}{(1+k)^t}$$

وباعتبار  $t$  تؤول إلى  $\infty$  تصبح المعادلة النهائية كما يلي:

$$P_0 = \frac{D}{k}$$

4-2 آليات التأثير على أسعار الأسهم: هناك بعض الظواهر المرتبطة بالأسهم العادية، تستخدمها الشركات في

التأثير على أسعار أسهمها سواء برفع السعر أو خفضه، وضمن ضوابط معينة نذكر منها<sup>2</sup>:

2-4-1 اشتقاق الأسهم (تجزئة السهم): قد تلجأ الشركة إلى تخفيض القيمة الاسمية للسهم، مما يضاعف عدد الأسهم التي يتكون منها رأس المال، وهو ما يطلق عليه اشتقاق الأسهم أو تجزئة الأسهم، بمعنى تجزئة السهم الواحد إلى سهمين أو أكثر، وتكمن الدوافع الأساسية وراء اشتقاق الأسهم في تشجيع التداول، ذلك أن تجزئة الأسهم يعمل على تخفيض قيمتها السوقية مما يتيح الفرصة لصغار المستثمرين لشرائها، مما يساعد على إضفاء صفة العمق والاتساع لتداول السهم وبالتالي زيادة الطلب عليه، وتوفر الفرص لارتفاع سعره مستقبلاً بسبب زيادة إقبال المستثمرين على شرائه، ولتوضيح كيفية اشتقاق الأسهم نأخذ المثال التالي:

<sup>1</sup>L. William. R. Financial Management, A Practical Approach, 5th edition, Thomson South-Western, USA, 2008, P : 346.

<sup>2</sup>لمزيد من التفاصيل راجع:

إبراهيم الكراسنة، إرشادات في تقييم الأسهم والسندات، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد الدولي، أبو ظبي، 2005، ص: 10 - 13.  
ارشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص: 41 - 43.

جدول (1-2): اشتقاق (تجزئة) الأسهم

الوحدة (دج)

البيان	رأس المال	القيمة الاسمية	سعر السهم في السوق	عدد الأسهم	القيمة السوقية للأسهم
قبل اشتقاق الأسهم					
	1.000.000	2	10	5.000.000	10.000.000
بعد اشتقاق الأسهم (نفترض أن السهم تم تجزئته إلى قسمين )					
	1.000.000	1	5	10.000.000	10.000.000
النتيجة: انخفاض سعر السهم مع بقاء رأس المال والقيمة السوقية للأسهم ثابتة.					

المصدر: أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 41، بتصرف.

وبالتالي فإن ظاهرة اشتقاق الأسهم تؤدي إلى زيادة الطلب وتوفر فرصة لارتفاع سعرها مستقبلا بزيادة شراء

الأسهم.

2-4-2 تجميع الأسهم: وهي عكس ظاهرة التجزئة لكنها لا تحدث بشكل متكرر وإنما في حالات نادرة، ومن بين

أسباب تجميع الأسهم ما يلي:

- حصر التصويت في عدد معين من الأسهم؛
- التأثير على سمعة الشركة بارتفاع قيمة أسهمها السوقية بسبب تجميع الأسهم.

ولتوضيح ظاهرة تجميع الأسهم نعرض المثال التالي:

جدول (2-2): تجميع الأسهم

الوحدة (دج)

البيان	عدد الأسهم	سعر السهم	القيمة السوقية للأسهم
قبل تجميع الأسهم			
	100	100	10000
بعد تجميع الأسهم ( نفترض أنه تم تجميع كل سهمين في سهم جديد )			
	50	200	10000

المصدر: أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص: 42، بتصرف.

2-4-3 إعادة شراء الأسهم: إذا كانت الموارد المالية المتاحة للشركة تفوق الاحتياجات الاستثمارية، فإنه من الأفضل

توزيع الفائض على المساهمين إما في صورة نقدية أو في صورة إعادة شراء الشركة لأسهمها من السوق، وبذلك يحرر

الشركة من التزام توزيع أرباح عن الأسهم المشتراة، حيث يؤدي ذلك إلى انخفاض عدد الأسهم وبالتالي ارتفاع ربحية

السهم، إلى جانب زيادة الطلب على أسهم الشركة مما يؤدي إلى ارتفاع قيمتها السوقية ، ولتوضيح ظاهرة إعادة شراء الأسهم نعرض المثال التالي:

لنفرض أن شركة ما حققت أرباحاً قدرتها ب 2.250.000 دج وأن عدد أسهم الشركة 900.000 سهم، تباع بسعر 70 دج للسهم وترغب الشركة في إجراء توزيعات قدرها 1.800.000 دج.

فما أثر ذلك على قيمة سهم الشركة و ربحيته ؟

$$\text{نصيب السهم من الأرباح} = 1.800.000 / 900.000 = 2 \text{ دج.}$$

وعليه تصبح قيمة السهم  $70 + 2 = 72$  دج.

عدد الأسهم التي تستطيع الشركة شراءها هي:  $1.800.000 / 72 = 25.000$  سهم.

عدد الأسهم القائمة بعد الشراء تصبح كالتالي:  $900.000 - 25.000 = 875.000$  سهم.

ربحية السهم قبل إعادة الشراء =  $900000 / 2.250.000 = 2.5$  دج.

أما بعد الشراء فيصبح =  $875000 / 2250000 = 2.57$  دج

نلاحظ أن ربحية السهم قد ارتفعت بعد إعادة الشراء، وعليه نستنتج أن قرار إعادة الشراء يعطي للمستثمر الخيار في الحصول أو عدم الحصول على توزيعات نقدية، فالمستثمر الذي بحاجة إلى توزيعات نقدية بإمكانه بيع جزء مما يملكه من الأسهم ، أما المستثمر الذي لا يحتاج إلى توزيعات نقدية فيمكنه الاحتفاظ بالسهم في الوقت الذي ترتفع قيمته السوقية. **2-4-4 الأسهم المجانية (التوزيعات في صورة أسهم)** : ترتبط هذه الظاهرة بتوزيعات الأرباح في شكل أسهم مجانية بدلاً من مبالغ نقدية، وذلك في حالة رصمة الاحتياطات والأرباح المحتجزة بمعنى تحويلها لرأس المال، وذلك عندما تكون هذه الأخيرة مساوية لرأس المال، ومن مميزات هذا النوع من التوزيعات هو عدم لجوء الشركة إلى دفع أموال نقدية إلى المساهمين، ونتيجة لزيادة عدد الأسهم فإن ذلك سيعمل على خفض نسبة القروض إلى أسهم الملكية، ومن دوافعها الأساسية زيادة رأس المال والاستفادة من السيولة النقدية لدى الشركة، وتلجأ الشركة لهذه الآلية عندما ترتفع القيمة السوقية للسهم بدرجة كبيرة يخشى معها تناقص عدد المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها، ذلك أن ظاهرة الأسهم المجانية تؤدي إلى تخفيض القيمة السوقية للسهم، وبالتالي زيادة الراغبين في شرائه مما يتيح الفرصة لارتفاع السعر من جديد مما يجعل مستقبل الشركة جيداً.

ولفهم ظاهرة الأسهم المجانية نأخذ المثال التوضيحي التالي:

بافتراض أن سعر سهم شركة ما 30 دج وكان لدى مساهم في تلك الشركة 200 سهم، وبالتالي فإن ثروة المساهم

$$(200 \times 30) = 6000 \text{ دج فإذا قررت الشركة توزيع } 10\% \text{ أسهم مجانية فسيكون نصيب المساهم}$$

(200 x 10 % ) = 20 سهم، وبالتالي فإن قيمة السهم ستصبح (220/6000) = 27.3 دج.

وعليه نلاحظ أن القيمة السوقية للأسهم انخفضت من 30 دج للسهم الواحد إلى 27.3 دج للسهم.

## 5-2 أثر ظروف السوق والسيولة على أسعار الأسهم

أكدت العديد من الدراسات أنه في حالة الانتعاش الاقتصادي فإن أسعار الأوراق المالية سيما الأسهم تتجه إلى الارتفاع تماشياً مع الاتجاه العام للارتفاع في أسعار السوق، بينما تميل للانخفاض في حالة الركود، كما أن حجم التداول يزداد بشكل واضح في فترة الازدهار مما يؤدي إلى ارتفاع السيولة، بينما ينخفض في فترة الركود؛ ففي دراسة لـ Groz (1999) وجد أن متوسط Industrial Dow Jones يميل إلى الارتفاع بنسبة 30% بعد 50 يوماً ويصل ارتفاعه إلى 43% بعد 155 يوماً في فترات الانتعاش، بينما يهبط المؤشر بنسبة 30% بعد 50 يوماً ويواصل هبوطه إلى 43% بعد 145 يوماً في فترات الركود<sup>1</sup>.

كما أكدت الدراسات على وجود علاقة قوية بين الإصدارات الأولية والحالة التي تمر بها السوق، أي أن حجم الإصدارات يرتفع في ظروف الانتعاش الاقتصادي والعكس، ففي السوق الأمريكي أوضحت دراسة Nofsinger & (2003) Kenneth أنه وخلال فترة الانتعاش الاقتصادي التي مرت بها الولايات المتحدة خلال التسعينات، ارتفع عدد الإصدارات بشكل مفاجئ إلى 500 حالة في عام 1993 إصدار و650 حالة إصدار في عام 1996، ومع تراجع حالة الانتعاش وحدوث الانكماش في أواخر التسعينات، انخفض عدد الإصدارات في عام 2001 فلم تسجل سوى 46 حالة إصدار أولية، وفي عام 2002 كان هناك 5 حالات فقط.

وحسب وجهة نظر Aby & Vaughn فإن سحب السيولة الناتج عن زيادة إقبال المستثمرين بشكل كبير على شراء الإصدارات الأولية بسبب تقييمها بأقل من قيمتها الحقيقية، وبسبب القوانين التي تمنع إعادة بيع الإصدارات المشتراة بكميات كبيرة من المستثمرين الداخليين للشركة إلا بعد انقضاء فترة زمنية محددة، تؤدي إلى إعاقه أداء السوق ككل سيما إذا زادت تلك الفترة، كما أن القيود التي تفرض على إعادة بيع الإصدارات المشتراة من المستثمرين الداخليين، يؤدي إلى زيادة حجم الطلب على مصادر تمويل بديلة للاستثمارات الرأسمالية الأخرى، نتيجة لحدوث فجوة كبيرة بين الطلب على الأموال والعرض عليها، مما يؤدي إلى زيادة عرض الأسهم القديمة وتقلص الطلب نتيجة لعدم توفر السيولة اللازمة لشرائها، وبالتالي انخفاض في أسعار سوق الأسهم، مما يبرز دور السيولة في تحديد أسعار الأسهم في السوق<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> عماد زياد رمضان، قيس أديب الكيلاني، مرجع سبق ذكره، ص: 139 ، 140.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص: 141.

ففي دراسة ل Choi (2005) توصلت إلى أن أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية لا تتحدد بناء على التغير في العائد المتوقع للأسهم، وإنما تتحدد من خلال التغير في عدد الأسهم وكمية الأموال المتاحة لشرائها، وبالتالي فإن السيولة تلعب دوراً أساسياً في تحديد أسعار الأسهم .

## 6-2 أثر الكفاءة على أسعار الأسهم

كفاءة سوق الأوراق المالية هي الوضع الذي تعكس فيه أسعار الأوراق المالية بشكل تام وفوري كافة المعلومات المتاحة وتحدث استجابة الأسعار سريعاً، مما يؤدي إلى توافق مستويات الأسعار للأسهم مع القيم الحقيقية دون أن يتيح ذلك لبعض المستثمرين فرصة تحقيق أرباح غير عادية، تفوق أداء السوق أو عوائد المستثمرين الآخرين، نتيجة لاكتشافهم حالات التسعير الخاطيء، وبالتالي فإن القيمة السوقية في ظل هذا المفهوم هي قيمة عادلة لقيمتها الحقيقية، والمحددة بمجموعة المعلومات المتاحة للمستثمرين.

وتتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية بدرجة كبيرة على كفاءة نظام المعلومات بالسوق، أي مدى توافر المعلومات للمستثمرين، من حيث سرعة توافرها وفرص الاستفادة منها وتكاليف الحصول عليها، بشرط أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة لهذه الأوراق، و في الوقت المناسب من أجل اتخاذ القرار الاستثماري السليم. وتكشف أهمية نظام المعلومات أن عدم تكافؤ المتعاملين في الحصول على المعلومات، من شأنه أن يؤثر سلباً على قرارات المستثمرين من جهة، و على كفاءة سوق الأوراق المالية من جهة أخرى، فحيازة كبار الملاك في الشركة لمعلومات لا يمتلكها الآخرون يمكن أن يؤدي إلى آثار سلبية على نفسية المتعاملين في السوق، ذلك أن شعور أحد المستثمرين بعدم المساواة في الحصول على المعلومات بالنسبة لورقة مالية معينة، قد يؤدي إلى إحصام المستثمرين عن التعامل فيها مما يؤدي إلى انخفاض حجم العمليات في السوق، كنتيجة لتراجع عدد الأوراق المالية المتداولة<sup>1</sup>، ومن المؤكد أن الاتساق في المعلومات يمكن أن ينعكس في شكل عدم تجانس التوقعات، و أيضاً في شكل اتساع مدى السعر، الأمر الذي يؤدي إلى تزايد تكلفة الصفقات وتناقص السيولة، و بالتالي تراجع عدد المتعاملين في السوق كمحصلة لسعي بعض الأطراف في السوق إلى تحقيق عوائد غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين.

<sup>1</sup> محمد الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، كلية التجارة، الجامعة الإسكندرية، مصر، 2006، ص: 311.

و بالتالي فإن عدم توفر المعلومات أو توزيعها بشكل غير عادل على المستثمرين، يمكن أن يحول سوق الأوراق المالية إلى سوق للمضاربة العشوائية، التي تؤدي إلى التسعير الخاطئ للأوراق المالية، الذي لا تبرره أساسيات الاستثمار في الشركة المصدرة للأسهم<sup>1</sup>، مما يؤدي إلى التخصيص غير الكفاء للموارد المالية المتاحة.

وتشكل المعلومات ركنا أساسيا في البنية الجزئية لسوق الأوراق المالية، ودعامة لفرضية الكفاءة المعلوماتية لارتباطها الوثيق بعملية تكوين التوقعات الرشيدة، وتحديد الأسعار الحقيقية للأصول المالية، فضلا عن مساهمتها في اتخاذ القرارات الاستثمارية، فلا وجود لسوق تشتغل بكفاءة دون وجود قدر من المتطلبات أو تدفق معلوماتي يسمح بتنشيط عمليات التداول<sup>2</sup>.

إلى جانب دورها في مراجعة محفظة الأوراق المالية بالشكل الذي يحقق التوازن بين العوائد والمخاطر، وبما يكفل تحقيق الربح المستهدف من طرف المستثمر ويحفظ التوازن في سوق الأوراق المالية<sup>3</sup>.

وتصنف المعلومات الواردة إلى السوق في ثلاث أنواع رئيسية<sup>4</sup>:

- معلومات تاريخية: تعبر عن بيانات سابقة مثل أسعار الأسهم وعوائدها في الماضي؛
  - معلومات حالية: خاصة بالاقتصاد ككل أو بالصناعة أو بالشركة المصدرة للأسهم؛
  - معلومات مستقبلية: لا تتاح إلا لكبار المتعاملين في الشركة (العاملين بواطن الأمور).
- والشكل التالي يوضح أهمية وأثر المعلومات في تسعير الأوراق المالية (الأسهم)<sup>5</sup>:

<sup>1</sup> C. Yartey, The Stock Market and the Financing of Corporate Growth in Africa The Case of Ghana, IMF Working Paper, September 2006, p: 5.

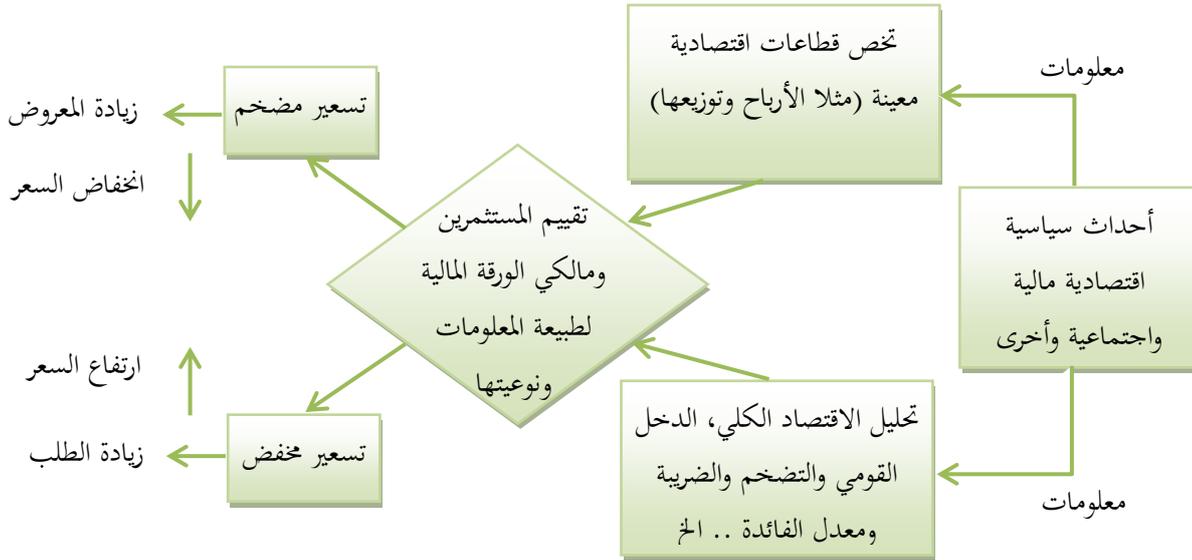
<sup>2</sup> رفيق مزاهدية، مرجع سبق ذكره، ص: 87.

<sup>3</sup> ارشد فؤاد التميمي، الاستثمار بالأوراق المالية، تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر، عمان، الأردن، 2004، ص: 135.

<sup>4</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامعي، القاهرة، مصر، 2007، ص: 92، 93.

<sup>5</sup> ارشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة، مرجع سبق ذكره، ص: 133.

شكل (2-3): المعلومات وآلية تسعير الورقة المالية



المصدر : أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة، الاستثمار بالأوراق المالية، تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر، عمان، الأردن، 2004، ص:

133.

يتضح من الشكل أعلاه أن مصادر المعلومات قد تكون داخلية أو خارجية، فالداخلية هي التي تنشأ داخل السوق والمنشورة في التقارير المالية، كالتالي تتعلق بتوزيعات الأرباح، في حين تنشأ المعلومات الخارجية خارج السوق، تتحكم فيها عوامل تتعلق بالاقتصاد ككل: كأسعار الفائدة، معدلات التضخم، أحداث سياسية واقتصادية واجتماعية.. وغيرها، كما أن لتلك المعلومات أثرا كبيرا في تسعير الأوراق المالية، الذي يتم بناء عليها وعلى حالات التفاؤل والتشاؤم في السوق.

فمعرفة المستثمرين بظروف السوق والبيئة الاقتصادية العامة، يساهم في تحديد دقيق لتوقعاتهم بمستقبل أسعار الأوراق المالية والعوائد المتوقع الحصول عليها، فإذا كان التشاؤم يسيطر على التوقعات طبقا لطبيعة المعلومات الواردة إلى السوق، فإن الأسعار في السوق خلال فترة زمنية معينة لا تعكس جدوى الاستثمار بالأوراق المالية، مما يدفع المتعاملين إلى عرض كميات كبيرة منها في محاولة منهم للحد من الخسائر المحتملة، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض الأسعار والعكس في حالة التفاؤل<sup>1</sup>.

ويعتبر تطور كفاءة سوق الأوراق المالية أحد الشروط الأساسية لتطور القطاع الحقيقي وزيادة الاستثمارات، لأن زيادة نشاط سوق الأوراق المالية يعني إمكانية تعبئة المدخرات وتنويع الأصول المتاحة للاستثمار، كما أن اتساع الرسملة

<sup>1</sup> المرجع نفسه.

يعني ارتفاع قيمة المؤسسات المصدرة للأوراق المالية مما يعني زيادة حجم التمويل المتاح للاستثمارات، وبالتالي زيادة الفرص لإصدار أوراق مالية جديدة<sup>1</sup>.

## 2-6-1 الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية

نتج عن تباين وجهات النظر حول سرعة استيعاب الأسعار للمعلومات، بروز مفهومين أساسيين للكفاءة السوقية هما: الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية.

**2-6-1-1 الكفاءة الكاملة:** تعد السوق الكفؤة كاملة عندما لا يوجد فيها فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق، وبين الوصول إلى نتائج محددة لسعر الورقة المالية، مما يضمن حدوث تغيير فوري في السعر يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة، بمعنى أنه لا يوجد فاصل زمني بين حصول مستثمر وآخر على تلك المعلومات، ولتحقق الكفاءة الكاملة في السوق يتطلب ذلك ما يلي<sup>2</sup>:

➤ عدم وجود قيود على التعامل مما يتيح للمستثمر بيع أو شراء أي كمية من الأوراق المالية، مهما صغر حجمها بسهولة .

➤ توفر معلومات كاملة عن الأوراق المالية الموجودة في السوق ولجميع المتعاملين بدون تكاليف، مما يسمح بأن تكون توقعات المتعاملين متماثلة.

➤ وجود عدد كبير من المتعاملين بحيث لا يؤثر تصرف أي منهم على حركة الأسعار في السوق.

➤ تمتع المتعاملين في السوق بالعقلانية والرشادة، وبالتالي يسعى كل منهم إلى تعظيم منفعته الخاصة.

**2-6-1-2 الكفاءة الاقتصادية:** في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق، حتى تنعكس آثارها على أسعار الأوراق المالية المتداولة، وهو ما يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2000، ص: 80.

<sup>2</sup> اعتمادا على المراجع التالية:

رفيق مزاهدية، مرجع سبق ذكره، ص: 87 ، 88.

صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، مصر، 2003، ص: 26.

لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم، دراسة حالة مجموعة من البورصات العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2010، ص: 8.

زهير غراية، دور الهندسة المالية في تقييم أسعار المنتجات المالية لتحقيق كفاءة الأسواق المالية، دراسة عينة من الأسواق الناشئة، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2016، ص: 111.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، مصر، 2002، ص: 497.

ولتحقيق فرضية الكفاءة الاقتصادية وجب توفر سمات أساسية أهمها: كفاءة التسعير، كفاءة التشغيل وكفاءة التخصيص.

● **كفاءة التسعير:** تعرف أيضا الكفاءة الخارجية، ويقصد بها استيعاب الأسعار لكافة المعلومات الجديدة المتاحة لجميع المتعاملين في السوق وفي الوقت المناسب، مما يجعل أسعار الأوراق المالية مرآة عاكسة لكل المعلومات المتوفرة في السوق، وبذلك يستحيل على المستثمرين تحقيق عوائد غير عادية، دون تحملهم تكاليف إضافية متسقة مع حجم العوائد الإضافية، مما يجعل من عملية الاستثمار لعبة عادلة تتكافأ فيها جميع الأطراف، وأن خسارة المستثمر لا تبرر بضعف الكفاءة التسعيرية للسوق بقدر ما تفسر بنقص الخبرة الاستثمارية، أو لعدم استغلال المعلومات المتوفرة استغلالا جيدا<sup>1</sup>.

تقوم كفاءة التسعير على أساس أن سعر السهم في فترة مستقبلية، هو عبارة عن مجموع سعره في الفترة الحالية مضافا إليه العائد المنتظر خلال تلك الفترة، وبالتالي فإن المعلومات المتاحة في الفترة الحالية منعكسة في السعر الحالي، أما السعر في الفترة المستقبلية فقد يكون مختلفا عن هذا السعر وهي الحالة الأكثر تحققا، حيث يؤخذ في الاعتبار تلك المعلومات.

وما تجدر الإشارة إليه أن اختلاف السعر الحالي عن سعره في فترة مستقبلية قد يكون موجبا ؛ بمعنى:

$E (P_{t+T}) > P_t$  تسمى هذه الوضعية باسم Submartingale يفترض فيها أن المستثمرين لا يوظفون أموالهم إلا

إذا حققت لهم عائدا معيناً، أي ارتفاع سعر الأوراق المالية التي استثمروا فيها، كما قد يكون التغير منعدما بمعنى:

$(P_{t+T} = P_t)$ ، وهذه الوضعية تعرف باسم Martingale حيث تفترض نوعاً من الارتباط بين السعر الحالي

والتقديرات المستقبلية لذلك السعر.<sup>2</sup>

● **كفاءة التشغيل:** يطلق عليها بالكفاءة الداخلية، ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتحمل المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسة، ودون أن يتاح لصناع السوق فرصة لتحقيق ربح أو هامش مغال فيه، وعليه يمكن القول أن كفاءة التشغيل تتعلق بكافة العوامل التي تساعد على تنشيط وتحسين تداول الأوراق المالية في البورصة، خاصة فيما يتعلق بتكاليف التعامل.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> رفيق مزاهدية، ص، مرجع سبق ذكره، ص: 89.

<sup>2</sup> جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، الهياكل، الأدوات، الاستراتيجيات، ج1، مرجع سبق ذكره، ص: 300، 301.

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص: 299، 298.

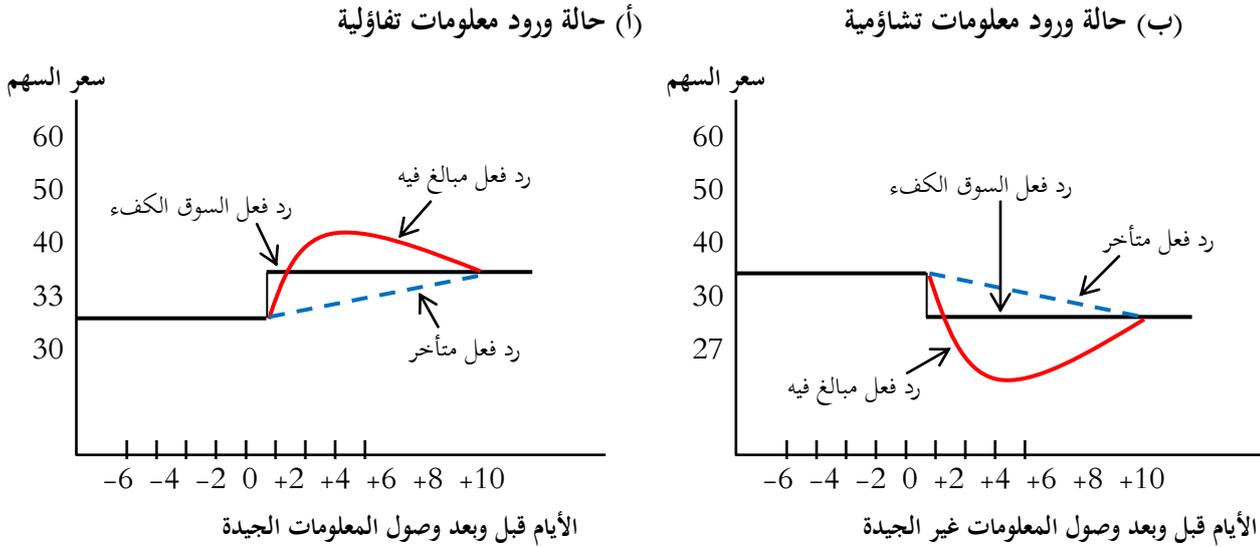
وتتحقق الكفاءة التشغيلية من خلال محافظة صناع السوق على استقراره، وذلك بمواجهة حالات الطلب الكبير وامتصاص العرض الكبير من الأوراق المالية، عن طريق شرائها لحسابهم الخاص وبهوامش منخفضة .

- **كفاءة التخصيص:** وتعتبر الكفاءة التخصيصية عن مدى القدرة على توجيه الموارد الاقتصادية إلى الاستخدامات البديلة، مما يؤدي إلى أفضل تخصيص ممكن، ويرى البعض أن السوق الكفؤة هي التي بإمكانها تحقيق التخصيص الكفء للموارد الاقتصادية المتاحة، بحيث يتم ضمان توجيه الموارد المالية إلى المجالات الاستثمارية المرحة<sup>1</sup>.

### 2-6-1-3 سلوك الأسعار في ظل الكفاءة الكاملة و الكفاءة الاقتصادية

لتوضيح سلوك الأسعار في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية، وبافتراض وصول معلومات تفاعلية وأخرى تشاؤمية إلى سوق الأوراق المالية، ندرج الشكلين التاليين<sup>2</sup>:

شكل (2-4): تغير سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية



المصدر: أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص: 137.

يعكس الشكل مفهومي الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية، حيث يوضح حركة الأسعار واستجابتها للمعلومات؛

<sup>1</sup> زهير غراية، مرجع سبق ذكره، ص: 120.

<sup>2</sup> أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص: 137.

من الشكلين يتضح أن القيمة الحقيقية (العادلة) للسهم قدرت ب 33 دينار، وبالتالي فإنه وفي اليوم الذي تصل فيه المعلومات الجديدة بشأن الشركة المصدرة للسهم إلى السوق، وفي ظل الكفاءة الكاملة للسوق فإن السعر سيرتفع من 30 دينار إلى 33 دينار في نفس اليوم، أما في ظل الكفاءة الاقتصادية فإن المعلومات تحتاج إلى وقت لتحليلها وتفسيرها بهدف تسعير السهم، مما يدل على وجود فاصل زمني بين وصول المعلومة إلى أن يرتفع سعر السهم إلى مستوى يعادل قيمته الحقيقية، والمنحنى والخطان المتقطعان يعكسان ردود أفعال المتعاملين اتجاه المعلومات الواردة إلى السوق سواء السارة منها أو غير السارة<sup>1</sup>، التي تأخذ أحد الاحتمالين التاليين<sup>2</sup>:

الاحتمال الأول: أن بيت السمسرة أبلغ عملاءه بالمعلومات فور ورودها إلى السوق، وقبل أن يصل إلى استنتاج نهائي بشأن ما ينبغي أن تكون عليه القيمة الحقيقية للسهم، فعلى ضوء هذه المعلومات قد يسارع بعضهم بإصدار أوامر لشراء السهم، مما يؤدي إلى حدوث ارتفاع طفيف في سعره، وبعد يوم أو أكثر يصل بيت السمسرة إلى نتائج محددة يبلغها للعملاء، تقضي بأن القيمة السوقية للسهم أقل من قيمته الحقيقية، و من المؤكد أنه يمضي المزيد من الوقت حتى تصدر أوامر الشراء، ليأخذ بعدها سعر السهم في الارتفاع نتيجة لزيادة الطلب عليه إلى أن يصل إلى قيمته الحقيقية، وهو ما يصوره الخط المتقطع السفلي.

الاحتمال الثاني: يشير إلى أن رد فعل المستثمرين للمعلومات الأولية المتحصل عليها من بيت السمسرة كان مبالغ فيه، لدرجة أن سعر السهم ارتفع على إثرها إلى أعلى من قيمته الحقيقية، وهو ما يوضحه المنحنى المتقطع الأعلى. وبالتالي فإنه وفي ظل الاحتمالين فإن القيمة السوقية للسهم ستصل إلى قيمته الحقيقية، ولكن بعد مضي بعض الوقت الذي يتوقع أن يكون قصيرا.

نفس التحليل ينطبق على ردود الفعل في حالة المعلومات التشاؤمية.

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص: 136.

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، 2000، ص: 212 - 214.

## 2-2-3-1 أدوات المديونية (السندات)

1- تعريف السندات: عرفت السندات بأنها "صك قابل للتداول يثبت حق حامله فيما قدمه من أموال على سبيل القرض للشركة، وحقه في الحصول على الفوائد المستحقة، واقتضاء دينه في الموعد المحدد لانتهاء مدة القرض"<sup>1</sup>.

كما عرفت أيضا بأنها "ورقة مالية طويلة الأجل ذات قيمة قابلة للتداول، تصدرها الشركة المساهمة العامة وتطرحها للحصول على قرض، تتعهد الشركة بموجبها بسداد قيمة القرض وفوائده وفقا لشروط الإصدار"<sup>2</sup>، فهي مصدر تمويلي يساهم في تخفيف العبء الضريبي ذلك أن عوائدها(الفوائد) تدخل كبند ضمن التكاليف.

وفي تعريف آخر فإن السند عبارة عن ورقة مالية تمثل قرضا طويل أو متوسط الأجل، ولحامله الحق في الحصول على فائدة سنوية خلال مدة القرض، وعادة ما تكون نسبة الفائدة ثابتة<sup>3</sup>.

وللسند قيمة سوقية قد تزيد أو تقل أو تساوي قيمته الاسمية، تتحدد بناء على درجة المخاطر التي يتعرض لها، والتي تتوقف على المركز المالي للشركة والظروف الاقتصادية السائدة، خاصة معدل الفائدة وعائد الفرصة البديلة في السوق<sup>4</sup>.

ومن خلال ما سبق فإن السندات صك مديونية، تلجأ إليها الشركات والحكومات كوسيلة للاقتراض، حيث يتعهد مصدره بدفع فائدة دورية محددة مسبقا، ومتفق عليها في عقد الإصدار، بالإضافة إلى تسديد قيمة القرض خلال تاريخ معين يسمى تاريخ الاستحقاق.

وللسندات عدة أنواع أشهرها سندات الشركة التي تصدرها الشركات الخاصة بقيمة اسمية ثابتة، وذلك في حالة احتياجها للتمويل الخارجي أو احتياجها للسيولة النقدية بغرض التوسع في مشاريعها، إلى جانب السندات الحكومية وهي السندات التي تصدرها الدولة سواء عن طريق الخزينة العامة أو المؤسسات العامة بغرض تمويل المشاريع العامة.

<sup>1</sup> شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية، ص: 291، متاح على الموقع الإلكتروني: www.4shared.com

<sup>2</sup> محمد مطر، إدارة الاستثمارات، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ص: 220.

<sup>3</sup> J. peyrard, "La bourse", 3<sup>ème</sup> édition, Imprimerie hérissey a ayreux, France, 1993, P: 27.

<sup>4</sup> مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ط3، 2003، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص: 67.

2- خصائص السند: تتميز السندات عن غيرها من الأوراق المالية بعدة خصائص منها<sup>1</sup>:

- ✓ يتحصل حامل السند على فائدة ثابتة سواء حققت المؤسسة ربحاً أم خسارة.
  - ✓ قابلية السند للتداول، كما يحق للجهة المصدرة استدعاؤه إذا نص عقد الإصدار على ذلك.
  - ✓ لا يحق لحامله المطالبة بقيمته قبل تاريخ استحقاقه، وإنما يمكن التنازل عنه في السوق الثانوية .
  - ✓ وباعتبار السند ديناً على الشركة فلا يحق لحامله حضور الجمعية العمومية للمساهمين، كما لا يحق للجهة المصدرة تعديل التعاقد الذي يربطها بحامل السند .
  - ✓ لا يحق لحملة السندات التدخل في قرارات الشركة، فهي مصدر تمويل للشركة دون أن يترتب عليه التزامات في إدارة الشركة.
  - ✓ حملة السندات الأولوية على حملة الأسهم العادية والممتازة في الحصول على القيمة الاسمية عند تاريخ استحقاقها وفي حالة التصفية.
  - ✓ يجب أن تظهر وثيقة الإصدار اسم المصدر، عدد السندات المصدرة، الضمانات الممنوحة للحملة مقابل اكتتابهم في السندات ، سعر الإصدار والذي عادة يساوي القيمة الاسمية للسند، وفي بعض الحالات قد تباع السندات بأسعار تقل عن قيمتها الاسمية تشجيعاً للمكتتبين ويعرف الفرق بعلاوة الإصدار، كما قد تسدد بأقل من قيمتها الاسمية ويعرف الفرق عندئذ بعلاوة التسديد.
- والجدول التالي يوضح أوجه التشابه والاختلاف بين الأوراق المالية.

<sup>1</sup> اعتماداً على المراجع التالية:

جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، الهياكل، الأدوات، الاستراتيجيات ، ج2، مرجع سبق ذكره، ص: 731.  
ضياء مجيد الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص: 37.

جدول (2-3) : أوجه الاختلاف بين الأسهم العادية والممتازة والسندات.

معيار المقارنة	الأسهم الممتازة	الأسهم العادية	السندات
طبيعة الأداة	هجينة تجمع بين الملكية والدين	أداة ملكية	أداة دين واجبة الدفع عند الاستحقاق
مستوى الدخل	توزيعات الأرباح ثابتة بنسبة من القيمة الاسمية	يتحدد وفق قرار وسياسة توزيع الأرباح	ثبات الدخل واستمراره
الاستحقاق	قد يكون قابل للإطفاء أو الاستدعاء أو التحويل إلى سهم عادي	مستمر مادامت الشركة قائمة، بمعنى ليس له تاريخ استحقاق	لها تاريخ استحقاق محدد كما أنه يمكن أي يكون قابل للاستدعاء أو التحويل إلى أسهم عادية
تراكم الأرباح	تراكمية في بعض الحالات	غير تراكمية	/
المشاركة في الإدارة	لا يحق المشاركة في الإدارة إلا في حالات استثنائية	حق المشاركة والانتخاب والتصويت في مجلس الإدارة	لا يحق المشاركة في الإدارة إلا في حالات استثنائية
طبيعة السوق	أسواق محدودة وغير نشطة	أسواق تتصف بالعمق والاتساع والنشاط	أسواق تتسم بالاتساع والنشاط
القيمة الاسمية	يصدر بقيم اسمية مختلفة	يصدر بقيمة اسمية متساوية في الإصدار الواحد	تصدر بقيم اسمية مختلفة

المصدر: أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 180 – 254، بتصرف.

3- تقييم السندات: لتقييم السند يستخدم معيار القيمة الحالية، الذي يقوم على خصم التدفقات النقدية ممثلة في الفائدة الدورية، التي تتأثر بالتضخم والقيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق، وبمعدلات الفائدة السوقية السائدة وقت الخصم؛ تعطى معادلة تقييم السند وفق الصيغة التالية<sup>1</sup>:

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+k)^t} + \frac{V_n}{(1+k)^n}$$

حيث:

$k$ : معدل الخصم.

$C$ : مبلغ الفائدة.

$V_n$ : القيمة الاسمية للسند.

$n$ : فترة استحقاق السند.

<sup>1</sup> M. Fleurit, Bourse & Marchés Financier ; Economica-paris, 2eme édition, 2000, p: 279.

فإذا كان كوبون السند يدفع بشكل نصف سنوي أو ربع سنوي، ففي هذه الحالة يضاعف زمن الاستحقاق بعدد مرات دفع الفائدة خلال السنة، مع قسمة الفائدة السوقية وفائدة السند السنوية على عدد مرات دفع الفائدة للسند، فإذا كانت الفوائد تدفع نصف سنوي، فإن معادلة تقييم السند تحسب وفق العلاقة التالية:<sup>1</sup>

$$V_0 = \sum_{t=1}^{2n} \frac{C/2}{(1+k/2)^t} + \frac{V_n}{(1+k/2)^{2n}}$$

وفي حالة السندات القابلة للاستدعاء فإن المستثمر يقوم بتقييم السند إلى غاية تاريخ الاستدعاء، وليس إلى غاية تاريخ الاستحقاق وفق المعادلة التالية:<sup>2</sup>

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+k)^t} + \frac{M}{(1+k)^n}$$

حيث:

$M$ : سعر استدعاء السند.

ما يلاحظ من المعادلات أعلاه أن قيمة السند (القيمة الحالية للسند) في علاقة عكسية مع معدل الخصم وفق

الحالات التالية:

- إذا تساوت معدلات الفائدة السوقية ومعدلات الكوبون على السند، فإن القيمة الحالية للسند تساوي قيمته الاسمية.
- إذا كان معدل كوبون السند (الفائدة) أكبر من معدل الفائدة السوقية، فإن القيمة الحالية للسند أكبر من قيمته الاسمية ويباع السند بعلاوة.
- إذا كان معدل الكوبون على السند أقل من معدل الفائدة السوقية، فإن القيمة الحالية للسند أقل من قيمته الاسمية، ويباع السند بخصم.
- إذا كان معدل كوبون السند يدفع نصف سنوي أو ربع سنوي، فإنه يضاعف زمن الاستحقاق بعدد مرات دفع الفائدة خلال السنة، مع قسمة الفائدة السوقية وفائدة السند السنوية على عدد مرات دفع الفائدة للسند.

<sup>1</sup> ارشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 282.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص: 289.

## 2-2-3-2 الأوراق المالية المشتقة

2-2-3-2-1 تعريف المشتقات المالية: لقد وردت العديد من التعريفات للمشتقات المالية نذكر منها:

عرفت المشتقات المالية بأنها "أدوات مالية لا تصدر بغرض جمع رؤوس الأموال كما هو الأمر بالنسبة للأسهم والسندات، وإنما تصدر للأغراض التحوط والمضاربة وغيرها"<sup>1</sup>.

وفي تعريف آخر هي "أدوات مالية يتم اشتقاقها من أصل نقدي، يمكن شراؤها وبيعها وتداولها بطريقة مماثلة للأسهم أو أية أصول مالية أخرى"، حيث تتم المتاجرة بها في الأسواق المنظمة أو مباشرة عبر الهاتف أو الكمبيوتر وذلك في الأسواق غير المنظمة"<sup>2</sup>.

وعرفت أيضا بأنها "الورقة المالية التي تشتق قيمتها السوقية من القيمة السوقية لورقة مالية أخرى محددة مثل السهم العادي أو السند، وبالتالي فليس للمشتقات المالية حقوقا مالية مباشرة على أصول حقيقية"<sup>3</sup>.

وفي تعريف آخر هي "عقود تؤدي إلى نشوء أصل مالي لمنشأة ما ومطلوب مالي أو أداة ملكية لمنشأة أخرى، حيث يؤدي ذلك إلى تحويل المخاطر المرتبطة بالأدوات المالية الأساسية للغير، دون أن تمتد عملية التبادل للأداة المالية الأساسية التي نتجت عنها هذه المخاطر"<sup>4</sup>.

أما صندوق النقد الدولي فيعرفها بأنها "عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمارا لأصل مالي في هذه الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمرا غير ضروريا"<sup>5</sup>.

ويتضمن العقد<sup>6</sup>:

✓ تحديد سعر تنفيذ في المستقبل.

✓ تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر.

✓ تحديد الزمن الذي يسري فيه العقد.

✓ تحديد الأصل محل العقد .

<sup>1</sup> جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، الهياكل والأدوات والاستراتيجيات، ج2، مرجع سبق ذكره، ص: 754.

<sup>2</sup> عبد الكريم قندوز، مرجع سبق ذكره، ص: 83.

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص: 84.

<sup>4</sup> عادل محمد رزق، الاستثمار في البنوك والمؤسسات المالية من منظور إداري ومحاسبي، دار طيبة للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2004، ص: 95.

<sup>5</sup> عاطف فرحة، إدارة المشتقات المالية، ص4 : مقال متاح على الموقع الإلكتروني: [http://www.kibs.edu.kw/upload/FinancialDerivatives\\_362.pdf](http://www.kibs.edu.kw/upload/FinancialDerivatives_362.pdf)

<sup>6</sup> المرجع نفسه.

وقد نشأت المشتقات كأداة لتغطية المخاطر: كمخاطر تقلب الأسعار، مخاطر سعر الفائدة، مخاطر أسعار الصرف، وإدارة كل نوع من هذه المخاطر عن طريق التحوط<sup>1</sup>.

ومن مميزات المشتقات أنها عبارة عن عقود تنفيذها يكون في تاريخ مستقبلي، لا تعتمد على استثمارات مبدئية وتعتمد قيمتها (المكاسب والخسائر) على قيمة الأصل موضوع التعاقد، وباعتبار المشتقات عقوداً فهي تتضمن تحديد سعر معين للتنفيذ في المستقبل والكمية التي يطبق عليها السعر والزمن الذي يسري فيه العقد، بالإضافة إلى الشيء محل العقد والذي يكون إما مالياً أو مادياً<sup>2</sup>.

2-2-3-2-2 المتعاملين بالمشتقات المالية: يمكن تلخيص الأطراف التي تتعامل بالمشتقات المالية في فئتين<sup>3</sup>:

➤ **المستخدمون النهائيون:** وهم الذين يدخلون إلى أسواق المشتقات لتحقيق أهداف معينة تتصل بالتحوط وتكوين المراكز المالية والمضاربة تشمل هذه الفئة: البنوك، بيوت الأوراق المالية، شركات التأمين، صناديق الاستثمار... وغيرها.

➤ **الوسطاء:** وهم الذي يلبون احتياجات المستخدمين النهائيين للمشتقات، مقابل تحقيق الإيرادات في شكل رسوم الصفقات وهوامش عروض البيع والشراء.

2-2-3-2-3 أنواع المشتقات المالية: بشكل عام يوجد أربعة أنواع للمشتقات المالية هي:

- العقود الآجلة.
- العقود المستقبلية.
- عقود الخيارات.
- عقود المقايضات أو المبادلات.

وتعتبر العقود الآجلة أقدمها ثم تلاها ظهور العقود المستقبلية ثم الخيارات وأخيراً المبادلات.

1- **العقود الآجلة:** هي اتفاق رسمي وملزم بين طرفين أحدهما البائع والآخر مشتري لأصل من الأصول، على أن تتم الصفقة بسعر محدد مسبقاً يسمى سعر التسليم، الذي يسدد في فترة لاحقة متفق عليها وقت إبرام العقد، تستخدم عادةً للتحوط من المخاطر المختلفة، تمتاز بالمرونة استجابة لمتطلبات المتعاملين في العقود الآجلة، كما أنها عقود غير نمطية.

<sup>1</sup> هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها، مؤسسة الوراق للنشر، عمان، الأردن، 2007، ص: 110.

<sup>2</sup> D. Armand & Autre, "Manuel de Gestion", Volume 2, Ellipses. Auf, France, 1999, p: 231.

<sup>3</sup> عبد الكريم قندوز، مرجع سبق ذكره، ص: 91.

ففي تاريخ الاستحقاق إذا كان سعر الأصل محل التبادل أعلى من السعر المحدد في العقد، فسيحقق مشتري العقد ربحاً، أما إذا كان سعر العقد عند تاريخ الاستحقاق أعلى فسيحقق خسائر، أما بالنسبة لبائع العقد فسيحقق خسائر إذا كان سعر العقد عند تاريخ الاستحقاق أعلى من السعر المبدئي، وسيربح إذا كان سعر العقد عند تاريخ الاستحقاق أقل من السعر المبدئي المتفق عليه في العقد<sup>1</sup>.

## 2- العقود المستقبلية

**1-2 تعريف العقود المستقبلية:** وهي عقود نمطية تعطي الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين بسعر محدد مسبقاً على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل، كما يلتزم طرفي العقد (البائع والمشتري) بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار المتعامل معه في شكل نقدي أو أوراق مالية، وذلك بغرض حماية الطرفين من المشكلات التي تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزاماته<sup>2</sup>.

يعرف العقد المستقبلي بأنه "التزام نمطي إما ببيع أو شراء أصل معين بسعر محدد في تاريخ مستقبلي محدد، وتحدد البورصة في أسواق العقود المستقبلية طبيعة الاتفاق المبرم بين طرفي التعاقد، إذ يجب عليها تحديد الأصل، حجم العقد، الكيفية التي يتم من خلالها تقديم عروض الأسعار، مكان التسليم وكيفية دفع قيمة العقد، ومن أجل تسهيل ذلك لجأت البورصات إلى ترميز شروط التعاقد في العقود المستقبلية من خلال وحدة التعامل، تاريخ التسليم والحد الأدنى لتقلب السعر (النقطة)، وقيمة النقطة والهامش المبدئي<sup>3</sup>، الذي يدفع من طرف البائع والمشتري، تقوم بإدارته غرفة المقاصة التي يتم التعاقد من خلالها وذلك لضمان تنفيذ الطرفين العقد، إلى جانب ذلك هناك إمكانية تحديد هامش إضافي آخر يسمى هامش الصيانة وهو نسبة من الهامش المبدئي<sup>4</sup>.

ولأن المستقبلية هي التزامات لفترة محددة في المستقبل، فإنه لا يمكن شراء أو بيع عقودها بسبب عدم تحقق دفع الأموال فيها أثناء إبرامها، ولهذا فإن العقد المستقبلي لا يمكن إلغاؤه إلا عند تاريخ الانتهاء فقط<sup>5</sup>. ومن مميزات العقود المستقبلية أنها ليست وسيلة مهمة لاكتشاف السعر، وإنما هي وسيلة بديلة لاتخاذ المواقف وللتحوط من مخاطر الأصول الأساسية.

<sup>1</sup> B. Jaquillat & B. Solnik, Marchés Financières, Gestion de Portefeuille et des Risques. OP-CIT, 2002. P17

<sup>2</sup> نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية واثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، اطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2014-2015، ص: 77.

<sup>3</sup> D. Phlon, les Taux De Change 3é édition , Edition la découverte, paris, 2001 .pp: 23,24

<sup>4</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، ط2، 2004، ص: 362.

<sup>5</sup> J. Charles, Investment, John Wiley & Sons, Inc, 1999, p: 488.

وما تجدر الإشارة إليه أن مشتري العقد المستقبلي يتخذ مركزا طويلا، أما بائع أو محرر العقد المستقبلي فيتخذ مركزا قصيرا<sup>1</sup>، كما يمكن لمشتري العقد أن يبيع عقدا مماثلا للعقد الذي سبق وأن أبرمه للأصل نفسه وفي تاريخ الاستحقاق نفسه ولكن بسعر مختلف، وبذلك يغلق مركزه ويلغي التزامه بالعقد<sup>2</sup>.

وتستعمل العقود المستقبلية كثيرا في عملية التحوط الذي يعد من بين الصفقات التي يبرمها المستثمر في تواريخ تنفيذ مستقبلية، للحد من الخسائر التي يمكن أن يتعرض لها بسبب التغيرات العكسية للأسعار محل التعاقد، كما يتطلب اتخاذ قرار لأكثر من مركز سواء كان مركز طويل أو قصير، بمعنى أنه ينبغي على المتحوظين اتخاذ قرارات مناسبة من حيث التوقيت المناسب لعملية التحوط، فعندما تتغير الظروف فإن المتحوظين يقومون بتعديل استراتيجية التحوط الخاصة بهم قبل التعرض للخسارة<sup>3</sup>.

كما يمكن من خلال اعتماد العقود المستقبلية ابتداء طرق جديدة لإدارة المخاطر، وذلك من خلال تجزئة المخاطر مجتمعة في الأدوات المالية التقليدية مثل: مخاطر تقلب الأسعار، مخاطر سعر الفائدة، وإدارة كل نوع من هذه المخاطر على حدا من خلال عملية التحوط.

2-2 استراتيجيات التحوط باستخدام العقد المستقبلي: يتم التحوط من خلال العقد المستقبلي بأحد الاستراتيجيتين، كما هو موضح بالشكلين التاليين<sup>4</sup>:

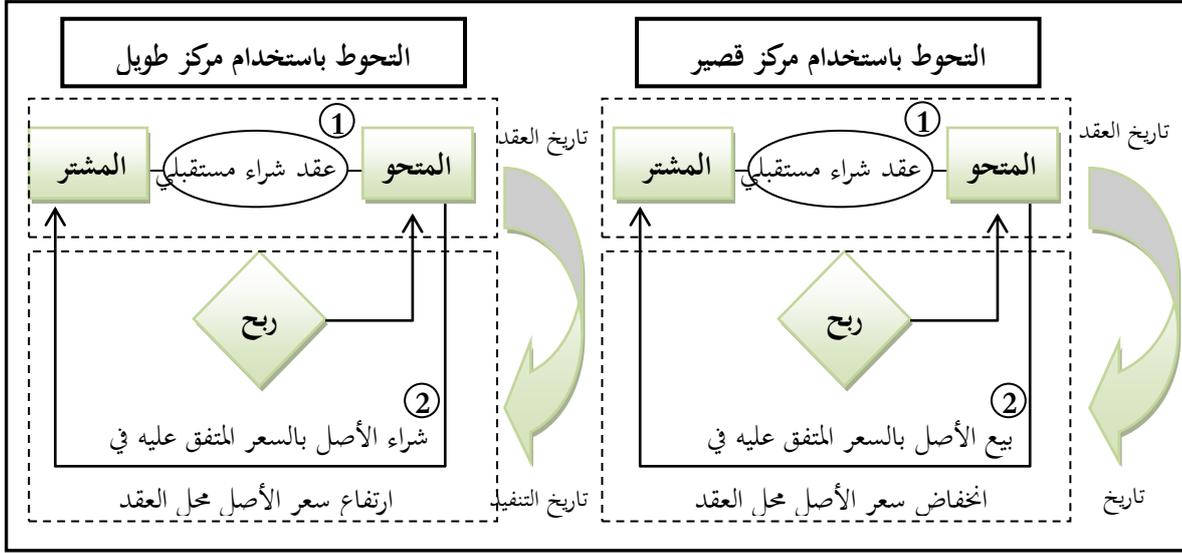
<sup>1</sup> Idem.

<sup>2</sup> P. Howells & B.Keith, **Financial Markets & Institution**, 3<sup>rd</sup>, Prentice-Hall,U.K, 2000, p: 290.

<sup>3</sup> J. Charles. op.cit, p: 492.

<sup>4</sup> لعمش أمال، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية دراسة نقدية لبعض المنتجات المصرفية الإسلامية، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، غير منشورة، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2012، 2011، ص:72.

شكل (2-5): استراتيجية التحوط باستخدام العقد المستقبلي



المصدر: لعشم أمال، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية دراسة نقدية لبعض المنتجات المصرفية الإسلامية، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، غير منشورة، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2012، 2011، ص: 72.

يتضح لنا من الشكل أعلاه آلية التحوط باستخدام المركزين الطويل والقصير كما يلي:

- استراتيجية التحوط باستخدام مركز قصير: حيث تسمح هذه الاستراتيجية للمستثمر بأن يبيع أصلا ماليا وفق عقد مستقبلي، فيتجنب بذلك مخاطر انخفاض الأسعار من خلال الاحتفاظ بمركز قصير في السوق المستقبلي، يسمح له بتحقيق الربح المتمثل في الفرق بين السعر السوقي للأصل أثناء تنفيذ السعر المنخفض، وسعر البيع المتفق عليه في العقد، ويعتبر البيع على المكشوف من بين استراتيجيات الاستثمار قصيرة الأجل في أسواق المشتقات المالية.
- استراتيجية التحوط باستخدام مركز طويل: تسمح هذه الاستراتيجية للمستثمر بأن يشتري أصلا ماليا وفق عقد مستقبلي، فيتجنب بذلك مخاطر ارتفاع الأسعار من خلال الاحتفاظ بمركز طويل في السوق المستقبلي، ويحقق بذلك ربحا يتمثل في الفرق بين السعر السوقي للأصل أثناء التنفيذ (السعر المرتفع) وسعر البيع المتفق عليه في العقد (السعر المنخفض).

3- عقود الخيارات: يقصد بها العقود التي تعطي لحاملها الحق في أن يبيع أو يشتري أوراق مالية بسعر محدد مسبقا في تاريخ معين أو خلال فترة محددة، على أن يكون له الحق في أن ينفذ أو لا ينفذ عملية البيع أو الشراء مقابل مبلغ معين غير قابل للرد يعرف بالمكافأة<sup>1</sup>، فإذا تم تنفيذ الخيار في تاريخ الاستحقاق يسمى بالخيار الأوري، وإذا تم تنفيذه خلال فترة الاستحقاق يسمى بالخيار الأمريكي، ويتضمن عقد الخيار طرفين هما: محرر الخيار (البائع) ومشتري الحق.

عادة ما تتداول عقود الخيارات على أساس 100 وحدة من الأداة الأصلية، كأن تتم على أساس 100 سهم لكل عقد.<sup>2</sup>

وتنقسم عقود الخيارات حسب نوع الصفقة إلى ثلاث أنواع رئيسية وهي: خيار الشراء، خيار البيع والخيار المزدوج (المختلط)، وسوف نركز على خيارى الشراء والبيع كوسيلتين للتغطية من المخاطر التي تواجه المستثمر دون التطرق إلى الخيار المزدوج ، الذي يستعمل غالبا من قبل المضاربين لتحقيق الأرباح.

✓ خيار البيع: هو اتفاق قابل للتداول، يعطي لمشتري حق الخيار، بيع عدد من الأوراق المالية بسعر محدد في تاريخ معين، مقابل علاوة يدفعها المشتري لمحرر خيار البيع، حيث يراهن مشتري خيار البيع على انخفاض أسعار الأوراق المالية محل التعامل، في حين يراهن بائع خيار البيع على ارتفاعها، فإذا صدقت توقعات مشتري خيار البيع، يتم تنفيذ العقد، وإذا لم تصدق توقعاته يتم إلغاؤه دون أن يكون ملزما بتنفيذه. وعليه فإن خيار البيع يعتبر أحد الاستراتيجيات المستخدمة في التحوط والتغطية، من مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، ذلك أن خسائر مشتري خيار البيع، محدودة بمقدار المكافأة التي يدفعها للبائع، في حين أرباحه غير محدودة، وتزداد كلما ارتفع السعر السوقي للورقة المالية عند التنفيذ، كما أن الحماية من احتمال إجراء اشتقاق في الأسهم المعنية، توزيع الأسهم المجانية، توزيع الأرباح متوفرة لحملتها<sup>3</sup>.

وما تجدر الإشارة إليه أن المكافأة في خيار البيع تتناسب عكسيا مع سعر الورقة المالية وأسعار الفائدة، بينما تتناسب طرديا مع توزيع الأرباح على المساهمين<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> محمد علي السويلم، أدوات الاستثمار في البورصة، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، مصر، ط1، 2013، ص: 65.

<sup>2</sup> جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، الهياكل والأدوات والاستراتيجيات، ج2، مرجع سبق ذكره، ص: 755.

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص: 766.

<sup>4</sup> جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، الهياكل والأدوات والاستراتيجيات، ج2، مرجع سبق ذكره، ص: 765.

✓ **خيار الشراء:** هو اتفاق قابل للتداول يعطي الحق للمستثمر (مشتري الخيار) في شراء عدد معين من الأوراق

المالية بسعر محدد مسبقاً، على أن يتم تنفيذه في أي فترة ابتداء من شراء الخيار وحتى استحقاقه، مقابل علاوة (مكافأة) غير قابلة للرد<sup>1</sup>.

حيث يراهن مشتري خيار الشراء على ارتفاع أسعار الأوراق المالية محل التعامل، في حين يراهن بائع خيار الشراء على انخفاضها، فإذا صدقت توقعات مشتري خيار الشراء يتم تنفيذ العقد، وإذا لم تصدق توقعاته يتم إلغاؤه دون أن يكون ملزماً بتنفيذه.

وعليه فإن خيار الشراء يعتبر أحد الاستراتيجيات المستخدمة في التحوط والتغطية من مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، ذلك أن خسائر مشتري خيار الشراء محدودة بمقدار المكافأة التي يدفعها للبائع في حين أرباحه غير محدودة، وتزداد كلما ارتفع السعر السوقي للورقة المالية عند التنفيذ<sup>2</sup>.

وما تجدر الإشارة إليه أن تطورات الخيار مرتبطة ارتباطاً كلياً بتطورات الورقة، منها عمليات اشتقاق الأسهم، توزيع الأرباح، توزيع الأسهم المجانية التي قد تمس الورقة المالية والتي لها تأثير على سعر الخيار، لذلك على المستثمر أن يكون على علم بكافة التطورات التي قد تمس الورقة المالية، مما يسمح له بالتحوط من آثار ذلك التطور<sup>3</sup>.

**4- عقود المبادلات:** عقد المبادلة هو اتفاق ملزم بين طرفين لتبادل أصل بأصل آخر، أو سلسلة من التدفقات النقدية بسلسلة أخرى، كمبادلة سلسلة من التدفقات النقدية ذات أسعار فائدة ثابتة بسلسلة أخرى ذات أسعار فائدة متغيرة والعكس، وذلك في فترات مستقبلية متفق عليها، أو استبدال قرض بسعر فائدة متغير مقابل قرض آخر بسعر فائدة ثابت أو العكس، وذلك بغرض التحوط من مخاطر تقلب أسعار الفائدة<sup>4</sup>.

ولعقود المبادلات أهمية كبيرة في الاقتصاد، حيث تستخدم في تخفيض تكلفة التمويل وذلك بالحصول على قروض مستمرة وبتكلفة منخفضة، فالشركات التي تستطيع الحصول على قرض بسعر فائدة ثابت بإمكانها إصدار سندات بسعر فائدة متغير، وبالتالي تعمل على مبادلة الفوائد المتغيرة بالثابتة<sup>5</sup>.

ولفهم كيفية استخدام مبادلة أسعار الفائدة لتخفيض تكلفة التمويل، نفرض شركتين مختلفتين بالتصنيف الائتماني، الأولى ذات نوعية عالية يمكنها الاقتراض بمعدل فائدة ثابت 9% والاقتراض قصير الأجل LIBOR + 0.5%

<sup>1</sup> محمد علي السويلم، مرجع سبق ذكره، ص: 65.

<sup>2</sup> جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، الهياكل والأدوات والاستراتيجيات، ج 2، مرجع سبق ذكره، ص: 764.

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص: 763.

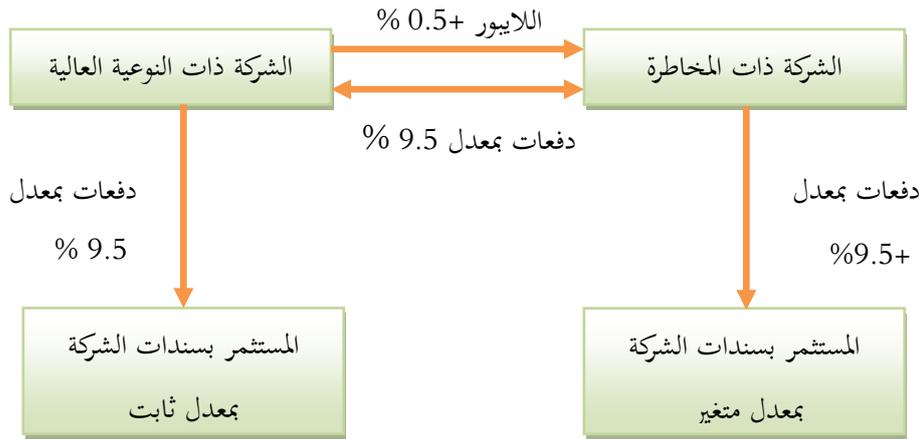
<sup>4</sup> المرجع نفسه، ص: 784.

<sup>5</sup> نورين بومدين، مرجع سبق ذكره، ص: 83.

والأخرى ذات مخاطرة عالية يمكنها الاقتراض طويل الأجل بمعدل فائدة ثابت 10.5% والاقتراض قصير الأجل بمعدل LIBOR+1%، وبافتراض أن الشركة الأولى ترغب في التفاوض مع الشركة الثانية، بتوفير دفعات بمعدل متغير LIBOR+0.5%، ومبادلتها بدفعات بمعدل ثابت 9.5%.

الشكل الموالي يوضح آلية المبادلة بين الشركتين<sup>1</sup>:

شكل (2-6): آلية مبادلة أسعار الفائدة



المصدر : ارشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص:414.

من الشكل أعلاه واستنادا إلى آلية المبادلة يتبين أن الشركة الأولى تحقق منافع لأن دفعاتها بالمعدل الثابت والمستلمة تزيد عن التزاماتها اتجاه حملة سنداتهما بنسبة 0.5%، في حين أن الشركة الثانية تستلم دفعات LIBOR+0.5% وهي أقل بنسبة 0.5% مقارنة بما تدفعه إلى حملة سنداتهما وبمعدل متغير، وبذلك فقد تمكنت من تخفيض تكلفة التمويل بنسبة 0.5% سنويا.

### 2-2-3-2 أهمية المشتقات المالية بالنسبة للاقتصاد القومي: منذ ظهور المشتقات المالية وهي تثير الجدل

حول فائدتها للاقتصاد بين مؤيد ومعارض<sup>2</sup>:

(1) آراء المؤيدين: تستخدم المشتقات المالية لنقل المخاطر من الأطراف التي لا ترغب بتحملها إلى الوحدات القادرة على تحملها وترغب بذلك، كالمؤسسات المالية وبيوت السمسرة دون أن يترافق ذلك بنقل ملكية الأصل، وبذلك تكون المشتقات قد ساهمت في رفع إنتاجية هذه الوحدات التي لا ترغب بتحمل المخاطر.

<sup>1</sup> ارشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 412-414.

<sup>2</sup> عاطف فرحة، مرجع سبق ذكره، ص: 6، 7.

كما أن التعامل بالمشتقات المالية يوفر فرصا لجني الأرباح من خلال الاستفادة من مزايا الرفع المالي، والذي يتحقق باستخدام ما يعرف بأسلوب الهامش، كما يفيد أسلوب التغطية بواسطة المشتقات الحد من مخاطر الإفلاس.

كما يمكن استخدام المشتقات المالية في:

- التنبؤ بالأسعار المتوقعة من خلال تزويد المتعاملين بها بالمعلومات حول أسعار الأوراق المالية المتعاقد عليها في السوق الحاضرة في تاريخ التسليم.
- تخطيط التدفقات النقدية عند العمل في ظروف التأكد التام.
- تأمين أفضل لفرص المضاربة.
- تيسير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد.
- السرعة في تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية.
- تشجيع الحكومات المحلية لأسواق المشتقات كعنصر جذب لرؤوس الأموال الأجنبية.

(2) آراء المعارضين: يرى المعارضين للمشتقات المالية أنها غير مقبولة من الناحية الاقتصادية، وذلك باعتبار أن هذا

التعامل لا يختلف عن القمار، لأنه لا يولد أي قيمة مضافة بل مجرد مبادلة يربح منها طرف ويخسر الطرف الآخر.

وبالرغم من أن المشتقات هي أداة للتحوط لكن المعارضين يرون أن المشتقات هي نفسها أدوات للمجازفة والرهان على تقلبات الأسعار، وواقع الأمر أن المجازفة هي الغالبة على المشتقات، حيث تبلغ نسبة العقود المستخدمة بغرض المجازفة نسبة معتبرة مقارنة بالتحوط، وعليه فهي أدوات للمجازفة والرهان أكثر منها أدوات للتحوط.

كما أن تبادل المخاطر يعني أن العملية تصبح مبادلة صفرية، لأنه إذا تحققت المخاطر كسب أحد الطرفين وخسر الطرف الآخر، وإن لم يتحقق انعكس الوضع.

ولا يوجد خلاف بين المؤيدين والمعارضين على أن المشتقات هي مبادلات صفرية، لكن المؤيدين يرون أنها وإن

كانت صفرية على مستوى العقد لكنها على المستوى الكلي إيجابية، لأنها ترفع مستوى الإنتاجية للاقتصاد عموما ومن

ثم ينتفع جميع الأطراف، غير أن هذا الدليل يمكن أن يكون صحيحا لو كانت المشتقات تساهم في النشاط الحقيقي المنتج،

لكن واقع الأمر أن أسواق المشتقات تسير في اتجاه بعيد عن النشاط الحقيقي، والسبب هو أن المشتقات تقتصر على

تبادل المخاطر الذي لا يخضع لضوابط النشاط الحقيقي المولد للثروة، فيصبح نمو المشتقات أسهل بكثير من نمو الاقتصاد

الحقيقي، ويزداد على ذلك تدفق رؤوس الأموال إلى المضاربات غير المنتجة على حساب الاقتصاد الحقيقي المنتج، مما

يعرض الاقتصاد للخسارة من خلال انهيار السوق وانفجار فقاعة المضاربات، وبالتالي ضياع الثروة مثلما حدث في أزمة

الرهن العقاري لعام 2008.

## 4-2-2 عائد ومخاطر الورقة المالية

2-2-4-1 عائد الورقة المالية : يعرف العائد بأنه مجموع التوزيعات والفوائد والدخل المحقق من الاستثمار، مضافا إليه الأرباح أو الخسائر الرأسمالية<sup>1</sup>، وبالتالي يعتبر بمثابة التعويض أو المكافأة التي يتحصل عليها المستثمر، فإذا كانت الورقة المالية سهما فإن العائد يتمثل في توزيعات الأرباح، أما إذا كانت سندات فإن العائد يكون في شكل فوائد، كما يمكن أن يكون العائد في شكل أرباح رأسمالية ناتجة عن بيع السهم أو السند بمبلغ يفوق قيمته السوقية عند الشراء. وللعائد عدة مفاهيم وهي:

(1) العائد الخالي من المخاطرة: يمثل تعويضا للمستثمر عن عنصر الزمن، ويمثل حافزا لتوجيه الموارد المالية للاستثمار بدلا من استخدامها في الاستهلاك الحالي، وهو يمثل عائد الاستثمارات التي لا تتعرض للمخاطر كأذونات الخزينة أو سندات الخزينة، وحسب Fisher يتكون معدل العائد الخالي من المخاطرة من جزأين، الأول يمثل معدل الفائدة الحقيقي الذي يحقق التوازن بين العرض والطلب على النقود، أما الثاني فهو يمثل علاوة مواجهة مخاطر التضخم، وهي مخاطر مرتبطة بعنصر الزمن تعكس التوقعات التضخمية للمستثمرين.

(2) العائد على الاستثمار: يمثل قدرة المبلغ المستثمر على تحقيق أرباح بعد الضريبة، يحسب وفق العلاقة التالية<sup>2</sup>:

$$\text{العائد على الاستثمار} = \frac{\text{الأرباح الصافية بعد الضريبة}}{\text{المبلغ المستثمر}}$$

(3) عائد فترة الاحتفاظ: يقيس معدل العائد المحقق فعلا خلال الفترة الزمنية التي تم امتلاك الأصل قبل بيعه، بمعنى هو الربح أو الخسارة الناتجين عن الاستثمار في فترة معينة يحسب وفق العلاقة التالية<sup>3</sup>:

$$R_t = \frac{D_t + (P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

**R**: معدل العائد المطلوب أو المنتظر خلال الفترة t.

**D<sub>t</sub>**: التوزيعات خلال الفترة.

**P<sub>t</sub>**: سعر الأصل في نهاية الفترة.

**P<sub>t-1</sub>**: سعر الأصل في بداية الفترة.

<sup>1</sup> H. Mark, N. John, **Investments Analysis & Behavior**, McGraw-Hill, New York, 2010, p: 94.

<sup>2</sup> غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر، عمان، الأردن، 2008، ص: 73.

<sup>3</sup> V. Horne & Autre, **Fundamentals of Financial Management**, 12<sup>th</sup> edition, Prentice-Hall, Inc, London, 2005, p: 96.

$P_t - P_{t-1}$ : يمثل الربح أو الخسارة الرأسمالية.

وبذلك يمثل العائد مقدار التغير في قيمة الأصل لدى المستثمر، مضافا له التعويض المقابل لعملية الاستثمار والذي يتماشى وطبيعة الأصل و مخاطره، منسوبا إلى الاستثمار الأولي.<sup>1</sup>

(4) **العائد المتوقع Expected Return** : يقصد به المتوسط الموزون لاحتمالات العوائد التي يمكن تحقيقها وفقا لاعتقادات متخذ القرار (المستثمر) ، لطبيعة الحالة الاقتصادية المطلوب التنبؤ بها للاستثمارات ذات المخاطرة ،أي أن المستثمر يعتمد على نظرية الاحتمالات في تحديد عائد السهم ،وبموجبها يعتمد توزيعات احتمالية تكون دالة لوصف العوائد الممكن تحقيقها طبقا لدرجة احتمال حدوثها.<sup>2</sup>

(5) **معدل العائد المطلوب ( Required Rate of Return)**: أطلق عليه تسميات عديدة منها معدل الخصم، تكلفة رأس المال وتكلفة الفرصة البديلة، يعكس المبادلة بين العائد والمخاطرة<sup>3</sup> ، ويقصد به العائد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه عند الاستثمار في الأصول الخطرة (الأسهم)، ذلك أن المستثمر يطمح دائما إلى ما يعوضه عن الخطر، يعرف بعلاوة المخاطرة<sup>4</sup> ، وذلك لأن المستثمرين يبحثون دائما عن الاستثمار الذي يوفر لهم أعلى عائد ممكن بأقل مستوى من المخاطرة، والمخاطرة المقصودة هي النظامية التي لا يمكن تجنبها بالتنوع، لأن المخاطر اللانظامية يمكن تفاديها بتنوع الاستثمارات، وكلما زادت المخاطر النظامية يزداد معها معدل العائد المطلوب على الأموال المستثمرة، ويتم حساب معدل العائد المطلوب من خلال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي يأخذ بعين الاعتبار المخاطر النظامية، ويتكون العائد المطلوب من جزأين هما: العائد الخالي من المخاطرة وبدل المخاطرة (علاوة المخاطرة). يقارن المستثمر بين العائد المتوقع تحقيقه والعائد المطلوب، فإذا كان العائد المتوقع تحقيقه أكبر من معدل العائد المطلوب يكون السهم جذابا والعكس.

#### (6) أثر التضخم على معدل العائد المطلوب

عادة ما يتم أخذ معدل العائد المطلوب بالقيمة الاسمية دون النظر إلى أثر التضخم المتوقع على القوة الشرائية، حيث يمثل معدل العائد المطلوب علاوة عن معدل الفائدة في السوق، نتيجة لتحمل المستثمر مخاطر المشروع المقترح. وعليه يتم تحديد معدل العائد على أساس معدل الفائدة الفعلي، بالإضافة إلى معدل التضخم المتوقع، ويعبر عن العائد المتوقع للأوراق المالية عادة بالوحدات الاسمية لوحدة النقد، وهي تدفقات محسوبة بالقيمة المتداولة وقت تحصيلها

<sup>1</sup> جبار محفوظ ، أسواق رؤوس الأموال، الهياكل، الأدوات، الاستراتيجيات ،ج1، مرجع سبق ذكره، ص: 80.

<sup>2</sup> خالد احمد فرحان، رائد عبد الخالق، مرجع سبق ذكره، ص: 50، 51.

<sup>3</sup> خالد احمد فرحان، رائد عبد الخالق، مرجع سبق ذكره، ص: 51- 53.

<sup>4</sup> Z. Bodie & al , **Investments**, 8<sup>th</sup> edition, McGraw-Hill, New York, 2009, p: 126.

(استلامها)، وفي ظل التضخم فإن هذه المبالغ تفقد قوتها الشرائية مقارنة بقيمتها الاسمية، ونتيجة لذلك فإن القيمة الحقيقية لكل وحدة نقدية متحصل عليها معرضة للانخفاض بسبب التضخم، وفي ذلك يرى Fisher أن معدل العائد السائد في السوق (الاسمي) يمثل معدل العائد الحقيقي مضافا إليه معدل التضخم، كما هو موضح بالمعادلة التالية<sup>1</sup>:

$$\text{معدل العائد الاسمي} = \text{معدل العائد الحقيقي} + \text{معدل التضخم}$$

وبالتالي فإن:

$$\text{معدل العائد الحقيقي} = \text{معدل العائد الاسمي} - \text{معدل التضخم}$$

#### 2-2-4-1-1 قياس العائد المتوقع للورقة المالية (الأسهم العادية)

يعتبر الاستثمار في الأسهم من أكثر العمليات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية، فهي تشكل الوزن النسبي الأكبر من الأوراق المالية المكونة لمحفظة السوق، وتعتبر المصدر الرئيسي لتمويل الشركات خاصة العادية منها، كما أن المستثمرين يرغبون بالعائد المتوقع الأعلى رغم المخاطر المرتبطة بها، يحسب العائد المتوقع كما يلي:<sup>2</sup>

✓ بناء على بيانات تاريخية : يحسب العائد المتوقع بناء على بيانات تاريخية كما يلي:

$$\bar{R} = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^{t=n} R_t$$

✓ بناء على توقعات مستقبلية: عندما لا يتوفر للمستثمر بيانات تاريخية عن الورقة المالية (كسهم تم إصداره حديثا)، في هذه الحالة فإن المستثمر يضع تقديرا للعوائد وفق احتمالات معينة، وذلك حسب الأوضاع الاقتصادية المستقبلية المتوقعة، بمعنى يتم حساب العائد المتوقع انطلاقا من توقعات مستقبلية كما يلي:

$$E(R_i) = \sum_{i=1}^n R_i \cdot P_i$$

حيث:

$R_t$ : العائد الفعلي.

$\bar{R}$ : العائد المتوقع بناء على بيانات تاريخية.

$n$ : الحالات الممكنة للعائد.

<sup>1</sup> علي محمد الكشوان، محمد علي العامري، مرجع سبق ذكره، ص:9.

<sup>2</sup> عبد الكريم قندوز، إدارة الخطر، النحوظ والتأمين، المكتبة الوطنية الألمانية للنشر، 2016، ص:53-58.

$E(R_i)$ : العائد المتوقع.

$P_i$ : احتمال تحقق العائد.

$R_i$ : القيم التي يمكن أن يأخذها العائد .

## 2-4-2-2 مخاطر الورقة المالية

1- **تعريف المخاطر:** ترتبط المخاطر باحتمال وقوع الخسائر، وتعرف بأنها "مقياس لحالة عدم التأكد باستخدام مجموعة من النتائج المحتملة لاستثمار معين"<sup>1</sup>.

وتختلف المخاطر Risks عن حالة عدم التأكد Uncertainty، حيث تعبر حالة عدم التأكد عن عدم وجود معلومات لدى المستثمر، بينما في حالة المخاطر فإنه يتوفر لدى المستثمر بعض البيانات التاريخية التي يمكنه الاسترشاد بها في تقدير التوزيع الاحتمالي، وعليه تعرف المخاطر بأنها "مقياس لحالة عدم التأكد باستخدام مجموعة من النتائج المحتملة لاستثمار معين"<sup>2</sup>، وبالرغم من الاختلاف الموجود بين مفهومي المخاطر وعدم التأكد، إلا أن المخاطر تتبع أساسا من حالة عدم التأكد، وتقدير المخاطر يتطلب تحديد أسبابها ومصادرها، ومن ثم تحديد المقاييس الملائمة لتقديرها (قياسها). إذن ومما سبق يمكننا تعريف المخاطرة بأنها عدم التأكد من التدفقات النقدية للأموال المستثمرة، بمعنى هي درجة التذبذب في العائد المتوقع، أو درجة اختلاف العائد الفعلي قياسا بالعائد المتوقع.

وهناك علاقة طردية بين العائد والمخاطرة، لهذا يجب على كل مستثمر أن يسعى لتحقيق أعلى عائد عند مستوى معين من المخاطرة، أو تخفيض المخاطرة لأدنى مستوى ممكن عند مستوى معين من العائد .

## 2- أنواع المخاطر: تتبع المخاطر أساسا من مصدرين أساسيين هما: المخاطر النظامية والمخاطر اللانظامية

✓ **المخاطر النظامية:** وهي المخاطر التي تؤثر في جميع الأوراق المالية الموجودة بالسوق دون أن يقتصر تأثيرها على

شركة معينة أو قطاع معين، تسمى بالمخاطر السوقية أو المخاطر التي لا يمكن تجنبها بالتنوع، تتعلق بالظروف

الاقتصادية والاجتماعية: كالأزمات الاقتصادية، التضخم، الكساد، أسعار الفائدة، الحروب، مخاطر السوق

المرتبطة بالإشاعات... وغيرها، غير أنه يتفاوت تأثيرها على الأوراق المالية وعلى الشركات المصدرة لها.

وعموما فإن الشركات الأكثر تعرضا لمخاطر السوق هي التي ترتفع درجة حساسيتها للنشاط الاقتصادي وأداء

سوق الأوراق المالية.

<sup>1</sup> B. Raymond, **Financial Management Core Concepts**, Pearson education limited, England, 2013, p p: 245 , 246.

<sup>2</sup> Ibid.

✓ **المخاطر اللانظامية:** وهي المخاطر المرتبطة بالشركة ذاتها، كالأضرار بالعمالية والأخطاء الإدارية، تغير أذواق المستهلكين، الاختراعات الجديدة، المنافسة، مخاطر الرفع التشغيلي والمالي (المخاطر المالية)، طبيعة عمل الشركة... وغيرها<sup>1</sup>، غير أنه بإمكان المستثمر تحجيماً وتخفيضها عن طريق التنوع، وذلك بزيادة عدد الأوراق المالية في مكونات المحفظة، بالإضافة إلى تنوع القطاعات التي تنمي إليها الشركات مصدرة الأوراق المالية .  
وما تجدر الإشارة إليه أن المخاطر الكلية للاستثمار المالي تتضمن النوعين من المخاطر، غير أنه في محفظة متنوعة يصبح مصدر المخاطر مرتبطاً بالمخاطر المنتظمة دون المخاطر غير المنتظمة.

وبعد التطرق إلى أنواع المخاطر بصفة عامة، سنحاول التخصيص في مصادر المخاطر المرتبطة بالأسهم ومصادر المخاطر المرتبطة بالسندات على النحو التالي:

### 3- مصادر المخاطر المرتبطة بالأسهم: تتعدد مصادر المخاطر المرتبطة بالأسهم، ولعل أهمها ما يلي:

1-3 **مخاطر الرفع التشغيلي والمالي:** يرتبط الرفع التشغيلي بالوزن النسبي لتكاليف التشغيل الثابتة إلى إجمالي التكاليف، حيث ترتفع مخاطر الرفع التشغيلي، كلما ارتفع الوزن النسبي للتكاليف الثابتة، وبالتالي كلما زاد الرفع التشغيلي زاد تباين العائد على السهم، أما مخاطر الرفع المالي فتتسبب نتيجة لزيادة اعتماد الشركة على الديون في هيكل تمويلها والذي ينتج عنه زيادة الأعباء المالية الثابتة: كالقروض والسندات والأسهم الممتازة، والسبب الرئيسي الذي يدفع الشركة إلى استخدام الأموال المقترضة هو زيادة الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية، فإذا ما انخفضت أرباح التشغيل عن تكلفة التمويل فإن ذلك سيؤدي إلى انخفاض المدودية المالية للمساهمين، والذي ينعكس حتماً على السعر السوقي للسهم<sup>2</sup>.

2-3 **مخاطر سعر الفائدة:** لأسعار الفائدة تأثير سلبي على عوائد الأسهم، ذلك أن ارتفاع معدلات الفائدة يؤثر على أرباح الشركات بسبب ارتفاع تكلفة الديون، وبالتالي يتأثر السعر الذي سوف يدفعه المستثمرين لشراء أسهم تلك الشركات، فينخفض بسبب انخفاض التوقعات بشأن الأرباح والتوزيعات، وعند انخفاض أسعار الفائدة يحدث العكس.

<sup>1</sup> R. Frank & B. Keith , Investment Analysis & Portfolio Management, 8<sup>th</sup> edition, Thomson South –Western , U.S.A, 2006 ,p: 23.

<sup>2</sup> اعتماداً على المراجع التالية:

صلاح الدين حسن السيسي، مؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة البنوك، مدخل كمي واستراتيجي معاصر، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2000، ص: 182.  
محمد مطر، فايز ليم، مرجع سبق ذكره، ص: 49.

كما أن العديد من المستثمرين يشترون أسهمهم من خلال الاقتراض، وبالتالي فعند ارتفاع معدلات الفائدة تصبح تكلفة الاقتراض مرتفعة، ولذلك سوف يتردد المستثمرين في الاقتراض من أجل تحقيق عائد أعلى على الاستثمار في الأسهم، لأن ذلك يصبح صعبا في حالة ارتفاع معدل الفائدة، وبالتالي سوف ينخفض الطلب الكلي على الأسهم وتنخفض الأسعار، وبالتالي فإن تقلبات السعر انخفاضا سوف تؤثر سلبا على الأرباح والعوائد الرأسمالية للأسهم<sup>1</sup>. كما أن ارتفاع أسعار الفائدة يشير إلى ندرة النقود في الاقتصاد، مما يدفع المستثمرين إلى التحول من الموجودات الأقل سيولة (الأسهم) إلى الموجودات التي تتمتع بسيولة عالية كأذونات الخزينة، كما أن ارتفاع أسعار الفائدة يجعل سوق السندات أكثر جاذبية للمستثمرين مما يخفض حجم الطلب على الأسهم<sup>2</sup>.

**3-3 مخاطر التضخم :** يرى البعض أن التضخم يرتبط بعلاقة إيجابية مع الأسهم، لأن الشركات تزيد من أسعار منتجاتها في أوقات التضخم، في حين تبقى العديد من التزاماتها ثابتة كتوزيعات الأسهم الممتازة والفوائد، مما يؤدي إلى زيادة في الدخل الصافي للشركة وبالتالي زيادة ثروة المساهمين، والتي قد تترجم فوراً على شكل توزيعات نقدية، لتعويض المستثمرين عن الانخفاض في القوة الشرائية لدخولهم بسبب التضخم.

ويرى آخرون أن العلاقة عكسية وتم تفسيرها من خلال دور التضخم في رفع معدلات الفائدة، وبالتالي تنخفض أسعار السندات مما يجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين من الأسهم، وكانت دراسة (Fama 1971) من أهم الدراسات التي أكدت على العلاقة العكسية بين معدل التضخم وعوائد الأسهم، كما أنه وعند تقييم التدفقات النقدية فإنه عند ارتفاع معدل التضخم تنخفض القوة الشرائية للنقود، وبالتالي تنخفض القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية المستقبلية للاستثمارات، وعليه يقدم المستثمرين على التخلص من الأسهم مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها<sup>3</sup>.

**4-3 مخاطر الأعمال (النشاط):** تشير مخاطر الأعمال إلى التذبذب في عائد العمليات التشغيلية للمؤسسة مصدرة الورقة المالية (السهم)، والذي ينعكس على مقدار العائد المتوقع وعلى سعر الورقة المالية، وذلك لعدة أسباب تتعلق بحجم الطلب على منتجات الشركة، التغيير في أسعار المدخلات، التغيير في أسعار بيع المنتجات، ارتفاع درجة الرفع

<sup>1</sup> R. Maysami & al, Relationship between Macroeconomic variables& Stock Market Indice, Cointegration Evidence from Stock Exchange of Singapore All –S Sector Indices, Journal Pengurusan, vol 24, 2004, p p: 53 – 54.

<sup>2</sup> حيدر فاخر عبد الستار، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم منهج الاقتصاد الكلي، دار المريخ للنشر، الرياض، 2002، ص ص: 167 – 168.

<sup>3</sup> B. Dubravca, P. Petra, Do Macro Economic Factors Matter for Stock Returns? Evidence

from Estimating a Multifactor Model on the Croatian Market, Working Paper , No. 10-12. (2010), P : 7.

التشغيلي التي تؤدي إلى تذبذب عائد العمليات التشغيلية، والذي يؤدي بدوره إلى تباين العائد على السهم، لهذا على المستثمر المتجنب للمخاطرة الاستثمار في أسهم الشركات التي تتصف أرباحها بالاستقرار النسبي والثبات.

**3-5 مخاطر الإفلاس:** تنتج لعدم قدرة الشركة على تسديد التزاماتها اتجاه الغير، وهو ما ينعكس في النهاية على القيمة السوقية لأوراقها المالية.

**3-6 مخاطر الإدارة:** وهي المخاطر الناتجة عن سوء الإدارة في الشركة أو الناتجة عن قرارات إدارية خاطئة، كما تنتج عن الإضرابات العمالية والمشاكل بين أعضاء مجلس الإدارة، والتي تنعكس في النهاية على نشاط الشركة، وبالتالي على أرباحها، والذي ينعكس بدوره على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية.

**3-7 مخاطر الصناعة:** وهي المخاطر التي تقع على نوع معين من الصناعات، كظهور اختراعات جديدة، أو عدم قدرة الصناعة على المنافسة المحلية والأجنبية، كما تنتج أيضا عن وجود صعوبات في الحصول على المواد الأولية اللازمة للصناعة، وكذا التأثيرات الخاصة بالقوانين الحكومية، إلى جانب التغيرات في أذواق المستهلكين وظهور المنتجات والتكنولوجيا الجديدة.

**3-8 مخاطر التسويق:** تكون الورقة المالية قابلة للتسويق إذا أمكن للمستثمر التنازل عنها خلال فترة قصيرة، وبدون حدوث تأثير عكسي على السعر اللازم لاستكمال بيع عدد محدود من الأوراق، وتقاس قابلية الورقة المالية للتسويق بالفرق بين ثمن البيع (العرض) و ثمن الشراء (الطلب)، حيث يمثل الفرق بينهما الهامش الذي يطلبه صانع السوق<sup>1</sup>.

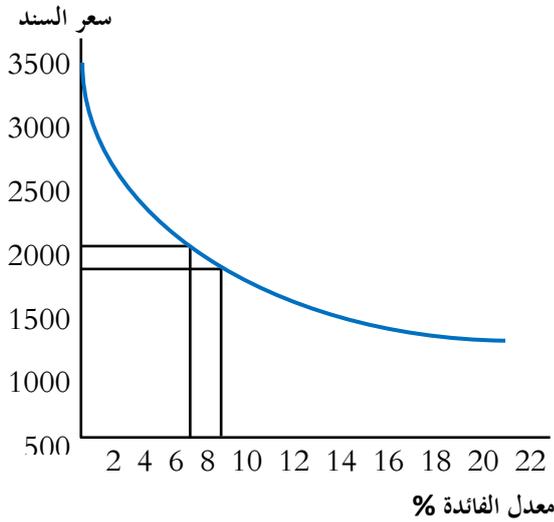
#### 4-مصادر المخاطر المرتبطة بالسندات

**4-1 مخاطر سعر الفائدة:** يعد سعر الفائدة من المخاطر التي تؤثر في أسعار الأوراق المالية (السندات)، ذلك أن البنك المركزي يعمل على رفع سعر الفائدة لكبح التضخم، وهو ما ينعكس على أسعار الأوراق المالية مؤديا إلى انخفاضها سيما السندات المتوسطة والطويلة الأجل، حيث يلجأ المستثمرين إلى إيداع أموالهم في البنك بدل استثمارها في السوق مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها، كما تتغير أسعار الفائدة في السوق وفقا لقوى العرض والطلب، ووفقا لمعدلات التضخم السائدة، وفيما إذا كان الاقتصاد في حالة رواج أو كساد، وتظهر المخاطر التي يتعرض لها حملة السندات بسبب العلاقة العكسية بين أسعارها في السوق وأسعار الفائدة، فارتفاع أسعار الفائدة السوقية يشجع حملة السندات على بيعها مما يؤدي إلى زيادة العرض مقابل الطلب، ونتيجة لذلك فإن أسعار السندات تنخفض، وبالتالي يتعرض المستثمر لخسارة

<sup>1</sup> جمال معنوق، إدارة المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية-دراسة مقارنة بين سوقين-، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2016، ص: 174.

كبيرة خاصة إذا ما صادف ارتفاع أسعار الفائدة وقت الحاجة إلى بيعها<sup>1</sup>، وفيما يلي شكل يوضح العلاقة العكسية بين أسعار السندات وأسعار الفائدة السوقية:

شكل (2-7): العلاقة العكسية بين أسعار الفائدة السوقية وسعر السند



المصدر: أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص:168.

2-4 مخاطر التضخم: تعد أدوات الدين أكثر الأوراق المالية تعرضاً لأثر التضخم، ويرجع ذلك إلى أن التضخم يخفض من العائد الدوري المحقق من تلك الأدوات، وتبعاً لذلك وحسب (Archer & al (1983 فإن الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالأسهم الممتازة و السندات، تعتبر من النوعية الرديئة وتعتبر عاجزة عن مقاومة التضخم<sup>2</sup>. ففي سوق أوراق المالية يفترض المتعامل بالسعر السوقي أو السعر الاسمي للفائدة، والذي يتأثر بالتضخم المتوقع وسعر الفائدة الحقيقي، ذلك أن التضخم هو الذي يخلق الفرق بين سعر الفائدة الحقيقي والاسمي، ويرى Fisher أن العلاقة بين سعر الفائدة الحقيقي والاسمي تتحدد وفق الصيغة التالية<sup>3</sup>:

$$\text{سعر الفائدة الحقيقي} = \text{سعر الفائدة الاسمي (النقدي)} - \text{المعدل المتوقع للتضخم}$$

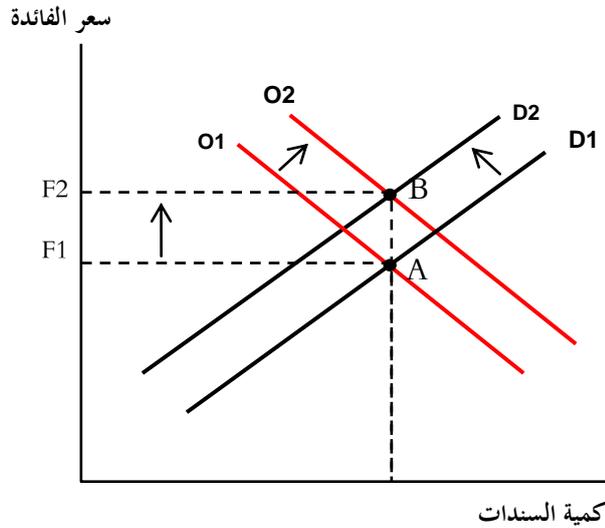
فإذا ارتفع التضخم المتوقع فإن سعر الفائدة الاسمي (النقدي) سيرتفع وينخفض سعر الفائدة الحقيقي، ولإيضاح أثر التضخم المتوقع على سعر الفائدة التوازني ندرج الشكل التالي:

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص:266.

<sup>2</sup> Archer H. Stephen , Choate G. Marc , Racette, George. 1983. Financial Management, Second Edition.HG4026.A745

<sup>3</sup> Idem

شكل (2-8): أثر التضخم المتوقع على سعر الفائدة الاسمي (النقدي)



المصدر: أحمد أبو الفتوح الناقه، نظرية النقود والبنوك والاسواق المالية، مدخل حديث للنظرية النقدية والاسواق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر، 2003، ص: 190.

يوضح الشكل استجابة سعر الفائدة للتغير في التضخم، حيث عندما يرتفع معدل التضخم ينتقل منحنى عرض السندات إلى اليمين من O1 إلى O2 ومنحنى الطلب على السندات من D1 إلى D2 وتنتقل نقطة التوازن من A إلى B ويرتفع سعر الفائدة التوازني من F1 إلى F2.

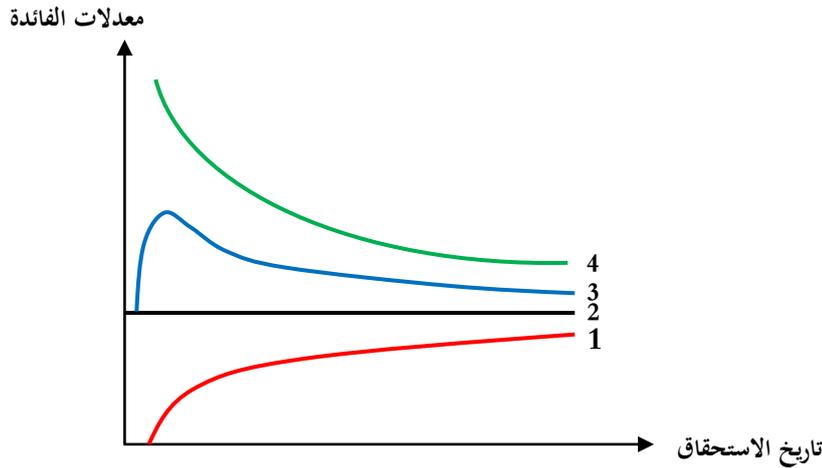
بافتراض أن الطلب والعرض المبدئي على السند عند D1 و O1، ونقطة التوازن المبدئية عند (A) وسعر الفائدة التوازني هو F1، وعليه فإنه وبافتراض ارتفاع معدل التضخم المتوقع، فإن سعر الفائدة الاسمي المتوقع (F) يرتفع، مما يخفض من أسعار السندات السوقية، وبذلك تلحق بالمستثمر المالي خسائر رأسمالية، وينخفض العائد المتوقع على السندات مقارنة بالأصول الحقيقية عند سعر الفائدة النقدي السائد، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على السندات، فينتقل بذلك منحنى الطلب على السندات إلى اليسار من D1 إلى D2، ولكن الزيادة في التضخم المتوقع يؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة الحقيقي كما توضحه المعادلة أعلاه، فتنخفض بذلك تكلفة الاقتراض الحقيقية، وبالتالي يزيد الطلب على الاقتراض من طرف وحدات العجز فيزيد إصدارها وعرضها للسندات، وبذلك ينتقل منحنى عرض السندات إلى اليمين من O1 إلى O2، وانتقال منحنى طلب وعرض السندات يصاحبه انتقال نقطة التوازن من A إلى B، وبالتالي يرتفع سعر الفائدة النقدي الجاري في السوق من F1 إلى F2، أما الأثر على كمية السندات المعروضة فيتوقف على مقدار الزيادة في عرض السندات (مقدار انتقال منحنى العرض إلى اليمين) مقارنة بمقدار النقص في الطلب على السندات

(مقدار انتقال منحنى الطلب إلى اليسار) ، وبالتالي يصبح الأثر على كمية السندات التوازنية غير محدد لأن الزيادة في عرض السندات قد تكون أقل أو تساوي النقص في الطلب على السندات.

وبالتالي فإنه وفقا ل Fisher فإن التضخم المتوقع يؤدي إلى ارتفاع سعر الفائدة النقدي، ولذلك يعتبر الحد من التضخم أحد العوامل الأساسية للحد من ارتفاع سعر الفائدة<sup>1</sup>.

**3-4 مخاطر فترة الاستحقاق:** ذلك أن القدرة على التنبؤ بالمخاطر التي تتعرض لها ورقة مالية (سند) تستحق في الأجل القصير أكبر بكثير من القدرة على التنبؤ بالمخاطر التي تتعرض لها الورقة المالية (سند) ذات الأجل الطويل، ويمكن توضيح ذلك من خلال منحنى الهيكل الزمني لأسعار الفائدة، الذي يبرز العلاقة بين معدل الفائدة وتاريخ الاستحقاق، كما هو موضح بالشكل أدناه<sup>2</sup>:

شكل (2-9): الهيكل الزمني لأسعار الفائدة



المصدر: هبة السيد محمد سيد احمد، تحليل علاقة سعر الفائدة بالنمو الاقتصادي، دراسة دولية مقارنة بالتركيز على الاقتصاد المصري، أطروحة دكتوراه، جامعة الزقازيق، مصر، 2017، ص: 26 - 29.

من الشكل أعلاه يمكن التمييز بين أربعة منحنيات لهيكل سعر الفائدة وهي:

**المنحنى (1):** يوضح زيادة أسعار الفائدة مع زيادة آجال الاستحقاق، حيث تكون معدلات الفائدة في الأجل الطويل أعلى منها في الأجل القصير، كما يتوقع المتعاملين ارتفاع معدلات الفائدة في الأجل القصير مستقبلا.

<sup>1</sup> أحمد أبو الفتوح الناقة، نظرية النقود والبنوك والاسواق المالية، مدخل حديث للنظرية النقدية والاسواق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر، 2003، ص: 190.

<sup>2</sup> هبة السيد محمد سيد احمد، تحليل علاقة سعر الفائدة بالنمو الاقتصادي، ا دراسة دولية مقارنة بالتركيز على الاقتصاد المصري، أطروحة دكتوراه، جامعة الزقازيق، مصر، 2017، ص ص : 26، 27.

**المنحنى (2):** يوضح أسعار فائدة ثابتة نسبيا بين السندات ذات آجال الاستحقاق، مع توقع استقرار المعدلات المستقبلية للفائدة في الأجل القصير.

**المنحنى (3):** يوضح ارتفاع أسعار الفائدة في البداية مع زيادة آجال الاستحقاق ثم تنخفض بعد ذلك.

**المنحنى (4):** يوضح انخفاض أسعار الفائدة مع زيادة آجال الاستحقاق.

وفي هذا الصدد توجد ثلاث نظريات تفسر أشكال منحنى العائد وهيكل أسعار الفائدة نوردها فيما يلي<sup>1</sup>:

**1) نظرية التوقعات البحتة:** وفقا لهذه النظرية فإن الهيكل الزمني لأسعار الفائدة يتحدد وفقا للتوقعات المستقبلية لتحركات سعر الفائدة، مع افتراض أن المتعاملين لا فرق لديهم بين السندات قصيرة الأجل والطويلة الأجل مادام الهدف هو تعظيم العوائد، فوفقا لهذه النظرية فإن سعر الفائدة طويل الأجل يتحدد كما يلي:

$$\text{سعر الفائدة طويل الأجل} = \text{متوسط سعر الفائدة قصير الأجل (السائد حاليا)} + \text{أسعار الفائدة قصيرة الأجل المتوقع أن تسود خلال أجل استحقاق السند طويل الأجل}$$

**2) نظرية علاوة السيولة:** تركز على نظرية التوقعات، ولكنها ترفض فرضية أن المتعاملين في السوق يتساوى لديهم تفضيل السندات قصيرة الأجل مع السندات طويلة الأجل، بحيث يفضل المتعاملين السندات قصيرة الأجل بسبب سيولتها وقلة التقلبات في أسعارها، لهذا يجب أن يتضمن سعر الفائدة على السندات طويلة الأجل علاوة سيولة، لتعويض قلة السيولة التي تقدمها تلك السندات، وعليه فإن سعر الفائدة وفق هذه النظرية يعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{سعر الفائدة} = \text{متوسط سعر الفائدة قصير الأجل} + \text{توقعات سعر الفائدة قصير الأجل} + \text{علاوة السيولة}$$

**3) نظرية السوق المجزأة:** تعتبر هذه النظرية أن أسعار الفائدة القصيرة والطويلة الأجل تتحدد في أسواق منفصلة عن بعضها نسبيا، بحيث يتحدد هيكل أسعار الفائدة حسب العرض والطلب، في كل شريحة لأجل الاستحقاق وتتسق هذه النظرية مع أي شكل من أشكال منحنى العائد.

**4-4 مخاطر استدعاء السند:** قد تتضمن بعض نشرات الإصدار لبعض الشركات سندات تنطوي على شرط الاستدعاء، مما يعطي الشركة الحق في شرائها من حملتها بعد تاريخ معين محدد في نشرة الاكتتاب، وذلك في ظل وجود مؤشرات تنبئ باحتمال انخفاض أسعار الفائدة في السوق قبل تاريخ استحقاق السند، وبالتالي تستدعي الشركة سنداتها

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص: 27، 28.

وتعويضها بسندات جديدة ذات معدل فائدة أقل، وتسمى هذه العملية بإعادة تمويل السندات، وينظر المستثمر للسندات القابلة للاستدعاء بأنها أكثر مخاطرة من السندات الأخرى غير القابلة للاستدعاء لذلك فإن أسعارها أقل .

**4-5 مخاطر السيولة:** ويقصد بها سهولة بيع الورقة المالية دون أن يكون هناك انخفاض كبير في سعرها، حيث تفتقر السندات إلى خاصية السيولة سيما إذا كانت طويلة الأجل، فالمستثمر معرض إلى مخاطر السيولة الناتجة عن الانخفاض الذي يحصل في القوة الشرائية للعملة بفعل التضخم، وكلما طال أجل استحقاق السند ترتفع مخاطر السيولة<sup>1</sup>. مع الإشارة إلى أن سندات الحكومة غالباً ما تكون أكثر سيولة من سندات الشركات، لأن سندات الحكومة تتداول على نطاق واسع كما أن تكاليف بيعها منخفضة<sup>2</sup>.

**4-6 مخاطر الإطفاء السنوي للسندات:** يمنح عقد الإصدار في كثير من الحالات للشركة المصدرة الحق في إمكانية إطفائها سنوياً بنسبة محددة في الإصدار، كما ينص في ذلك العقد على الطريقة التي بموجبها تحدد السندات المطفأة، وبالتالي فإن المصدرين يستغلون شرط الإطفاء في الفترات التي تشهد فيها السندات ارتفاعاً في السعر السوقي مقارنة بقيمتها الاسمية، فيقومون بإطفاء السندات ملحقين بذلك بأضراراً لحملتها، والتي تتمثل في تفويت فرصة تحقيق الدخل (الفائدة)، الذي كان من المفترض تحقيقه لو أنه لم يتم إطفائها، لذلك يجب على المستثمر في السندات مراعاة شروط الإصدار بدقة، والتأكد من السندات الممكن إطفائها وحجمها وفتاتها<sup>3</sup>.

**4-7 مخاطر التحويل:** إذا تم تحويل السندات إلى عدد محدود من الأسهم العادية في الشركة صاحبة الإصدار للسند، فإن معدل العائد على الاستثمار قد يتغير، لأن قيمة الأسهم العادية المحدودة قد تزيد أو تنخفض، كما أن معدل الكوبون على السندات منخفض مقارنة بأرباح الأسهم<sup>4</sup>.

**4-8 مخاطر عدم السداد:** ويقصد بمخاطر عدم السداد الحالة التي يكون فيها مصدر السند غير قادر على دفع الفوائد أو القيمة الاسمية عند حلول تاريخ الاستحقاق، فالشركة التي تواجه خسائر كبيرة قد تؤجل دفع الفوائد على سنداها، ومن ناحية أخرى فإن السندات الحكومية لا تخضع لمخاطر عدم السداد كسندات الخزينة، التي تسمى أيضاً بالسندات الخالية من مخاطر عدم السداد، حيث يمثل الفرق بين أسعار الفائدة على السندات ذات مخاطر عدم السداد والفائدة على السندات الخالية من المخاطر بعلاوة المخاطرة، وهي تشير إلى مقدار الفائدة الإضافية التي يجب أن يتحصل

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، 2003، ص: 200.

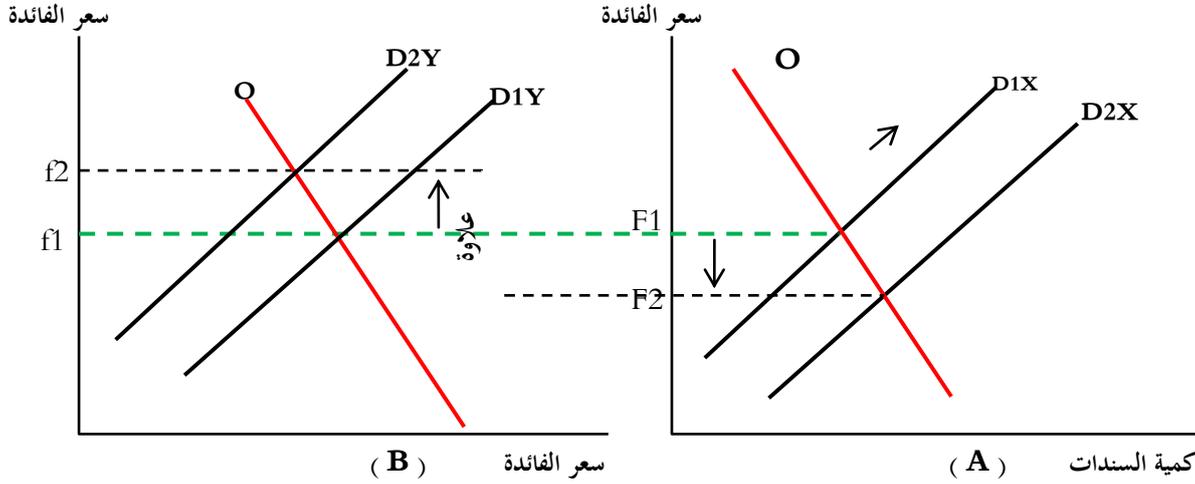
<sup>2</sup> أحمد أبو الفتوح الناقية، مرجع سبق ذكره، ص: 176.

<sup>3</sup> محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2005، ص: 117.

<sup>4</sup> معتوق جمال، مرجع سبق ذكره، ص: 150.

عليها الأفراد للإقبال على حيازة السندات ذات المخاطر، ولإيضاح أثر مخاطر عدم السداد على معدل الفائدة ندرج الشكل التالي:<sup>1</sup>

شكل (2 - 10): علاوة مخاطر عدم السداد



المصدر: أحمد أبو الفتوح الناقية، مرجع سبق ذكره، ص: 174.

حيث يمثل الجزء (A) من الشكل أعلاه منحنى الطلب والعرض لسند حكومي خالي من المخاطر، في حين يمثل الجزء (B) منحنى الطلب والعرض لشركة معرضة لمخاطر عدم السداد، ففي حالة افتراض أن السنتين متماثلين في كل شيء ما عدا احتمال وجود مخاطر عدم السداد في الشكل (B)، ولهذا فإن سعر الفائدة التوازني في هذه الحالة سيكون مماثلاً في كلا الحالتين، وعليه فإن علاوة مخاطر عدم السداد معدومة.

وفي حالة احتمال عدم السداد من طرف الشركة (B) كونها تعاني من خسائر كبيرة، وبالتالي زيادة مخاطر عدم السداد، وعليه فإن العائد المتوقع على تلك السندات سينخفض، كما أن العائد على سندات الشركة سيكون غير مؤكد، وبسبب وجود مخاطر عدم السداد بالنسبة للشركة فإن الطلب على سندات الشركة سينخفض، وبالتالي ينتقل منحنى الطلب عليها إلى اليسار من D1Y إلى D2Y، كما أن الطلب على السندات الخالية من المخاطر يزيد، وينتقل منحنى الطلب عليها إلى اليمين من D1X إلى D2X، فيرتفع بذلك سعر الفائدة التوازني في سوق سندات الشركة من f1 إلى f2 وينخفض سعر الفائدة التوازني في سوق السند الحكومي من F1 إلى F2، والفرق بين سعري الفائدة يمثل علاوة مخاطر عدم السداد.<sup>2</sup>

لهذا يتم ترتيب السندات حسب نوعيتها واحتمال التعرض لمخاطر لعدم السداد.

<sup>1</sup> أحمد أبو الفتوح الناقية، مرجع سبق ذكره، ص: 174

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص: 174.

## 2-4-2-2 قياس مخاطرة الورقة المالية (مقاييس التشتت)

يتم قياس مخاطرة الورقة المالية باستخدام مقاييس التشتت كما يلي:

(1) التباين: يعتبر مقياسا مطلقا للمخاطر الكلية، ومن أهم المقاييس الإحصائية الأكثر استخداما وشيوعا في قياس مخاطر الورقة المالية، حيث يبين طبيعة التشتت في بيانات العائد الفعلي مقارنة بالعائد المتوقع، يحسب كما يلي<sup>1</sup>:

✓ بناء على بيانات تاريخية

$$\delta_i^2 = \frac{1}{n-1} \sum_{t=1}^{t=n} (R_i - \bar{R})^2$$

$n$ : الحالات الممكنة.

✓ بناء على توقعات مستقبلية

$$\delta_i^2 = \sum_{t=1}^{t=n} P_i (R_i - E(R_i))^2$$

ويعتبر الاستثمار في الورقة المالية ذات التباين الأكبر، أكثر خطورة من ورقة مالية أخرى ذات تباين أقل.

(2) الانحراف المعياري: الانحراف المعياري وهو مقياس مطلق للمخاطرة، ويعتبر المقياس المناسب لمدى تقلب معدل العائد حول القيمة المتوقعة، ووفقا لهذا المقياس فإنه كلما كان الانحراف المعياري كبيرا دل ذلك على ارتفاع درجة التقلب في عائد الورقة المالية حول متوسطها، وبالتالي ارتفاع درجة مخاطرة الاستثمار في تلك الورقة، يعبر عنه بالجذر التربيعي للتباين، ويعتبر المقياس الأكثر مصداقية في التعبير عن المخاطرة الكلية أو المطلقة يحسب كما يلي:

✓ بناء على بيانات تاريخية

$$\delta_i = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{t=1}^{t=n} (R_i - \bar{R})^2}$$

<sup>1</sup> اعتمادا على المراجع التالية:

إبراهيم الكراسنة، إرشادات في تقييم الأسهم والسندات، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد الدولي، أبو ظبي، 2005، ص: 43

عبد الكريم قندوز، إدارة الخطر، التحوط والتأمين، مرجع سبق ذكره، ص: 53-58

J. Solnik, Les Marchés Financiers, Gestion de Portefeuille & des Risque, 3<sup>ème</sup> édition, Paris, Dunod 1997, p.: 101

J. Bert & Autre, Finances d'entreprise, Pearson éducation, Paris, 2008, p: 300.

✓ بناء على توقعات مستقبلية

$$\delta_i = \sqrt{\sum_{t=1}^{t=n} P_i (R_i - E(R_i))^2}$$

حيث:

$E(R_i)$ : العائد المتوقع وهو عبارة عن مجموع العوائد مرجح باحتمالات حدوثها يمكن حسابه بالمعادلة التالية

$$E(R_i) = \sum_{i=1}^n R_i \cdot P_i$$

حيث كلما زادت قيمة الانحراف المعياري، زادت درجة تذبذب العوائد الممكنة الحدوث عن العائد المتوقع، بمعنى كلما كان الانحراف المعياري منخفضا دل ذلك على انخفاض المخاطر المرتبطة بالاستثمار.

(3) **معامل الاختلاف**: يعتبر الانحراف المعياري والتباين مقياسين مقبولين لقياس المخاطر الكلية، وذلك عندما تكون القيمة المتوقعة لعوائد الأوراق المالية متساوية، أما إذا اختلفت توقعات العوائد فإن الأسلوب الأمثل لقياس المخاطرة يتم عن طريق حساب المخاطر لكل وحدة من القيمة المتوقعة للعوائد، وذلك بحساب معامل الاختلاف الذي يعطى بالعلاقتين التاليتين<sup>1</sup>:

✓ بناء على بيانات تاريخية

$$Co = \frac{\delta_i}{\bar{R}}$$

✓ بناء على توقعات مستقبلية

$$Co = \frac{\delta_i}{E(R_i)}$$

وتشير المعادلة إلى حجم المخاطر المقابلة لكل وحدة من القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية، وعلى أساسه تفضل الورقة المالية ذات معامل الاختلاف الأقل.

(4) **معامل B للورقة المالية**: يعتبر معامل B مقياساً إحصائياً للمخاطر المنتظمة، يقيس حساسية عائد الورقة المالية تجاه عائد محفظة السوق، يحسب وفق العلاقة التالية<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> J. Van Horne & al, **Fundamentals of Financial Management**, 12<sup>th</sup> edition, Prentice-Hall, Inc, London, 2005, p:99.  
<sup>2</sup> P. Richard & al. **Corporate Finance & investment**, 7th edition, Pearson Education Limited, England, 2012, p: 216.

$$\beta = \frac{Cov(i,m)}{\sigma_m^2}$$

حيث تأخذ  $B$  الحالات التالية:

$1 < B$ : مخاطرة السهم  $i$  أكبر من مخاطرة السوق.

$1 = B$ : مخاطرة السهم  $i$  مساوية لمخاطرة السوق.

$1 > B$ : مخاطرة السهم  $i$  أقل من مخاطرة السوق.

مع العلم أن:

$Cov(i,m)$ : يمثل التباين المشترك (التغاير) بين عائد الورقة المالية وعائد محفظة السوق، يحسب وفق العلاقة

التالية:<sup>1</sup>

$$Cov(i,m) = \sum P_i [(R_i - E(R_i))(R_m - E(R_m))]$$

كما يحسب التغاير المشترك بدلالة الارتباط وفق العلاقة التالية:<sup>2</sup>

$$Cov(i,m) = r(i,m) \times \sigma_i \sigma_m$$

$r$ : معامل الارتباط بين عوائد الورقة  $i$  وعائد محفظة السوق  $m$

### 2-3 محفظة الأوراق المالية

يعد الاستثمار في الأسهم العادية أحد القرارات الاستثمارية المهمة، نظرا لسعة حجم التداول في هذا النوع من الأوراق المالية، والتي تكون تحركاتها في السوق المالية انعكاسا للمعلومات الواردة إلى السوق. ونظرا لمحدودية العوائد من الاستثمار بالأسهم العادية منفردة، فقد سعى المستثمرون أفرادا وشركات إلى الاستثمار من خلال محافظ مالية متنوعة تنوعا جيدا، والذي من شأنه تقليل مخاطرة المحفظة المالية، غير أن معظم المستثمرين يواجهون في الأسواق المالية محدودية الإلمام بالمبادئ الأساسية للاستثمار بالأسهم العادية لطبيعة عوائدها المتقلبة.

وتزداد المشكلة عندما يواجه المستثمر عددا كبيرا من أسهم الشركات المراد الاستثمار بها في شكل محافظ استثمارية، مما يعني بذل المزيد من الجهد والوقت لاختيار أفضلها، وكذلك المتابعة المستمرة لتحديث مكوناتها، علاوة على ذلك فإن استخدام التنوع قد لا يكون مجديا في تخفيض مخاطرة المحفظة إذا كانت معاملات الارتباط بين مكوناتها

<sup>1</sup> خالد أحمد فرحان، رائد عبد الخالق، مرجع سبق ذكره، ص: 43.

<sup>2</sup> المرجع نفسه.

تامة موجبة، أي بعبارة أخرى إذا كانت تحركات الأسهم باتجاه واحد، لذلك لا بد من التنوع القطاعي الفعال بدلا من التركيز على أسهم قطاع معين، وخاصة في حالة حدوث تقلبات في أسواق الأوراق المالية، والتي قد تقلل من فائدة التنوع، كالمضاربات والممارسات غير القانونية التي قد تحدث في تلك الأسواق.

**2-3-1 تعريف المحفظة المالية:** قبل التطرق لمفهوم المحفظة المالية لا بد أن نتطرق أولا إلى مفهوم المحفظة الاستثمارية، والتي تعرف على أنها "توليفة من الأدوات الاستثمارية التي تضم أدوات مالية كالأسهم والسندات والمشتقات والودائع وأذونات الخزينة وحسابات الصرف الأجنبي ... وغيرها، وأدوات حقيقية كالعقارات والمعادن النفيسة ... وغيرها، تقع هذه التوليفة تحت إدارة واحدة تعمل على بناء استراتيجيات تضمن أقصى كفاءة من استثمار الأدوات المعنية، في ظل مناخ استثماري ملائم تتوافر فيه الفرص المرهبة<sup>1</sup>.

وفيما يخص المحفظة المالية فقد عرفت بأنها "مجموع ما يملكه الفرد من الأسهم والسندات، والهدف منها هو تنمية قيمتها السوقية، وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمثله هذه الأصول من أموال"<sup>2</sup>.

كما تعرف المحفظة المالية "بأنها مجموعة من الأصول المالية أو الأوراق المالية المنقولة، التي يملكها المستثمر بغرض المتاجرة والاستثمار، أي بغرض تنمية قيمتها السوقية وتحقيق التوظيف الأمثل"<sup>3</sup>.

وفي تعريف آخر هي "مجموع ما يملكه الفرد من الأسهم والسندات، والهدف من امتلاك هذه المحفظة هو تنمية القيمة السوقية لها وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمثله هذه الأصول من أموال"<sup>4</sup>.

ومما سبق فإن المحفظة المالية هي تشكيلة من الأوراق المالية التي يتم اختيارها بدقة لتحقيق مجموعة من الأهداف، تتكون من عدد مناسب من الأوراق المالية تتباين وتختلف من حيث القيمة ومعدل العائد المتولد عنها ومدة استحقاقها، وهي بذلك تختلف عن المحفظة الاستثمارية التي تحوي أصولا مالية كالأسهم والسندات وأصولا حقيقية كالعقارات والذهب والسلع.

<sup>1</sup> هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر، عمان، الأردن، 2003، ص: 22.

<sup>2</sup> سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الرابحة للنشر، عمان، الأردن، 2009، ص: 73.

<sup>3</sup> محمد صالح الخناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مؤسسة النشر الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص: 267.

<sup>4</sup> حسين عصام، مرجع سبق ذكره، ص: 203.

## 2-3-2 أهداف المحفظة المالية: تكمن أهداف المحفظة المالية فيما يلي<sup>1</sup>:

- المحافظة على رأس المال الأصل وتنميته: يعتبر من أهم الأهداف التي يسعى إلى تحقيقها مالك المحفظة، إلا أن الاستعداد لتحمل مخاطر يجب أن يتعد عن رأس المال الأصلي، فالمخاطرة يجب أن ترتبط بنسبة معينة من العائد بحيث يتطلب أن يكون توازن بين العائد والمخاطرة، من أجل المحافظة على رأس مال المستثمر في المحفظة.
- تحقيق أكبر عائد ممكن مع أقل مخاطر متوقعة: ويتحقق ذلك من خلال التنوع الكفاء لمكونات محفظة الأوراق المالية.

- قابلية تحويل أصول المحفظة إلى سيولة: وذلك من خلال الاستثمار في أوراق مالية لها قابلية للتحويل إلى سيولة بدون خسارة، وذلك لمواجهة احتمالات العسر والتعثر المالي.
- تحقيق الدخل بشكل مستمر ومستقر: والذي يتيح فرصة الاستهلاك أو إعادة استثمار المتحقق من العائد لتوسيع حجم المحفظة.
- إلى جانب توفير الأمان من خلال ربط هادف بين سلوكي التحوط والعقلانية، وذلك بالتنوع في مكونات الأصول المالية.

## 2-3-3 استراتيجيات بناء المحافظ المالية: هناك عدة استراتيجيات يلجأ إليها مالك المحفظة، أو من يتولى

إدارتها منها<sup>2</sup>:

- استراتيجية اختيار الأوراق المالية: من خلالها تقييما وتحليلها وفق مدخلي التحليل الفني والأساسي، وذلك للوصول إلى قيمتها الحقيقية (العادلة)، التي تسمح للمستثمر بمقارنتها مع قيمتها السوقية وبالتالي اتخاذ قرار ضمها للمحفظة أو استبعادها.
- استراتيجية إعادة توزيع مخصصات المحفظة: تقوم هذه الاستراتيجية بإعادة تخصيص الأوزان النسبية بين الأصول المالية المكونة للمحفظة، وذلك تبعا للظروف والحالات الاقتصادية السائدة (كساد أو رواج).
- استراتيجية توقيت السوق: في ظل هذه الاستراتيجية فإنه بإمكان المستثمر أن يحقق عوائد غير عادية أو يقلل من المخاطرة، وذلك عند معرفته لوقت الدخول للسوق أو الخروج منه، وذلك بتوجيه متحصلات بيع الأسهم

<sup>1</sup> اعتمادا على المراجع التالية:

محمد محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر، مصر، 2005، ص: 204.  
أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأدوات المالية تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر، عمان، الأردن، 2007، ص: 195.  
محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006، ص: 209.

<sup>2</sup> ماجد احمد عطا الله، إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر، ط1، عمان، الأردن، 2011، ص: 140 - 142.

إلى أوراق المالية أخرى قصيرة الأجل، كما تقتضي هذه الاستراتيجية بأنه في حالة توقع رواج في سوق الأسهم، فإنه بإمكان المستثمر الاقتراض لتدعيم المخصصات الموجهة للاستثمار في الأسهم العادية.

#### 2-4 عائد ومخاطر محفظة الأوراق المالية

2-4-1 عائد المحفظة المالية: بالنسبة للمحفظة المالية، فإن حساب العائد المتوقع يتم كما يلي:

✓ بناء على بيانات تاريخية: في هذه الحالة فإنه ولكل ورقة مالية ضمن مكونات المحفظة المالية عائدا متوقعا، بالإضافة إلى الوزن النسبي الذي تشكله قيمة تلك الورقة المالية من القيمة الإجمالية للمحفظة، يحسب وفق العلاقة التالية:<sup>1</sup>

$$R_p = W_1 R_1 + W_2 R_2 + \dots + W_n R_n$$

وبالتالي:

$$R_p = \sum_{i=1}^n W_i R_i$$

حيث:

$R_p$ : عائد المحفظة.

$R_i$ : العائد المتوقع للورقة المالية.

$W_i$ : الوزن النسبي لكل ورقة مالية ضمن المحفظة، أي ما تشكله القيمة السوقية للورقة المالية من القيمة السوقية لجميع الأوراق المالية المكونة للمحفظة.

✓ بناء على توقعات مستقبلية: عندما لا تتوفر لدى المستثمر بيانات تاريخية، فإنه بإمكانه تقدير توقعات مستقبلية لحساب العائد المتوقع، وباستخدام الصيغة التالية يتم التوصل إلى العائد المتوقع للمحفظة المالية:

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^n W_i \cdot E(R_i)$$

<sup>1</sup> جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، الهياكل، الأدوات، الاستراتيجيات، ج1، مرجع سبق ذكره، ص:116.

2-4-2 مخاطر المحفظة مالية: يتم حساب مخاطرة المحفظة المالية باستخدام مقياس التشتت المتمثلة

فيما يلي:

(1) الانحراف المعياري: حيث تحسب مخاطرة المحفظة المالية المكونة من أصلين ماليين كالتالي<sup>1</sup>:

$$\sigma_{(A,B)} = \sqrt{W_A^2 \sigma_A^2 + W_B^2 \sigma_B^2 + 2W_A W_B \text{Cov}(A,B)}$$

وبتعويض التغيرات بدلالة معامل الارتباط نحصل على:

$$\sigma_{(A,B)} = \sqrt{W_A^2 \sigma_A^2 + W_B^2 \sigma_B^2 + 2W_A W_B \cdot r_{(A,B)} \cdot \sigma_A \sigma_B}$$

في حين تعطى العلاقة العامة لحساب مخاطر محفظة مكونة من  $m$  ورقة مالية بالصيغة التالية<sup>2</sup>:

$$\sigma_R = \sqrt{\sum_{i=1}^N w_i^2 \cdot \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=1}^N w_i w_j \rho_{ij} \sigma_i \sigma_j}$$

حيث أن:

( $w_i$ ): وزن الإستثمار  $i$

( $w_j$ ): وزن الإستثمار  $j$

( $\rho_{ij}$ ): معامل الارتباط بين عوائد الاستثمارين  $i, j$

( $N$ ): عدد الاستثمارات في المحفظة

(2) التباين المشترك (التغاير) : يعد التباين المشترك أحد المقاييس الأساسية في تحليل المخاطرة والعائد

للمحفظة ، إذ يمزج التباين المشترك بين تباين عوائد أحد الأسهم وحساسية هذه العوائد لتقلبات عوائد الأسهم الأخرى

، فالتباين المشترك بين سهمين يوضح ما إذا كان السهمين يتحركان بنفس الاتجاه أم أن تحركاتهما ستكون باتجاهين

مختلفين، ففي حالة محفظة مالية مكونة من أصلين ماليين فإن التغاير يحسب كما يلي<sup>3</sup>:

$$\text{Cov}(A,B) = \sum P_i [(R_A - E(R)_A)(R_B - E(R)_B)]$$

كما يتم حساب التباين المشترك (التغاير) اعتمادا على معامل الارتباط كما يلي:

$$\text{Cov}(A,B) = r_{(A,B)} \times \sigma_A \sigma_B$$

<sup>1</sup> D. Mertsette, Decisions financiers a longterme, les editions S M G, trios revières 3<sup>eme</sup> edition, 1994, P: 216.

<sup>2</sup> عبد الكريم قندوز، مرجع سبق ذكره، ص: 174.

<sup>3</sup> أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 174.

حيث:

كلما كانت قيمة التغير (التباين المشترك) مرتفعة دل ذلك على ارتفاع درجة المخاطرة في المحفظة، كما تدل إشارة التغير على اتجاه العلاقة بين عائد السوق وعائد الورقة المالية، وتحسب المخاطرة أيضا اعتمادا على معامل B. (2) معامل B: يتم قياس مخاطر المحفظة المكونة من n أصل مالي عن طريق معامل B للمحفظة، والذي هو عبارة عن المتوسط المرجح لـ B الأصول المشكلة للمحفظة يعطى بالعلاقة التالية<sup>1</sup>:

$$\beta_P = W_1\beta_1 + W_2\beta_2 \dots \dots W_n\beta_n = \sum_{i=1}^n W_i\beta_i$$

حيث: B محفظة السوق تساوي الواحد.

وعليه فإن كل محفظة يكون لها B يساوي الواحد فإن مخاطرها مساوية لمخاطر السوق، أما المحفظة التي لها B أقل من الواحد فإن مخاطرها أقل من مخاطرة السوق، في حين المحفظة التي لها معامل B أكبر من الواحد فإن مخاطرها أكبر من مخاطرة السوق.

فكلما ارتفع معامل B دل ذلك على زيادة المخاطر السوقية للأصل المالي المكون للمحفظة، باعتباره يقيس حساسية عائد الأصل المالي اتجاه مخاطر السوق، ويعتبر الأساس الذي يعتمد عليه مديري المحافظ لمراجعة محافظهم في ضوء الحالتين التاليين:<sup>2</sup>

- حالة الانكماش: في هذه الحالة فإن مدير المحفظة يسعى إلى استبدال الأصل المالي ذو المخاطر المرتفعة، بمعنى استبدال الأصل المالي الذي له معامل B مرتفع، وتعويضه بأصل مالي آخر معامل B أقل.
- حالة الانتعاش: في هذه الحالة فإن مدير المحفظة يستبدل الأصل المالي الذي له معامل B منخفض، وتعويضه بأصل آخر معامل B أكبر مادام الوضع الاقتصادي انتعاش، لأن ذلك سيرفع من العائد المتوقع للمحفظة. والشكل التالي يوضح القيم المختلفة لمعامل B بيانيا.<sup>3</sup>

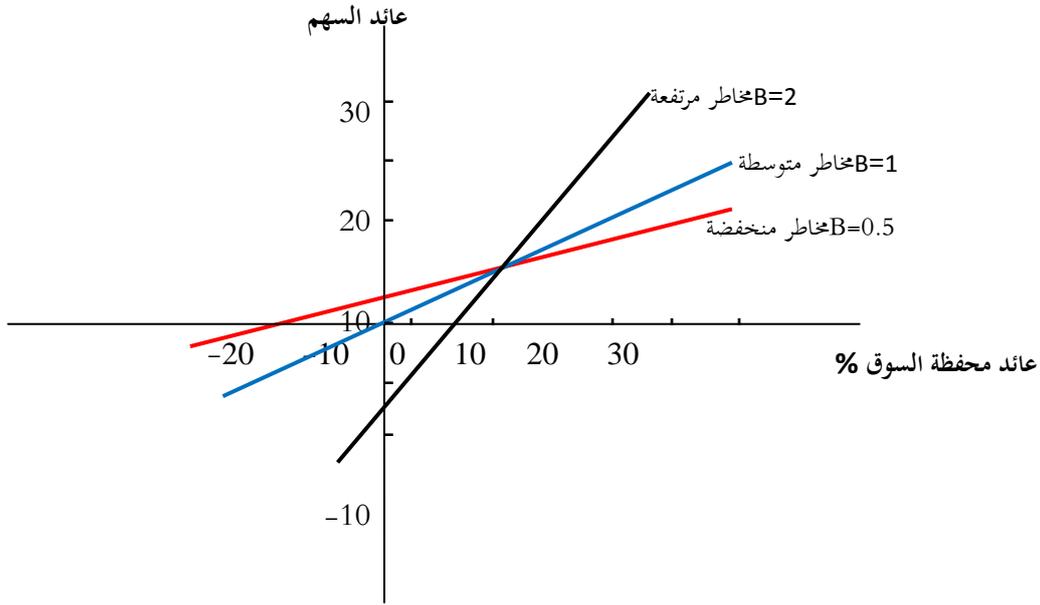
<sup>1</sup> غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص: 183، 184.

<sup>2</sup> الياس خضير الحمدوني، فاعلية التنوع في تخفيض مخاطرة المحفظة الاستثمارية، دراسة في عينة من الشركات المساهمة المسجلة في سوق عمان لتبادل الأسهم،

مجلة تنمية الرفادين، العدد 112، المجلد 35، 2013، ص: 18

<sup>3</sup> الياس خضير الحمدوني، مرجع سبق ذكره، ص: 18.

شكل (2-11): قيم معامل B بيانيا



المصدر: الياس خضير الحمدوني، فاعلية التنوع في تخفيض مخاطرة المحفظة الاستثمارية، دراسة في عينة من الشركات المساهمة المسجلة في سوق عمان لتبادل الأسهم، مجلة تنمية الرافدين، العدد 112، المجلد 35، 2013، ص: 18.

يوضح الشكل أن المحور العمودي يمثل عوائد السهم والمحور الأفقي يمثل عوائد محفظة السوق، في حين يمثل معامل B ميل عوائد السهم أو ميل خط الانحدار، الذي يتقلب ارتفاعا وانخفاضاً وفقاً لتحركات محفظة السوق. ما يلاحظ من الشكل أعلاه أن قيمة معامل B لسهم ما قد تعادل القيمة 1، وهذا يدل على أن عوائد السهم المعني تتقلب بالاتجاه نفسه وبالنسب نفسها التي تتقلب بها عوائد محفظة السوق، والتي عادة ما تقاس وفقاً لتحركات مؤشر السوق.

أما إذا كانت عوائد المحفظة التي تتضمن أسهماً تكون معامل B لكل منها 0.5، فترتفع وتنخفض بنفس اتجاه تقلب مؤشر السوق، ولكن بنسب متساوية وبنصف تقلب مؤشر السوق، وهذا ما يؤدي إلى جعل المخاطر التي تواجه المحفظة أقل من المخاطر المرتبطة بمحفظة السوق.

وفي حال ما إذا كانت عوائد المحفظة التي تتضمن أسهماً قيمة معامل B لكل منها 2، فإن ذلك يعني أن الارتفاع والانخفاض لهذه الأسهم يكون باتجاه تقلب مؤشر السوق، وبنسب متساوية وبضعف نسب تقلب مؤشر السوق، بمعنى أن قيمة المحفظة يمكن أن تتضاعف أو تنخفض إلى النصف في الأجل القصير.

وعموماً فإن قيمة معامل B لمعظم الأسهم في السوق تتراوح بين 0.5 - 1.5 وبمتوسط 1.

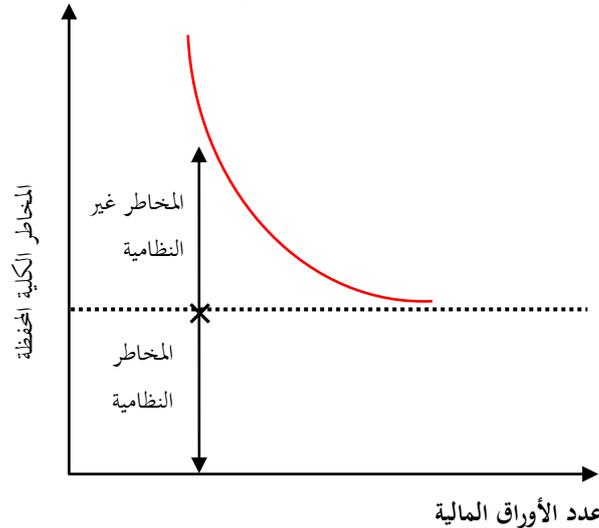
وما تجدر الإشارة إليه أيضا أن تقلبات عوائد سهم معين و في مدة زمنية معينة، قد تعاكس التقلبات لعوائد محفظة السوق، بالرغم من أن قيمة معامل B للسهم موجبة، وهذا يعني أنه بالإمكان توقع ارتفاع عوائد هذا السهم عندما ترتفع السوق، إلا أن بعض العوامل التي تخص الشركة المصدرة لهذا السهم، قد تعمل على تخفيض عوائده في الوقت الذي تكون فيه السوق في حالة الارتفاع.

2-5 نظرية المحفظة المالية (التنوع): يرتبط مضمون المنفعة بنظرية المحفظة من خلال مفهوم التنوع، الذي يعرف بأنه توليفة لأكثر من أصل كطريقة لتقليل المخاطرة<sup>1</sup>، كما يعرف أيضا بأنه تنوع الاستثمارات بغرض التقليل من المخاطرة.

إذن تقليل المخاطرة هو أساس المنفعة لنظرية المحفظة، والمخاطرة التي يشملها التخفيض هي المخاطرة غير النظامية، والتي تعرف على أنها المخاطرة الناتجة عن عوامل خاصة بالشركة وتسمى أيضا بمخاطر الأعمال، في حين تبقى المحفظة تحت تأثير الجزء الآخر وهي المخاطر النظامية الناتجة عن عوامل السوق، لذا تسمى أيضا بمخاطر السوق، والتي تؤدي إلى عدم التأكد من عائد الاستثمار<sup>2</sup>.

وفي إطار مفهوم التنوع فإن المخاطرة غير النظامية يمكن أن تنعدم بإضافة الأوراق المالية إلى المحفظة، إلى الحد الذي تصبح فيه مخاطرة المحفظة الكلية مساوية للمخاطرة النظامية، كما هو موضح بالشكل التالي<sup>3</sup>:

شكل(2-12): أثر التنوع في مخاطرة المحفظة المالية



Source: J. Hamon, Bourse & Gestion de Portefeuille, 2<sup>ème</sup> édition, Economica, Paris, France, 2005, p :225.

<sup>1</sup> V. Horne & W. John, fundamentals of Financial Management, Prentice Hall Company, 9th ed, U.S.A, 1995, p :219.

<sup>2</sup> زياد رمضان، مبادئ الاستثمار، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ط1، 1998، ص: 333.

<sup>3</sup> J. Hamon, Bourse & Gestion de Portefeuille, 2<sup>ème</sup> édition, Economica, Paris, France, 2005, p: 225.

من الشكل أعلاه نلاحظ أن مخاطرة المحفظة غير النظامية تبدأ بالتناقص التدريجي، كلما زاد عدد مكونات المحفظة من الأوراق المالية، إلى أن تصل إلى الحد الذي تصبح فيه مخاطرة المحفظة الكلية مساوية للمخاطرة النظامية، لتعكس التنوع التام للمحفظة، وللوصول إلى التنوع الكفاء فإن ذلك يتحقق من خلال ما يلي:

- أن إضافة الأصل المالي الجديد يجب أن يؤدي إلى تخفيض مخاطرة المحفظة.
- أن إضافة الأصل المالي الجديد يجب أن يؤدي إلى زيادة العوائد الكلية المتوقعة للمحفظة.
- أن يؤدي الأصل المالي إلى مبادلة موضوعية مقبولة بين التغير في المخاطر الكلية والتغير في العوائد الكلية.

وبذلك تتحقق المنفعة للمستثمر والتي تتحدد وفق المعادلة التالية:

$$U = f(R, \delta)$$

حيث:

$U$ : المنفعة.

$R$ : العائد المطلوب.

$\delta$ : الانحراف المعياري.

**2-5-1 نماذج التنوع:** توجد العديد من الأسس التي تخضع لها عملية التنوع، أهمها التنوع بناء على جهة الإصدار، والذي يقصد به عدم تركيز الاستثمار في ورقة مالية تصدرها شركة معينة، وإنما توزيع الاستثمار على عدة شركات مختلفة، كما توجد أنواع أخرى من التنوع منها تنوع تواريخ الاستحقاق، وذلك بهدف تخفيض أثر تقلبات أسعار الفائدة ولتحقيق السيولة والمرونة في إدارة المحفظة، وذلك بتضمين المحفظة سندات ذات تواريخ استحقاق متدرجة (قصيرة ومتوسطة الأجل) كونها تجمع بين السيولة والربحية<sup>1</sup>، كما يشمل التنوع المزج بين الأوراق المالية لشركات ذات رسملة كبيرة وأخرى ذات رسملة صغيرة، فهذه الأخيرة تتميز بتذبذبات مرتفعة مقارنة بالأولى، وبالتالي فإن التنوع في هذه الحالة يحقق مبادلة كفاءة بين العائد والمخاطرة وهو ما يعرف بالتنوع على أساس الرسملة، كما يوجد نوع آخر يعرف بالتنوع الدولي، والذي يهدف إلى تخفيض جزء من المخاطر المنتظمة وذلك بالاستثمار في أوراق مالية أجنبية.

وبناء على جهة الإصدار سوف نتطرق إلى النوعين التاليين من نماذج التنوع هما: التنوع البسيط وتنوع

.Markowitz

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2008، ص: 131.

## 2-1-5-2 التنويع البسيط ( The Naive Diversification ) :يرتكز هذا التنويع إلى فكرة أنه كلما زاد

عدد الأوراق المالية المكونة للمحفظة الاستثمارية، كلما انخفضت المخاطر الذي يمكن أن تتعرض لها، ففي دراسة لـ (Archer & Evans 1968) توصل الباحثين إلى أن زيادة الأصول المكونة للمحفظة المالية لأكثر من 15 ورقة يؤدي إلى إزالة الجزء الأكبر من المخاطر غير المنتظمة، غير أن المبالغة في هذه العملية يؤدي إلى آثار عكسية، تتمثل في صعوبة إدارة المحفظة وتحمل تكاليف إضافية تترتب عن البحث عن الأدوات المالية، بالإضافة إلى احتمال اتخاذ قرارات خاطئة بسبب كثرة الأوراق المالية<sup>1</sup>.

## 2-1-5-2 تنويع (Markowitz 1952): يعتبر Markowitz Harry أول من أعطى مفهوما دقيقا للتنويع،

استنادا إلى مقولته المشهورة "Don't put all your eggs in one basket" مستندا في ذلك على الافتراضات التالية:

- ✓ أن المستثمر ينظر إلى كل بديل استثماري من منظور التوزيع الاحتمالي للعائد المتوقع.
  - ✓ أن المستثمر يهدف إلى تعظيم المنفعة المتوقعة، وأن منحنى المنفعة بالنسبة للمستثمر يعكس تناقص المنفعة الحدية للثروة.
  - ✓ يبني المستثمرون قراراتهم على أساس العائد والمخاطر المتوقعة، بمعنى أن منحنى المنفعة هو دالة للعائد المتوقع والتباين للعائد.
  - ✓ أن المستثمر من النوع المتجنب للمخاطرة، ويستطيع تقليل المخاطرة عن طريق إضافة أصول مالية جديدة لمحفظته.
  - ✓ للمستثمر القدرة على الحصول على أعلى العوائد لأي مستوى من المخاطرة، وذلك من خلال تحديد الاستثمارات الكفؤة من الأسهم.
  - ✓ ضرورة معرفة علاقات الارتباط (معامل الارتباط) بين عوائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة.
- وبناء على الافتراضات السابقة فإن (Markowitz 1952) يهدف ومن خلال نظرية التنويع إلى تحديد طريقة بناء محفظة مثلى باستخدام مقاييس المخاطرة، مع إضافة عنصر آخر هو معامل الارتباط بين عوائد الأصول المكونة للمحفظة، الذي يوضح العلاقة بين عوائد الأصول المالية المكونة للمحفظة واتجاههما، حيث يأخذ معامل الارتباط قيمة محصورة بين (1+) و(1-) ، وبافتراض محفظة مكونة من أصليين ماليين كما هو موضح بالجدول التالي:

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف للنشر، الإسكندرية، مصر، 1999، ص: 272 - 274.

جدول(2-4): أنواع الارتباط بين عوائد الأصول المكونة للمحفظة

معامل الارتباط = 1	معامل الارتباط = 0	معامل الارتباط = -1
الارتباط بين عوائد الأصولين قوي وتام بالموجب أي أن التغير في عوائد الأصولين الماليين في نفس الاتجاه وبنفس النسبة	لا يوجد ارتباط بين عوائد الأصولين الماليين بمعنى عوائد الأصولين الماليين مستقلين تماما.	الارتباط بين عوائد الأصولين قوي وتام بالسالب أي أن التغير في عوائد الأصولين الماليين يأخذ عكس الاتجاه وبنفس النسبة.

المصدر: من إعداد الباحثة.

وما تجدر الإشارة إليه أن وجود معامل الارتباط السالب بين عوائد الأوراق المالية وبخاصة الأسهم يعتبر نادر الحدوث، لأن معظم الأسهم تتأثر بعوامل السوق والعوامل الاقتصادية بنفس الاتجاه.

## 2-6 المحفظة المالية المثلى (Optimal Portfolio): تتكون من تشكيلة متوازنة ومتنوعة من الأدوات

الاستثمارية تجعلها أكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر مالك المحفظة أو من يتولى إدارتها، ومن أهم مميزات ما يلي<sup>1</sup>:

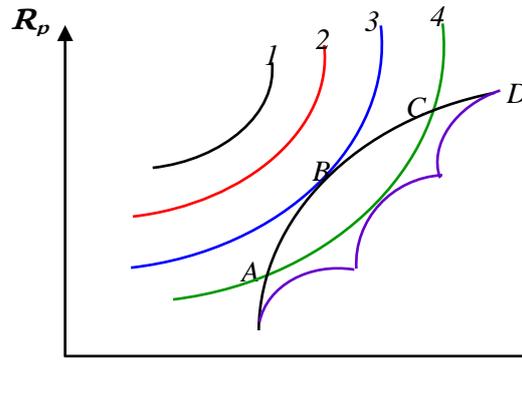
- تحقق للمستثمر توازنا بين العائد والمخاطرة.
  - تتسم أدواتها بقدر من التنوع الايجابي.
  - تحقق أدواتها حدا أدنى من السيولة أو القابلية للتسويق، مما يوفر لمديرها ميزة المرونة فيما يخص تعديل مكوناتها وبأقل قدر من الخسائر الممكنة ومتى أراد ذلك.
- ويعتبر (1952) Markowitz أول من قدم نموذجا لتكوين المحفظة المثلى، يقوم على قواعد أساسية تسمى بقواعد السيطرة (السيادة أو الهيمنة) تقوم على ما يلي:
- ✓ إذا ما خیر المستثمر بين محفظتين ماليتين تحققان نفس المستوى من العائد مع اختلاف درجة المخاطرة، فإن المستثمر سيختار أقلها مخاطرة.
  - ✓ إذا ما خیر المستثمر بين محفظتين ماليتين لهما نفس درجة المخاطرة وتختلفان من حيث العائد، فإن المستثمر سيختار المحفظة ذات العائد الأعلى.
  - ✓ وإذا ما خیر المستثمر بين محفظتين ماليتين وكانت إحدهما أعلى عائدا وأقل مخاطرة من الأخرى، فإن المستثمر سيختارها بدل المحفظة الأخرى بناء على مبدأ المستثمر عقلاني ورشيد.

<sup>1</sup> غازي فلاح المومي، مرجع سبق ذكره، ص: 111.

وانطلاقاً من المبادئ الأساسية لقواعد السيطرة، تتحدد المحافظ الكفؤة بيانياً في ضوء العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطرة .

حيث أنه بإمكان المستثمر اختيار المحفظة الكفؤة وذلك باستبعاد جميع المحافظ التي لا تحقق هدف المستثمر في تحقيق أعلى عائد متوقع عند نفس المستوى من المخاطر، وتحقيق أقل مخاطرة عند نفس المستوى من العائد المتوقع، أما المحفظة التي تحقق هذين الهدفين فتسمى بالمحافظ الكفؤة ، كما يوضح ذلك الشكل أدناه:

شكل (2- 13): تحديد المحفظة المثلى بيانياً



المصدر: أبان عثمان الدوري، ناجي عبد الستار الدوري، أثر التنوع في تكوين المحفظة المالية، مجلة جامعة تكريت للعلوم الإنسانية، العدد 1، المجلد 13، 2005، ص: 163.

من خلال الشكل نلاحظ بيانياً موقع المحافظ على المنحنى ABCD والذي يطلق عليه منحنى الحدود الكفؤة، وعن طريق منحنيات السواء (التفضيل) ومجموعة المحافظ الكفؤة يمكن تحديد المحفظة المثلى التي ستكون أقرب محفظة إلى نقطة تماس منحنيات التفضيل (السواء) والحد الكفء والمثلة بالمحفظة B، تقع هذه المحفظة على الحدود الكفؤة عند نقطة التماس مع منحنى التفضيل (السواء) رقم 3، وبجيث توفر للمستثمر أفضل عائد في حدود مخاطرة موافقة لذلك العائد وأقل درجة مخاطرة لعائد متوقع، أما بالنسبة للمحافظ التي تقع على المنحنيين 1 و2 فلا يمكن للمستثمر تحقيقها لأنها تقع على منحنى تفضيل أعلى.

وتعتبر المحفظة المثلى (Optimal Portfolio) مفهوماً نسبياً، تختلف حسب أنماط المستثمرين وميولهم وتفضيلاتهم اتجاه الثنائية (عائد - مخاطرة)، وعليه فإن محفظة مثلى بالنسبة لمستثمر تنطوي على عائد متوقع مرتفع ومخاطر متوقعة مرتفعة، قد لا تعتبر مثلى بالنسبة لمستثمر آخر يفضل محفظة بعائد قليل ولكن تقع ضمن مستوى أقل من المخاطرة، فإذا ما تمكن المستثمر من معرفة درجة استعداده للمخاطرة، أمكنه ذلك من تحديد المحفظة المثلى ذات العائد المرتفع عند مستوى المخاطرة التي يمكنه أن يتحملها.

2-6-1 بناء المحفظة المثلى بواسطة تحديد الخط الفعال بالأرقام: قدم هذا النموذج من طرف Elton &

Gruber يعد من النماذج الأساسية في بناء واختيار المحافظ الكفؤة، اعتمد Elton & Gruber على مقياس Treynor لتدرج الأسهم المراد ضمها إلى المحفظة الكفؤة، وهذا المقياس عبارة عن نسبة استعملت في مقارنة أداء الأسهم الفردية، ومحافظ الاستثمار من تلك الأسهم وفق الصيغة التالية<sup>1</sup>:

$$\frac{R_i - R_f}{\beta_i}$$

حيث:

$R_i$ : عائد السهم.

$\beta_i$ : المخاطر المنتظمة لكل سهم.

$R_f$ : العائد الخالي من المخاطرة.

وما يلاحظ على مقياس Treynor أنه يرتب المحافظ حسب أفضليتها، على أساس المبادلة بين العائد والمخاطر المنتظمة.

وبعدها ترتب المحافظ تنازليا حسب مستوى الأداء المحقق وفق النسبة المحسوبة سابقا، فإذا كان السهم ذو القيمة المعينة للنسبة داخلا في المحفظة المثلى فإن جميع الأسهم ذات النسبة الأعلى تكون داخلة بالتبعية، وإذا كان السهم ذو القيمة المعينة للنسبة مستبعدا من المحفظة المثلى فإن جميع الأسهم ذات النسبة الأقل تكون مستبعدة هي الأخرى، أو إذا كان البيع القصير مسموحا به فستباع بيعا قصيرا.

استند هذا النموذج إلى افتراضات نموذج Sharpe(1963) ومعادلاته الرياضية في استخراج العائد والمخاطرة، لتبنى المحفظة الكفؤة وفق هذا النموذج وفق المعادلة التالية<sup>2</sup>:

$$c_i = \frac{\sigma^2 M \left[ \sum_{i=1}^n \frac{(R_i - R_f)\beta_i}{\delta^2 i} \right]}{1 + \sigma^2 M \sum_{i=1}^n \frac{\beta_i^2}{\sigma^2 i}}$$

حيث:

$c_i$ : يمثل نقطة القطع لكل سهم.

$\sigma^2 i$ : تباين عائد السهم.

<sup>1</sup> غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص: 160.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص ص: 171، 172.

$\sigma^2 M$ : تباين عائد محفظة السوق.

أما عن عدد الأسهم التي يتم اختيارها ضمن مكونات المحفظة، فيعتمد على نقطة القطع (الفصل) لكل سهم، بحيث أن جميع الأسهم التي لديها نسبة  $\frac{R_i - R_f}{\beta_i}$  أعلى من  $C_i$  (نقطة القطع)، فإنه يتم إدخالها ضمن مكونات المحفظة، في حين أن الأسهم التي هي دون نقطة القطع يتم استبعادها.

وفيما يخص الوزن النسبي للأسهم المتضمنة في المحفظة، فإنه يتم حسابها وفق المعادلة التالية:

$$W_i = \frac{Z_i}{\sum_{i=1}^n Z_i}$$

حيث:

$W_i$ : الوزن النسبي لكل سهم ضمن المحفظة .

$Z_i$ : نسبة تستخدم في حساب وزن كل سهم في المحفظة.

وتحسب وفق المعادلة التالية:

$$Z_i = \frac{\beta_i}{\sigma^2 i} \left[ \frac{R_i - R_f}{\beta_i} - C^*_i \right]$$

مع العلم أن:  $C^*$  ( نقطة القطع = نقطة الفصل) وهي النقطة الفاصلة بين الأسهم المقبولة والأسهم المرفوضة.

2-6-2 نماذج تقييم أداء المحفظة المالية: من بين تنقسم نماذج تقييم أداء المحافظ المالية ما يلي:

(1) نموذج Treynor (1965): اعتمد Treynor على فكرة أن المستثمرين يفضلون ميلا أكبر لخط سوء

الأوراق المالية، لأن ذلك يعني الانتقال إلى منحني سواء أعلى، وبالتالي الوصول إلى ثنائية أفضل من العائد والمخاطرة، وبما

أن المستثمر الرشيد يستثمر في محفظة متنوعة، فهذا يعني أن هذه المحفظة تنطوي فقط على مخاطر منتظمة، يتم تحديد أداء

المحفظة وفق المعادلة التالية<sup>1</sup>:

$$D_p = \frac{E(R_p) - R_f}{\beta_p}$$

حيث:

$D_p$ : أداء المحفظة المالية.

$E(R_p)$ : العائد المتوقع للمحفظة المالية.

$\beta_p$ : المخاطر المنتظمة للمحفظة.

<sup>1</sup> Z. Bodie & al, op.cit, p: 826.

ويعتبر أداء المحفظة أفضل كلما ارتفعت النسبة  $p$  لأن ميل خط سوق الورقة المالية سيصبح أكبر.

(2) نموذج Sharpe (1966) : يمثل نموذج Sharpe نسبة المكافأة إلى التقلب في عوائد الأصول المالية التي تقاس بالانحراف المعياري، ويقصد بالمكافأة الفرق بين عائد المحفظة المالية والعائد الخالي من المخاطر، يقاس أداء المحفظة المالية وفق المعادلة التالية<sup>1</sup>:

$$D_p = \frac{E(R_p) - R_f}{\delta(R_p)}$$

حيث:

$\delta(R_p)$ : الانحراف المعياري للمحفظة (مقياس مطلق للمخاطر الكلية).

وكلما كانت النسبة  $D_p$  مرتفعة كان أداء المحفظة جيد.

يلاحظ أن نموذج Treynor أكثر دقة من نموذج Sharpe لاعتماده على خصائص كل ورقة وعلى معامل  $B$  الذي يقيس المخاطر المنتظمة، بخلاف  $\delta(R_p)$  الذي هو مقياس مطلق للمخاطر (منتظمة وغير منتظمة).

(3) نموذج Jensen: فيما اعتمد Treynor و Sharpe في تحديد أداء المحفظة المالية على الأداء النسبي كمعدل مؤوي وهو على أساس العائد المعدل للمخاطرة، فقد اعتمد Jensen على النموذج الرياضي التالي<sup>2</sup>:

$$\alpha = (R_p - R_f) - [\beta_i(R_m - R_f)]$$

حيث:

$\alpha$  : قدرة مدير المحفظة على التقدير.

فحسب نموذج Jensen فإن  $\alpha$  تأخذ القيم الممكنة التالية<sup>3</sup>:

$0 < \alpha$ : أداء المحفظة يتفوق على أداء السوق.

$0 > \alpha$ : أداء المحفظة أقل من أداء السوق.

$0 = \alpha$ : أداء المحفظة يوازي أداء السوق.

<sup>1</sup> Ibid.

<sup>2</sup> السيد متولي عبد القادر ، مرجع سبق ذكره،ص:226.

<sup>3</sup> غازي فلاح المومي، مرجع سبق ذكره،ص:235.

## 7-2 نماذج تسعير الأصول الرأسمالية

1-7-2 نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) : يمثل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (\* CAPM)

أحد الإسهامات المهمة التي جاءت بها نظرية المحفظة ، قدم من طرف (1964) William Sharpe ويعد من بين النماذج المهمة التي أدخلت مفهوم المخاطرة في التحليل، فمن خلال النموذج بإمكان المستثمر تكوين صورة أكثر عمقا عن العلاقة بين العائد والمخاطرة.

✓ يقوم نموذج تسعير الأصول الرأس المالية على مجموعة من الافتراضات وهي:<sup>2</sup>

✓ تباع الأصول وتشتري بدون تكلفة على عملية الشراء أو البيع كالمعمولة.

✓ يستطيع المستثمر الشراء أو البيع بأي قيمة.

✓ لا توجد ضريبة .

✓ لا توجد سيطرة على السوق من طرف المستثمر.

✓ يعتمد المستثمر في قراره على العائد و المخاطرة ومعامل الارتباط.

✓ يسمح بعمليات البيع على المكشوف.

✓ المستثمر يستطيع أن يقترض و يقرض بسعر الفائدة الخالي من المخاطر.

✓ توقعات المستثمرين متجانسة.

✓ جميع أصول معروضة في السوق للبيع و الشراء.

تبنى الفكرة الأساسية للنموذج على أنه في حالة توازن السوق، يتوقع للسهم أن يحقق عائدا ينسجم مع مخاطرته النظامية، أي المخاطرة التي لا يمكن تجنبها بالتنوع، يستخدم هذا النموذج لتحليل العلاقة بين المخاطر النظامية مقاسة بمعامل  $B$  السهم وبين معدلات عوائده، كما يستخدم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) في تقييم الأسهم العادية، لأنه يمكن المستثمر من تحديد معدل الخصم (معدل العائد المطلوب على السهم) الذي يستخدم في خصم العوائد المتوقعة للوصول إلى القيمة الحقيقية للسهم.

يعبر عن العائد المطلوب الذي يسعى المستثمر إلى تحقيقه من خلال استثماره في الأصول الخطرة، وفق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بالمعادلة التالية:

$$k = R_f + B_i(R_m - R_f)$$

\* CAPM : Capital Asset Pricing Model.

<sup>2</sup> عبد الكريم قندوز، إدارة الخطر، التحوط والتأمين، مرجع سبق ذكره ، ص ص: 62، 63.

حيث:

$k$ : معدل العائد المطلوب.

$R_f$ : معدل العائد الخالي من المخاطرة، يمثل العائد على أذونات الخزينة.

$B_i$ : المخاطر المنتظمة للورقة المالية.

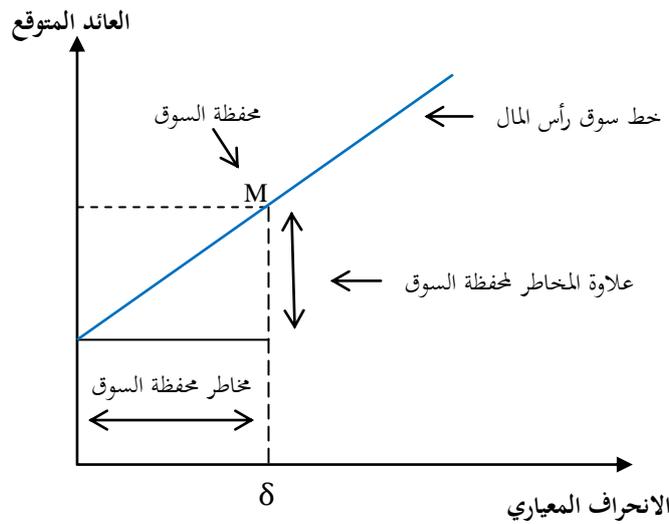
$R_m$ : معدل عائد محفظة السوق.

يحمل نموذج (CAPM) شكلين رئيسيين أحدهما يأخذ الطابع الكلي بينما يقتصر الآخر على الجانب الجزئي فقط، الأول يعرف بخط سوق رأس المال ويرمز له بالرمز ( $CML^*$ )، يبحث في المخاطر الكلية والعوائد المتوقعة في أصول المحفظة المالية معتمداً في ذلك على الانحراف المعياري في قياس المخاطرة، أما الثاني فيعرف بخط سوق الورقة المالية ويرمز له بالرمز ( $SML^*$ ) الذي يأخذ بعين الاعتبار المخاطر المنتظمة في دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة، وذلك باستخدام معامل  $B$ .

2-1-7-1 خط سوق رأس المال (CML): يفترض نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) أن السوق في حالة توازن، وأن المستثمرين سيختارون نفس المحفظة المثلى (محفظة السوق  $M$ ) التي تتكون من جميع الأصول المتداولة في السوق المالية، تتحدد هذه الأخيرة عند نقطة التماس مع الحدود الكفؤة وخط سوق رأس المال ( $CML^*$ )، ويبقى الاختلاف الوحيد بين المستثمرين في كمية الأصول غير الخطرة التي سيتم الاستثمار فيها، وذلك حسب درجة استعداد المستثمر لتحمل المخاطرة، وبالتالي سيختلف موقع تلك المحفظة على خط (CML) تبعاً لأنماط المستثمرين ودرجة استعدادهم لتحمل المخاطرة، كما يوضح ذلك الشكل التالي<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> H. Mark & N. John, Investments, Analysis & Behavior, 2<sup>th</sup> edition, McGraw-Hill, New York, U.S.A, 2010, p: 131.

شكل (2-14): خط سوق رأس المال (CML)



Source: H. Mark & N. John, Investments, Analysis & Behavior, 2<sup>th</sup> edition, McGraw-Hill, New York, U.S.A , 2010, p: 131.

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن خط CML يعبر عن علاقة خطية طردية بين العائد المتوقع والمخاطر للمحافظ الكفوءة، فإذا كان المستثمر متجنباً للمخاطرة سيكون موقعه أسفل هذا الخط باتجاه العائد الخالي من المخاطر، أما إذا كان من النوع المخاطر فسيكون موقعه أعلى هذا الخط، أي باتجاه تماس الحد الكفاء مع منحني السواء، بمعنى أنه سوف يطلب علاوة عن العائد الخالي من المخاطر، نتيجة تحمله درجة أكبر من المخاطرة.

ومن خلال الشكل تتحدد المعادلة الأساسية لنموذج CML وفق الصيغة التالية<sup>1</sup>:

$$E(R_p) = R_f + \left[ \frac{E(R_m) - R_f}{\sigma R_m} \right] \sigma_p$$

حيث:

$E(R_p)$ : العائد المتوقع للمحفظة.

$R_f$ : العائد الخالي من المخاطر.

$E(R_m)$ : العائد المتوقع لمحفظة السوق.

<sup>1</sup> P. Richard & al, Corporate Finance & Investment, 7th edition, Pearson Education Limited, England, 2012. p: 227.

\*CML : \* Capital Market Model.

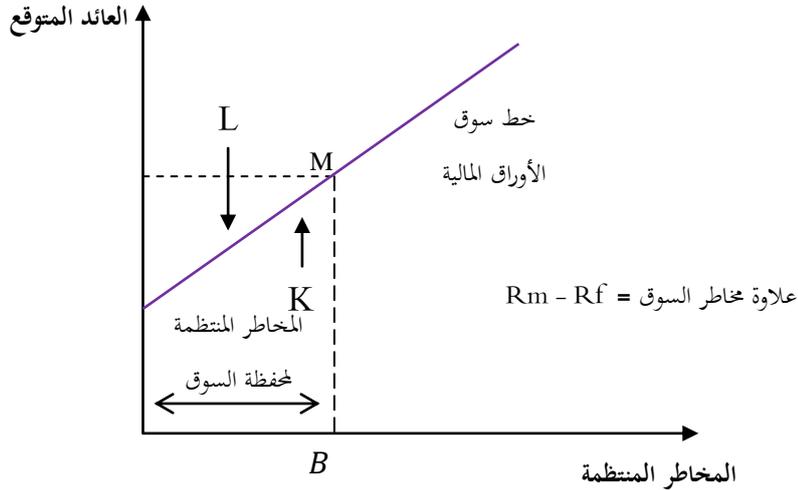
تشير المعادلة أعلاه إلى أن العائد المتوقع على المحفظة يكافئ العائد الخالي من المخاطرة مضافا إليه علاوة مخاطرة، تتعلق بالمخاطر الكلية للمحفظة، وتحدد نسبة العلاوة بميل خط سوق رأس المال (CML) بالصيغة التالية<sup>1</sup>:

$$\left[ \frac{E(R_m) - R_f}{\sigma R_m} \right]$$

2-1-7-2 خط سوق الأوراق المالية (SML): عند الحديث عن الورقة المالية المفردة أو محفظة غير كفؤة، فإن المستثمر سيتعرض إلى مخاطر كلية، غير أنه يمكن للمستثمر تجنب المخاطر غير المنتظمة عن طريق التنوع الكفاء، وعليه فإن مساهمة الورقة المالية المفردة في المخاطر الكلية للمحفظة تعادل المخاطر المنتظمة فقط.

وقد اعتمد في تحديد خط سوق الأوراق المالية على المخاطر المنتظمة فقط، كما يوضح ذلك بالشكل التالي:

شكل (2-15): خط سوق الأوراق المالية (SML)



المصدر: جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، الهياكل، الأدوات، الاستراتيجيات، ج 1، مرجع سبق ذكره، ص: 141.

ما يلاحظ من الشكل أن  $B$  يعبر عن ميل خط سوق الأوراق المالية، وبناء على ذلك تتحدد المعادلة الأساسية لنموذج SML بالصيغة التالية<sup>2</sup>:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i(R_m - R_f)$$

<sup>1</sup> Ibid

<sup>2</sup> H. Mark & N. John, op.cit, p: 133.

\* SML: Security Market Line

بمعنى أن العائد المتوقع للورقة المالية يعادل العائد الخالي من المخاطرة مضافا إليه علاوة المخاطرة، كما نلاحظ من الشكل أن  $B$  محفظة السوق تساوي الواحد، فإذا ما تم تحديد الأوزان النسبية لجميع الأوراق المالية في المحفظة بقيمتها السوقية، فإن ذلك يؤدي إلى بناء محفظة السوق<sup>1</sup>.

وبالرجوع إلى المنحنى أعلاه وبافتراض وجود سهمين أحدهما نرزم له بالرمز  $I$  والآخر بالرمز  $k$ ، فهذا يعني أنه في ظل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) فإن عائد السهم  $I$  مرتفعا ولا يتماشى مع المخاطر المرتبطة به، وذلك بسبب سعره المنخفض نسبيا (sous-évaluée)، الأمر الذي يجعل المستثمرين يقبلون على شرائه فيرتفع عليه الطلب ويزداد سعره ويقل عائده إلى أن يصل إلى خط الورقة المالية (SML\*) ويستقر عنده، ونفس الشيء بالنسبة للأصل  $k$  الذي يدل بيانيا على أن عائده لا يتناسب مع مخاطره المرتفعة نسبيا في ظل نموذج (CAPM)، والسبب في تدني العائد هو ارتفاع سعره (sur-évaluée) مما يقلل الطلب عليه، الأمر الذي يخفض سعره فيزداد عائده إلى أن يصل إلى خط تسعير الأصول الرأسمالية ويستقر عنده، وفي كلا الحالتين تعمل ميكانيزمات السوق من عرض وطلب على تحريك معدل العائد المطلوب من قبل السوق إلى أن يتساوى مع معدل العائد الذي يتحدد عنده خط سوق الورقة المالية، وذلك حسب المخاطر لكل عائد<sup>2</sup>.

3-1-7-2 أثر التضخم على معدل العائد المطلوب للورقة المالية: يؤثر ارتفاع معدل التضخم في معدل العائد على الأصل الخالي من المخاطر، كما هو موضح بالمعادلة التالية<sup>3</sup>:

$$R_f = R^* + IP$$

حيث:

$R_f$ : معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

$R^*$ : معدل العائد على الاستثمار دون التضخم.

$IP$ : علاوة التضخم.

وبالتالي فإن معدل التضخم يؤثر على المعدل  $R_f$  بالزيادة أو النقصان، مما يؤدي إلى تغيير مكان خط سوق الورقة المالية، وباعتبار أن معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر هو معدل مرجعي يستعمل في حساب كافة معدلات العوائد الأخرى، فإن أي تغيير في هذا المعدل بفعل التضخم ينعكس على بقية معدلات العوائد المطلوبة.

<sup>1</sup> R. Stephen & al, Modern Financial Management, 8<sup>th</sup> edition, McGraw-Hill, New York, 2008, p: 306.

<sup>2</sup> جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، الهياكل، الأدوات، الاستراتيجيات، ج 1، مرجع سبق ذكره، ص: 142.

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص: 143.

ففي ظل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) فإن ارتفاع معدل التضخم يؤدي إلى ارتفاع معدل العائد الخالي من المخاطر  $R_f$  وبالتالي ترتفع عوائد كافة الأصول الخطرة، مما يؤدي إلى رفع خط الورقة المالية (SML) بطريقة موازية وبنفس مقدار علاوة التضخم.

**2-7-2 نموذج تسعير المراجعة Arbitrage Pricing Theory:** طور نموذج تسعير المراجعة المعروف اختصاراً بـ (APT) من طرف Ross في منتصف السبعينات، يقوم النموذج على أساس أن عائد المحفظة أو الورقة المالية، لا يتوقف على عامل واحد كما هو الحال في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وإنما على عدة عوامل، بمعنى أن علاوة المخاطرة تتأثر بأكثر من متغير وأن الورقة المالية حساسة لأكثر من عامل، ويعتبر نموذج APT من أهم النماذج التي تدرس العلاقة بين العائد والمخاطرة في حالة التوازن.

يعتمد APT على منطق المراجعة، حيث توصل Ross إلى أن العلاقة الرياضية الأساسية لنموذج المؤشر الواحد، يمكن التوصل إليها بدون اعتماد محفظة السوق، ولكن بالاعتماد على محفظة المراجعة مع افتراض عدم تحقق عوائد غير عادية ناتجة عن عمليات المراجعة، وبالتالي فإن النموذج الأساسي للـ APT لا يتضمن عوائد غير عادية.

تفترض (APT) مصادر متنوعة للمخاطر، بمعنى وجود عدة عوامل تؤثر على عوائد الأوراق المالية، وهذه الفرضية تم إثباتها عند أول اختبار للنظرية باستخدام التحليل العاملي، ولكن تم انتقاد موضوع عدم تحديد ماهية مصادر المخاطر أو بعبارة أخرى طبيعة هذه العوامل المسعرة، فالمتغير الاقتصادي الكلي يعرف بالعامل، وإذا ما أضفنا لهذا المفهوم درجة تأثير هذا المتغير أو مدى حساسية العوائد لهذا المتغير يمكن تسميته بالعامل المسعر، وقد تم التأكيد على أن هذه العوامل هي متغيرات أو مؤشرات الاقتصاد الكلي، ومن بين تلك المتغيرات الاقتصادية المسعرة نذكر على سبيل المثال: أسعار الفائدة، معدل التضخم، عرض النقد، الناتج المحلي الإجمالي، أسعار الصرف.. وغيره

تعطى الصيغة الرياضية لنموذج APT كما يلي: <sup>1</sup>

$$E(R_i) = R_f + (F_j - R_f) \beta_{ij}$$

$E(R_i)$ : معدل العائد المتوقع أو المطلوب للورقة  $i$

$F_j$ : العائد المتوقع على المحفظة، حيث تقدر حساسيتها للعامل  $j$  بالواحد الصحيح وحساسية معدومة لبقية العوامل.

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص: 159.

بمعنى أن معدل العائد الفعلي لأي سهم هو عبارة عن معدل العائد المطلوب مضافاً إليه كل من أثر تغيرات العوامل الاقتصادية بالزيادة أو النقصان بما يعكس حساسية السهم لتلك التغيرات، بالإضافة إلى الحد العشوائي الذي يعكس التغيرات الخاصة بكل شركة أو قطاع في تلك العوامل.

## خلاصة الفصل الثاني

تعد قرارات الاستثمار من أهم القرارات التي يتخذها المستثمر وذلك لما يترتب عليها من التزامات مالية ، ومن هنا فإنه يمكن القول بأن نجاح أو بقاء المستثمر يعتمد بشكل أساسي على مدى نجاح قرارات الاستثمار التي تم اتخاذها ، ولذلك فإنه لا بد من توجي الدقة والحذر عند اتخاذها، ويزداد الأمر تعقيدا حينما يكون قرار الاستثمار في مجال بيع وشراء الأوراق المالية، الأمر الذي يعطي عملية تقييم أسعار الأوراق المالية لدى المستثمر أهمية بالغة، خاصة وأن قرار شراء أو بيع أي منها لا بد أن يترتب عليه عوائد أو خسائر مالية، لذلك فإنه من مصلحة المستثمر أن يكون هناك تقييم مستمر لأسعار الأوراق المالية مع تقييم مستمر للمخاطر المصاحبة لتلك العوائد، بهدف المحافظة على العلاقة الإيجابية بين العائد والمخاطرة.

و بما أن السوق هو الإطار الذي تتحدد فيه القيمة السوقية للأوراق المالية فقد زاد الاهتمام بمفهوم الكفاءة ، التي تعتبر من أهم مؤشرات نجاح وقوة السوق، فهي تعكس العدالة في تسعير الأوراق المالية المتداولة، وتعني مدى استجابة السوق لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه، إذ يكون من شأن المعلومة تغيير نظرة المستثمرين فيما يخص اختيار الورقة المالية ووقت تداولها، ذلك أن أسعار الأوراق المالية تتجه صعودا أو هبوطا تبعا لطبيعة الأنباء التي ترد إلى السوق، فيما إذا كانت إيجابية أم العكس ، وفي ظل غياب الكفاءة أو ضعفها تكون هناك فرصة لبعض المستثمرين دون غيرهم لتحقيق أرباح غير عادية.

ينطوي مفهوم الكفاءة على معنيين هما: الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية، فوفقا لهذه الأخيرة يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق، حتى تنعكس آثارها على أسعار الأوراق المالية المتداولة ، بينما في الكفاءة الكاملة ينعدم ذلك الفاصل الزمني.

وتتحقق الكفاءة بتوفر مجموعة من المتطلبات أهمها: الكفاءة التسعيرية، التشغيلية، التخصيصية .

ونتيجة للتنوع في الأدوات التي توفرها سوق الأوراق المالية، ظهر الاهتمام بإمكانية إيجاد توليفة مناسبة للجمع بين البدائل الاستثمارية بغرض تحقيق مجموعة من الأهداف، وعلى رأسها المحافظة على الثروة وتنميتها إلى جانب تحقيق العوائد بأقل مخاطرة ممكنة، وهذا اعتمادا على مبدأ التنوع في إطار محفظة الأوراق المالية.

## الفصل الثالث

علاقة التحرير المالي وتطور سوق الأوراق المالية بالنمو  
الاقتصادي

## تمهيد

تزايدت أهمية سوق الأوراق المالية في الأنظمة المالية نتيجة زيادة الاتجاه إلى تحرير الأسواق، والاعتماد على القطاع الخاص في قيادة التنمية وتحقيق النمو، الذي يعد التطور المالي أحد أهم مؤشرات، كونه يمثل قناة لتمير الادخار نحو الاستثمار، لذا أصبح في تطور هذا القطاع دلالة لتحقيق معدلات حقيقية في النمو الاقتصادي، فوجود نظام مالي متطور، يعد أحد المتطلبات الأساسية لتحقيق الاستقرار في النشاط الاقتصادي؛

وفي ذلك أشار تقرير الأمم المتحدة وصندوق النقد الدولي، إلى أن أحد العوامل المؤثرة في تذبذب النمو الاقتصادي في الدول النامية هو عدم كفاءة الأنظمة المالية بها، ووجود اختناقات في مصادر تعبئة الادخار مما يقيد توزيع الموارد نحو الاستثمار، وعليه يعد التحرير والتطور المالي مطلباً أساسياً لتلك الدول للاستقطاب التدفقات الهائلة لرؤوس الأموال في ظل الانفتاح العالمي وتكامل الأسواق؛

بالإضافة إلى جعل أسواق رؤوس الأموال أكثر كفاءة وفعالية وأكثر قدرة على المنافسة، في مجال توفير فرص الاستثمار ومصادر التمويل.

وبتوقيع الدول العربية على الاتفاقية العامة لتحرير تجارة الخدمات في إطار المنظمة العالمية للتجارة، أصبحت أسواقها أكثر انفتاحاً.

وقد أكدت الدراسات التطبيقية الحديثة على العلاقة التي تربط تطور سوق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي، وقد شهدت تلك العلاقة جدلاً متنامياً فيما إذا كان القطاع المالي يتبع أداء القطاع الحقيقي، أم أن التطور المالي يحفز النمو الاقتصادي.

وعليه جاءت دراستنا في هذا الفصل تتناول علاقة تحرير وتطور سوق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي، وذلك بالتطرق إلى تحرير سوق الأوراق المالية مع توضيح أثر ذلك التحرير بآراء مؤيدة ومعارضة، مظاهر تحرير أسواق الأوراق المالية.

وكمدخل لأدبيات النمو الاقتصادي تطرقنا إلى مفاهيم النمو الاقتصادي، مداخل قياسه، جوانب ارتباط سوق الأوراق المالية بالنظرية الكنزوية والكلاسيكية، أثر بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية، نماذج النمو الاقتصادي عند النيوكلاسيك Harrod & Doma و Solow- Swan ونماذج النمو الحديثة مقتصرين بذلك على نموذج Rebelo الذي يعد أبسطها وأشهرها، وختمنا الفصل بدراسات العلاقة السببية بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي.

### 3-1 مفهوم التحرير المالي

يعتبر التحرير المالي من أهم ملامح التطورات الاقتصادية في عالم المال والأعمال، وحل بديل لسياسة الكبح المالي التي كانت تمارسها الدول النامية، ومحفز رئيسي للتطور المالي والنمو الاقتصادي. ونتيجة لذلك قامت العديد من الدول المتقدمة والنامية بإلغاء القيود على تدفقاتها المالية عبر الحدود، بهدف تفعيل أداء المؤسسات المالية وتحقيق سوق المنافسة في ظل عمليات الانفتاح الاقتصادي والمالي وتكامل الأسواق المالية. فقد توجهت العديد من الدول الأوروبية إلى تحرير أنظمتها المالية منذ بداية عقد الستينات، وقد كانت هولندا سباقة في ذلك عام 1966 ثم تلتها بلجيكا 1969، ثم تعاقبت الدول على ذلك طيلة عقدي السبعينات والثمانينات من القرن الماضي.

ويعتبر كلا من E. Shaw & R. McKinnon (1973) من الأوائل الذين درسوا موضوع التحرير المالي، حيث وضع E. Shaw & R. McKinnon أن سياسة الكبح المالي التي اتبعتها معظم الدول النامية بعد الحرب العالمية الثانية لم تؤد إلى تحسين تراكم رأس المال ولا إلى النمو الاقتصادي، وعليه قدم الباحثان انتقادها لسياسة الكبح المالي المطبقة في تلك الدول، والتي خلفت أثارا سلبية على التطور المالي والنمو الاقتصادي بها. وقد اعتبر كلا من E. Shaw & R. McKinnon أن التخلي عن سياسة الكبح المالي وتطبيق سياسة التحرير المالي في الدول النامية، هو الحل الأمثل لهذه الدول لتحسين قدرة أنظمتها المالية على جلب الموارد المالية بالقدر الكافي، والذي يؤدي إلى تحقيق معدلات نمو اقتصادي موجبة.

ومنذ دراسات E. Shaw & R. McKinnon (1973) لقيت نظرية التحرير المالي أهمية كبيرة من طرف صندوق النقد الدولي والبنك العالمي، إذ أصبح النمو هو الهدف الاقتصادي، والتحرير المالي هو الأداة الأساسية لتحقيقه.

**3-1-1 تعريف التحرير المالي:** لقد وردت العديد من الدراسات التي تتناول موضوع التحرير المالي، وتعدد تلك الدراسات تعددت التعريفات، إلا أنها تصب في مجملها في مفهوم واحد، وهو إلغاء القيود كلياً أو جزئياً على النظام المالي.

ومن بين التعريفات التي وردت في شأن التحرير المالي نذكر ما يلي:

يعرف Ucer Murat التحرير المالي بأنه "عملية تحتوي على مجموعة من التدابير الموجهة نحو إلغاء القيود المفروضة على القطاع المالي"<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> M. Ucer, **Notes on Financial Liberalization**, available at website: <http://www.econ.chula.ac.th/public/members/sothitorn/liberalization>.

وفي تعريف لرمزي زكي فإن التحرير المالي هو "إلغاء القيود والترتيبات والضوابط المفروضة على حركات رؤوس الأموال قصيرة وطويلة الأجل عبر الحدود الوطنية، وإعطاء السوق مطلق الفاعلية في عمليات ضمان وتوزيع وتخصيص الموارد المالية، وتحديد أسعار العمليات المالية طبقاً لقوى العرض والطلب، وعدم فرض أية قيود على حرية الدخول والخروج على صناعة الخدمات المالية"<sup>1</sup>.

أما نزار العيسى فيعرفه بأنه " قرار يهدف إلى جعل النظام المالي أكثر استجابة لتغيرات قوى السوق وجعل السوق أكثر تنافسية"<sup>2</sup>.

ويعرفه حسن كريم حمزة بأنه "مجموعة من الإجراءات التي تتخذها الحكومة لإزالة الضوابط على النظام المالي وتحويل هيكله، بشكل يتفق مع النظام الاقتصادي الموجه لاقتصاد السوق، وذلك في إطار تشريعي ملائم"<sup>3</sup>.  
ومما سبق نستنتج أن التحرير المالي هو سياسة أو إجراء يهدف إلى إصلاح النظام المالي، بإلغاء أو تخفيض القيود المفروضة على النظام المالي، وكذا العراقيل المتعلقة بتدفقات رؤوس الأموال فيما بين الدول.  
ويتضمن التحرير المالي مفهومين أساسيين هما<sup>4</sup>:

(1) **التحرير المالي بمفهومه الواسع:** ويقصد به " مجموعة الأساليب والإجراءات التي تتخذها الدولة لإلغاء أو تخفيض درجة القيود المفروضة على عمل النظام المالي، بغية تعزيز مستوى كفاءته وإصلاحه كلياً".

(2) **التحرير المالي بمفهومه الضيق:** ويقصد به "تحرير عمليات السوق المالية من القيود المفروضة عليها، والتي تعيق عملية تداول الأوراق المالية ضمن المستوى المحلي والدولي".

مع الإشارة إلى أنه لا يقصد بالتحرير المالي في مفهومه الضيق إلغاء كل القوانين والقيود التنظيمية التي تسير الأسواق المالية، وإنما السعي لجعل القوانين الموجودة أكثر فعالية، وقد ارتبطت سياسات التحرير المالي ارتباطاً قوياً بتيار التوجه نحو الاندماج في الاقتصاد العالمي الذي أقدمت عليه الكثير من الدول المتقدمة، رغبة منها في تطوير أنظمتها المالية على المستويين المحلي والدولي.

وقد حظي التحرير المالي في البلدان النامية بقدر كبير من الاهتمام، نتيجة الخطاب الإعلامي لصندوق النقد الدولي، الذي قدم مبررات مؤداها أن إلغاء الضوابط على أسعار الفائدة والأنظمة المتعلقة بمنح الائتمان لقطاعات معينة،

<sup>1</sup> رمزي زكي، العولمة المالية، دار المستقبل العربي، القاهرة، مصر، ط1، 1999، ص: 73.

<sup>2</sup> نزار العيسى، تأثيرات التحرير المالي على السياسة النقدية والمضاعف النقدي، مجلة جامعة النجاح للأبحاث، الأردن، المجلد 21، العدد 1، 2007، ص: 109.

<sup>3</sup> عاطف وليد اندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2005، ص: 84.

<sup>4</sup> حسن كريم حمزة، العولمة المالية والنمو الاقتصادي، دار صفاء للنشر، عمان، الأردن، ط 1، 2011، ص: 54.

وإطلاق حرية الدخول في القطاع المالي والسماح بالملكية الخاصة للمؤسسات المالية، يؤدي إلى تحسين تخصيص الاستثمار وزيادة المدخرات، أما على الصعيد العالمي فإن الحجة المؤيدة للتحرير المالي تقوم على مبدأ كفاءة تخصيص الموارد من خلال السماح بانتقال رأس المال إلى الأماكن التي يحقق فيها أعلى العوائد<sup>1</sup>.

3-1-2 الجوانب الرئيسية للتحرير المالي : تتطلب سياسة التحرير المالي جهودا وإصلاحات عملية لتكثيف وإصلاح النظام المالي، الذي يمكن من تعبئة وتخصيص الموارد المالية بكفاءة، ولخدمة الأغراض المنتجة وتحقيق النمو، من خلال إزالة قيود التدخل الحكومي في النشاط الاقتصادي عامة والأسواق المالية خاصة، ويشمل التحرير المالي ثلاث جوانب رئيسية أشار إليها (2008-2005) S. Ben Gamra & M. Clévenot ضمن المعادلة التالية<sup>2</sup>:

$$LF = 1/3 LSBI + 1/3 LMF + 1/3 LCC$$

\* LF: التحرير المالي

\* LSBI: تحرير النظام المصرفي المحلي.

\* LMF: تحرير الأسواق المالية.

\* LCC: تحرير حساب رأس المال.

وذلك ضمن مستويين من الإصلاحات هما: التحرير المالي الداخلي (المحلي) والتحرير المالي الخارجي.

ومن جملة الإجراءات التي تتعلق بتطوير سوق الأوراق المالية المحلية ما يلي<sup>3</sup>:

✓ زيادة عدد الشركات المدرجة وإعطائها حرية أوسع في تحديد كيفية إصدار أوراقها المالية، وذلك بتوفير الظروف والمستلزمات والتشريعات، من حيث إنشائها وحريتها في الدخول والخروج من و إلى السوق، إلى جانب تخفيض القيود المفروضة على السوق المالية والتي من شأنها أن تعمل على زيادة الكفاءة بها.

<sup>1</sup> وصاف عتيقة، دور التحرير المالي في عالمية الأزمة المالية الحالية (حالة الدول العربية)، مقال منشور في مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 14، ديسمبر 2013، جامعة بسكرة، الجزائر، ص: 5.

<sup>2</sup> S. Ben Gamra & M. Clévenot. **Libéralisation Financière & Crises Bancaires dans les Pays Emergents: La Prégnance du Rôle des Institutions**, Université Paris , 2005, p p: 10,11. Dans le site: www.univ-paris13.fr13.

\* LF: Libéralisation financière.

\* LSBI: Libéralisation du système bancaire interne.

\* LMF: Libéralisation des marchés financiers.

\* LCC: Libéralisation du compte de capital.

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص: 57.

- ✓ تنوع أدوات الاستثمار المالي ذات المزايا المتنوعة والتي تضمن للسوق توسعا وفعالية، وتشجيع الفرص وتقليل المخاطر أمام المتعاملين.
- ✓ تفعيل العمل بأسواق السندات إلى جانب أسواق الأسهم، باعتبارها قناة أساسية للدخار والاستثمار.
- ✓ تحديث أنظمة العمل والتداول في السوق المالية لمتطلبات كفاءة وسرعة إنجاز الصفقات المالية وتبسيط إجراءاتها.
- ✓ إنشاء شبكة قوية للتعامل مع الوسطاء والسماسرة في سوق الأوراق المالية.
- ✓ إلغاء حواجز الدخول أمام البنوك والمؤسسات المالية الخاصة إلى جانب العمومية للسوق المالية، الأمر الذي يسمح بتحسين ملاءمتها وقدرتها التنافسية.
- ✓ العمل وفق المعايير الدولية في مجال المحاسبة والإفصاح المالي وبشفافية مطلقة في نشر المعلومات، إلى جانب دعم عمليات الإشراف والتنظيم المالي، وفصل الدور الرقابي عن التنفيذي من خلال تشكيل هيئة مستقلة في السوق المالية.

### 3-1-3 تحرير سوق الأوراق المالية على المستوى الخارجي

يرتبط تحرير سوق الأوراق المالية على المستوى الخارجي بإلغاء الحظر على المعاملات المتعلقة بالاستثمار في سوق الأوراق المالية (أسهم، سندات، صكوك إسلامية، أوراق استثمار والمشتقات وغيرها من الأدوات المالية)، وهي تشمل عمليات الشراء التي تتم محليا ويقوم بها غير المقيمين، أو عمليات البيع والإصدارات التي تتم في الخارج بواسطة مقيمين (تدفقات إلى الداخل) أو على مبيعات أو إصدارات يقوم بها محليا غير المقيمين.

وقد انطلقت أولى عمليات تحرير أسواق الأوراق المالية في لندن، وكان أهم إجراء في أكتوبر 1986 بما يعرف بـ Big Bang الذي أدخل تحسينات على السوق المالية البريطانية، وذلك بإلغاء العمولات الثابتة على المعاملات المالية، التفريق بين السمسار وصانعي السوق، كما تم التعامل بالتسعيرة المستمرة بالإعلام الآلي، وامتدت بعدها عمليات تحرير الأسواق المالية لتشمل الاتحاد الأوروبي، باستثناء السوق الأوروبية الموحدة التي تعتمد على حرية تدفق رؤوس الأموال وتحرير سعر صرف العملات، وإنشاء العملة الأوروبية الموحدة، وفي النصف الثاني من عقد التسعينات بالولايات المتحدة الأمريكية وذلك لتشجيع المنافسة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> M. Ucer, **Notes on Financial Liberalization**. Available at website: <http://www.econ.chula.ac.th/public/members/Sothitorn/liberalization>.

يتضمن تحرير أسواق الأوراق المالية إزالة القيود ضد حياة المستثمرين المحليين والأجانب الأوراق المالية المدرجة في السوق، والقضاء على العوائق التي تعترض تدفق الداخلي لرأس المال ودفع الأرباح والفوائد، إلى جانب فسخ المجال للوساطة المالية، أمام الشركات والمؤسسات الأجنبية، وكذا المضاربين والمتعاملين الأجانب للانضمام إلى السوق<sup>1</sup>. ولقد ارتبط تحرير أسواق الأوراق المالية بإلغاء القيود على المعاملات المتعلقة بالاستثمار في الأسهم، السندات، الصكوك، المشتقات المالية وغيرها من الأدوات المالية، من خلال إعطاء الحق للمستثمرين الأجانب في شراء الأسهم والسندات على مستوى الأسواق المالية المحلية، وفي الوقت ذاته تمنح للمستثمرين المحليين الحق في تداول الأوراق المالية الأجنبية، على اعتبار أن تحرير تدفقات رؤوس الأموال غير المقيدة والناجحة عن عمليات التحرير، من شأنها أن تخفض من تكلفة رأس المال، كما تسمح بتنوع المخاطر في المشروعات ذات العوائد المرتفعة<sup>2</sup>، كما يقتضي تحرير الأسواق المالية فتح البورصات للمنافسة الخارجية وتدعيم الابتكارات المالية.

وقد أدت عمليات تحرير أسواق الأوراق المالية إلى ترابط الدول وتكاملها، عن طريق سوق العملات وأسواق الأسهم والسندات والقروض ومختلف الأدوات المالية، ونتيجة لذلك أصبحت أسواق رؤوس الأموال أكثر تكاملا وترابطا. وقد أدى انفتاح الأسواق المالية في الدول النامية، إلى زيادة استيعاب أسواقها للأوراق والمؤسسات المالية، مما أدى إلى حدوث تطورات عميقة بأسواقها، الأمر الذي ترتب عليه ظهور أسواق الأوراق المالية الناشئة، والجدول الموالي يبين معايير تصنيف درجة تحرير أسواق الأوراق المالية.

<sup>1</sup> S. Ben Gamra & M. Clévenot, **Les effets Ambigus de la Libéralisation Financière dans les pays en développement Croissance Economique ou Instabilité Financière**, 2006, p:11, dans le site : <http://hal.inria.fr/docs/00/32/33/34/pdf/Oran150206.pdf>.

<sup>2</sup> كمال حمّانة، محمد زكريا بن معزو، **العلاقة طويلة الأجل بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر 1970 - 2010**، مقارنة قياسية، التواصل في الاقتصاد والإدارة والقانون، عدد35، سبتمبر 2013، الجزائر، ص: 70.

جدول (3-1): معايير تصنيف درجة تحرير سوق الأوراق المالية

تحرير كلي	تحرير جزئي	المعيار	تحرير سوق الأوراق المالية
المستثمرين الأجانب مصرح لهم بتملك أصول مالية محلية دون شروط.	- المستثمرين الأجانب غير مصرح لهم بالتملك أكثر من 49% من الأصول المالية المحلية. - يوجد قيود على المساهمة في بعض القطاعات الاقتصادية.	الاستثمارات الأجنبية في المحافظ المالية	
توزيع رأس المال المستثمر وأرباح الأسهم وفوائد السندات يتم في السنتين الأوليتين من الاستثمار.	توزيع رأس المال المستثمر وأرباح الأسهم وفوائد السندات لا يتم قبل خمس سنوات الأولى من الاستثمار.	توزيع رأس المال المستثمر وأرباح الأسهم وفوائد السندات	

Source : S. Ben Gamra & M. Clévenot. **Libéralisation Financière & Crises Bancaires dans les Pays**

**Emergents: La Prénance du Rôle des Institutions**, CEPN Working Papers, Octobre 2006, p:11, dans le site d'internet : [http://hal.archives-ouvertes.fr/00/18/86/15/pdf/wp2006/\\_08.pdf](http://hal.archives-ouvertes.fr/00/18/86/15/pdf/wp2006/_08.pdf).

3-2 أهداف تحرير أسواق الأوراق المالية

يهدف تحرير أسواق الأوراق المالية إلى جعل هذه الأسواق أكثر كفاءة وفعالية، وأكثر قدرة على المنافسة في مجال توفير فرص الاستثمار ومصادر التمويل، من خلال تحقيق ما يلي<sup>1</sup>:

✓ تعبئة المدخرات المحلية والأجنبية وبالتالي زيادة معدلات الاستثمار ومصادر تمويل الاقتصاد، من خلال زيادة فرص دخول المستثمرين والمدخرين إلى مجالات الاستثمار ومصادر التمويل المحلية والدولية، الأمر الذي يعمل على زيادة ارتباط المستثمرين والمقترضين المحليين بالأجانب.

✓ إضفاء الطابع الدولي للمعاملات سيما بعد إدخال تجارة الخدمات المالية والمصرفية ضمن الاتفاق العام لتحرير تجارة الخدمات المالية (GATT) وذلك في 13 ديسمبر 1997، وهو ما يعني تعميق الاتجاه نحو عوامة الخدمات المالية، وذلك بعدم التفرقة في المعاملة بين الموردين المحليين والموردين الأجانب للخدمات المالية، فضلا عن إعادة تنظيم الخدمات المالية المحلية بما يضمن رفع جودة المنتجات، وتعزيز القدرة التنافسية للموردين المحليين.

✓ تعزيز درجة المنافسة في ما بين الأسواق المالية للحصول على أكبر قدر ممكن من رؤوس الأموال الدولية.

<sup>1</sup> رمزي زكي، مرجع سبق ذكره، ص: 75.

### 3-3 تحرير أسواق الأوراق المالية في الاقتصادات النامية

أدى انتشار تكنولوجيا المعلومات وسهولة الاتصالات إلى تحرير المعاملات المالية، وإزالة القيود والاندماج بين أسواق السلع والخدمات وأسواق رؤوس الأموال، بالإضافة إلى زيادة نشاط التجارة الدولية. وتلعب أسواق الأوراق المالية دورا هاما في ضخ التدفقات النقدية في الاقتصاد القومي، رغم أن دورها في الدول النامية محدودا، نتيجة لضعف كفاءتها وعدم تطور معظم الأسواق المالية بها .

### 3-3-1 أثر تحرير أسواق الأوراق المالية على اقتصادات الدول النامية

فمن الناحية النظرية هناك جدل حول ما إذا كانت أسواق الأوراق المالية المحررة تؤدي إلى التخصيص الأفضل للموارد أم العكس؛

وفي هذا السياق هناك من يرى أن المعلومات غير المتماثلة تسود أسواق الدول النامية، مما يضعف من فعاليتها في تخصيص الموارد، فقد أوضحت التجارب في العديد من الأسواق الناشئة (الصاعدة) في آسيا وبعض الدول الأوروبية، أن تحرير أسواق الأوراق المالية ارتبط بأزمات مالية غير أن هذا الارتباط غير مؤكد، ذلك أن الأزمات المالية معقدة ومركبة وأسبابها متعددة، ولا يمكن إرجاعها إلى سياسات تحرير أسواق الأوراق المالية لوحدها، كما أنها حدثت في دول أقل تحورا كما حدثت في نظم مالية أكثر تحورا، إلا أن هناك حالات كثيرة كان لتحرير أسواق رؤوس الأموال دورا كبيرا في حدوث الأزمات<sup>1</sup>.

وهناك من يؤيد تحرير أسواق الأوراق المالية، ذلك أن عملية التحرير لها تكلفتها المرتفعة وأن فتح الأسواق يخفض من تلك التكلفة، كما أن الاعتماد المتزايد على رؤوس الأموال الأجنبية في الدول النامية، يساهم في الحد من مشكلات التمويل الخارجي بها<sup>2</sup>، كما أكد صندوق النقد الدولي على أهمية تحرير أسواق الأوراق المالية في تحقيق الاستقرار، مما يؤدي إلى مزيد من النمو.

ومما سبق يتبين لنا أن لتحرير أسواق الأوراق المالية أثرين، أحدهما سلبي والآخر إيجابي.

<sup>1</sup> صبري إبراهيم الشافعي، سوق رأس المال كأحد مقومات التنمية الاقتصادية (مع دراسة تطبيقية على مصر)، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في الحقوق، 2010، ص: 209.

<sup>2</sup> المرجع نفسه.

### 3-3-1 الآثار السلبية لتحرير أسواق الأوراق المالية

هناك العديد من المشاكل والآثار التي تترتب على تحرير أسواق الأوراق المالية نذكر أهمها<sup>1</sup>:

- قد تؤدي بعض الإجراءات التي تتخذها السلطات كفرض الضرائب غير المباشرة إلى ارتفاع الأسعار، ومن ثم تغيير الاحتياجات النقدية في الاقتصاد القومي.
- قد يؤدي تحرير أسعار الفائدة وتقييد حصول الدولة على التمويل من البنك المركزي، إلى زيادة عجز الموازنة العامة للدولة.
- هروب رؤوس الأموال من الدول النامية إلى الدول المتقدمة أو إلى حيث مستويات الأرباح المرتفعة، خصوصاً وأن الدول النامية تعاني من الآثار السلبية الناتجة عن التعجيل في التحرير المالي، أو عندما تعجز السياستين المالية والنقدية في اختيار البدائل المثلى لمواجهة التقلبات التي تنشأ مع تدفق رؤوس الأموال الدولية إلى داخل الدول النامية، وتراكمها خلال سنوات ثم تحولها إلى الخارج خلال فترة قصيرة.
- أثر العدوى أي انتقال الأزمات المالية، كتلك المتعلقة بأسعار العملة أو انهيار أسواق الأسهم وانتشارها، وقد اختلف الاقتصاديون فيما إذا كان حدوث أزمة في أكثر من دولة في نفس الوقت نتيجة لانتشار غير مبرر للعدوى بالفعل، أم أنه بسبب مشكلات حقيقية تعاني منها الاقتصادات التي انتقلت إليها الأزمة.

### 3-3-2 الآثار الإيجابية لتحرير أسواق الأوراق المالية

- رغم سلبيات التحرير المالي، فإن العديد من الدول النامية سعت إلى تنفيذ برامج الإصلاح الاقتصادي والخصخصة، وهو ما يولد لها قدرات إضافية تمكن أسواقها المالية من التوسع والتي من شأنها<sup>2</sup>:
- زيادة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية المباشرة وغير المباشرة لدعم الموارد المحلية وتمويل فرص الاستثمار المتاحة، بما يسمح بإمكانية دخول أسواق الدول النامية إلى الأسواق الدولية، مما يزيد من القدرة التنافسية لأسواقها، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة نشاط السوق، وتوفير السيولة وبالتالي تنشيط الاقتصاد القومي، وزيادة الثقة فيه بزيادة دخول المستثمرين الأجانب.

<sup>1</sup> سعيد النجار، السياسات المالية وأسواق المال العربية، صندوق النقد الدولي، أبو ظبي، 1999، ص: 23، 24.

<sup>2</sup> R. Zabler, **Monetary policy on open capital account**, Review n°48, Un Nation economic commission for Latin America & Caribbean, 1997, p p:157 , 158.

- إحلال المدخرات الأجنبية ذات التكلفة المنخفضة محل المدخرات الوطنية ذات التكلفة المرتفعة، والذي من شأنه أن يرفع من كفاءة تخصيص موارد الادخار والاستثمار في الاقتصاد، ويؤدي إلى زيادة معدلات النمو الاقتصادي.
- تنشيط قطاعات الإنتاج مما يؤدي إلى تحسين الحساب الجاري بميزان المدفوعات، ويقلل الضغوط على حساب رأس المال.
- تجنب الاعتماد على الاقتراض الذي يؤدي إلى زيادة مدفوعات خدمة الدين عند ارتفاع أسعار الفائدة الدولية<sup>1</sup>.
- يؤدي تحرير أسواق الأوراق المالية إلى تخفيض تكلفة المدخرات من خلال تيسير الاستثمار، مما يؤدي إلى زيادة تعبئة المدخرات وتمويل أنشطة الاستثمار الإنتاجي<sup>2</sup>.

### 3-4 صندوق النقد الدولي وتحرير أسواق الأوراق المالية

بغرض إدخال إصلاحات جديدة في النظام المالي العالمي، اقترح صندوق النقد الدولي (FMI، 1998) مطالبة الدول الأعضاء بتحرير أسواقها المالية، باعتبار أن عملية تحرير أسواق المال في الدول الأعضاء سوف تؤدي إلى تعزيز النمو الاقتصادي، ولقد لقي ذلك الاقتراح تأييدا ومعارضة في ذات الوقت، حيث يرى الاقتصاديون المؤيدون لتحرير أسواق المال أنه يؤدي إلى تحسين معدلات النمو الاقتصادي، وخلق استقرار اقتصادي في الدول النامية، من خلال ما يلي<sup>3</sup>:

- ✓ يندرج تحرير أسواق رؤوس الأموال ضمن مبادئ وأهداف منظمة التجارة العالمية التي تدعو إلى عناصر الإنتاج، التي يعتبر رأس المال عنصرا أساسيا فيها، وبالتالي فإن تحريره سوف يؤدي إلى تدعيم معدلات النمو الاقتصادي، وتعزيز الاستقرار الاقتصادي، فالتنمية الاقتصادية لا يمكن أن تقوم بدون عنصر رأس المال، كما أن الاستقرار الاقتصادي لا يمكن تحقيقه دون تحقيق معدلات جيدة من التنمية الاقتصادية الحقيقية.
- ✓ أن عملية تحرير أسواق رؤوس الأموال تعني التقليل التدريجي من تدخل الدولة في تلك الأسواق، وفي الوقت ذاته ترك آلية السوق وقوى العرض والطلب تزداد فاعليتها تدريجيا حتى تصبح هي المحرك الحقيقي لرؤوس الأموال،

<sup>1</sup> Claessens, **Hot or Cold World Bank Economic Review**, vol 9, n°1, Washington D.C.U.S.A, 1995, P:9.

<sup>2</sup> P. Demetriadas, **Financial Markets & Economic Development**, ECES Working paper n°27, 1998, p: 6.

<sup>3</sup> محمد إبراهيم الرميثي، **تحرير الأسواق المالية في إستراتيجية صندوق النقد الدولي**، متاح على الموقع الإلكتروني:

غير أن ذلك لا يعني إلغاء دورها نهائياً في السوق ، فالدولة هي التي تضع النظام المالي والنقدي والمصرفي، وتضع قواعده وتشريعاته وضوابطه القانونية، وهي التي تشرف عليه وتراقبه وتتابع ممارساته وأنشطته.

✓ لا يمكن للدول النامية أن تحقق معدلات نمو اقتصادي جيدة، دون تحرير أسواق رؤوس الأموال بها، وخلق جو من المنافسة ، وإتاحة الفرصة للمستثمر الأجنبي لكي يساهم في التنمية الاقتصادية، حيث أن عرض رأس المال المتاح محلياً أثبت عجزه وعد قدرته على إحداث نمو حقيقي.

✓ أن تحرير أسواق رؤوس الأموال من شأنه أن يدعم وينمي خبرات الدول النامية في إدارة الأموال، ويتيح لها الفرصة للاستفادة من خبرات الدول المتقدمة في هذا المجال، ومن شأنه كذلك أن ينمي أنظمتها المالية والنقدية والمصرفية .

### 3-5 أسواق الأوراق المالية العربية في ظل الاتفاقية العامة لتحرير تجارة الخدمات

شرعت معظم الدول العربية منذ نهاية الثمانينات بانتهاج سياسات التحرير المالي، وذلك باتخاذ مجموعة من الإصلاحات بغية تعزيز مستوى كفاءة النظام المالي بها، حيث شهدت أسواقها المالية تطورات تشريعية وتنظيمية ساهمت في انفتاحها على أدوات استثمارية أجنبية وبدرجات متفاوتة، وذلك بتعزيز جانبي العرض والطلب على أدوات السوق، كما سعت إلى توفير الشروط المناسبة لتحرير أسواقها المالية، وتخفيض القيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال بغية زيادة المدخرات الأجنبية.

فقد أوضحت نشرة صندوق النقد العربي أن أسواق الأوراق المالية العربية شهدت منذ مطلع التسعينات تطوراً ملحوظاً، يتناسب مع برامج الإصلاح الاقتصادي وخصخصة القطاع العام، حيث أدرجت في أسواقها أوراقاً جديدة نتيجة تنفيذ برامج الخصخصة، وتحويل نسبة كبيرة من الشركات الحكومية إلى ملكية القطاع الخاص أو اكتتاب عام للمواطنين.

فقد شهدت أسواقها توجهها ملحوظاً نحو الإصلاحات وكان ذلك في بورصة تونس عام 1989، وبورصة القيم بالدار البيضاء وبورصتي القاهرة والإسكندرية عام 1992، وبورصة الخرطوم عام 1995، كما تم في الأردن عام 1997 رفع الحد الأعلى للملكية الأجنبية من الأسهم المحلية من 50% إلى 100%، فيما تم في لبنان عام 1997 إزالة آخر القيود عن الاستثمار الأجنبي، وفي السعودية تم السماح للأجانب بالاستثمار في الأسهم السعودية لأول مرة عبر صندوق سيف للبنك السعودي الأمريكي، كذلك الأمر في الإمارات إذ تم السماح بتأسيس صناديق استثمار تسمح للأجانب المشاركة فيها ضمن نسب محددة، وفي عمان تم إلزام كل الشركات حديثة الإدراج بالسماح للأجانب بتملك أسهمها.

ومن التطورات التي عرفتها أسواق الأوراق المالية العربية، تنامي عدد اتفاقيات الإدراج المشترك واتفاقيات التعاون فيما بينها، فقد شملت اتفاقيات الإدراج المشترك أسواق الأردن والبحرين وعمان ومصر.

وبتوقيع الدول العربية على الاتفاقية العامة لتحرير تجارة الخدمات (GATT)<sup>1</sup> في إطار المنظمة العالمية للتجارة (OMC) في ديسمبر 1997 أصبحت أسواقها أكثر انفتاحا، وقد كان ذلك بدرجات متفاوتة بين انفتاح مطلق في كل من مصر، لبنان، تونس والمغرب، وبين انفتاح مقيد بشروط وبنسب معينة لاستثمارات الأجانب، كما في أسواق المال الخليجية وبعض الأسواق العربية الأخرى<sup>2</sup>.

ورغم ذلك فإن خبرات أسواق المال بما مازالت محدودة، وقدرتها التنافسية مع الأسواق المتقدمة (الصناعية) ضعيفة، نتيجة لارتفاع العنصر التكنولوجي في الخدمات المالية للدول المتقدمة.

وبما أن الاتفاقية العامة لتحرير تجارة الخدمات تشكل الإطار الدولي لتحرير أسواق المال العالمية بما فيها الأسواق العربية، فهي تقضي بإزالة كافة القيود أمام مشاركة الأجانب في عمليات الاكتتاب، أو شركات السمسرة في الأوراق المالية، أو المقاصة أو التسوية أو التسويق وتنشيط السوق<sup>3</sup>.

تعتبر ضغوط الاتفاقية العامة لتحرير تجارة الخدمات بإيجابياتها وسلبياتها، من العوامل التي ستدفع الدول العربية إلى التعاون والتنسيق بين أسواق المال بها، وتحديث وتطوير أسواقها المالية لكي تكون قادرة على جذب الاستثمارات الأجنبية<sup>4</sup>.

ففي تقرير للمؤسسة العربية لضمان الاستثمار، أكدت أن انفتاح أسواق المال العربية على أدوات الاستثمار المختلفة، كان بغرض إزالة العقبات التي كانت تعترض دخول المستثمر الأجنبي لأسواقها، علاوة على ذلك فقد شهدت أسواقها طبقا للتقرير انفتاحا على صناديق الاستثمار بمختلف أنواعها، محلية وإقليمية وعالمية، إلى جانب تطوير استخدام قنوات استثمارية أخرى، مثل صناديق التقاعد، الصناديق التعاونية الدولية، شهادات الإيداع، كما تم طرح عدد من إصداراتها في أسواق رؤوس الأموال للدول الصناعية<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> GATT: General Agreement on Tariffs & Trade.

<sup>2</sup> حريري عبد الغني، سياسات التحرير المالي في الدول العربية وانعكاساتها على القطاع المالي، مقال منشور في مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 15، جامعة الشلف، الجزائر، السنة، ص: 36.

<sup>3</sup> المرجع نفسه.

<sup>4</sup> نشرة البورصات العربية، العدد 18، نوفمبر 1995.

<sup>5</sup> نوزاد عبد الرحمان الهيثي، منجد عبد اللطيف الحشالي، مقدمة في المالية الدولية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط 1، 2007، ص: 182.

كما يؤكد تقرير المؤسسة العربية لضمان الاستثمار أن أسواق المال العربية قد استفادت من الجوانب الإيجابية لتدفقات الاستثمار، سواء من خلال ما توفره من إصدارات جديدة أو من خلال زيادة السيولة، مما يعزز البنية المالية ويزيد من فعالية النظام المالي بها.

ولكن بالرغم من محاولة الانفتاح على أدوات الاستثمار المختلفة ، إلا أنه بقي محدودا مقارنة بالأسواق المالية الناشئة الأخرى والأسواق المتقدمة.

### 3-5-1 أهمية أسواق الأوراق المالية العربية في النشاط الاقتصادي

اختلفت الآراء حول أهمية أسواق الأوراق المالية في الدول العربية ، فالبعض يرى أن دورها محدودا في النشاط الاقتصادي، خاصة ما يتعلق بنشاط السوق الأولية وما يتعلق بزيادة رأس مال الشركات، في حين أيد آخرون دورها الإيجابي في ذلك النشاط ، مع الأخذ في الاعتبار أن آليات السوق فيها قد تكون غير فعالة، وربما تؤدي إلى توزيع غير عادل للدخل والثروة<sup>1</sup>.

وعن دورها في النمو الاقتصادي فقد أوضح البعض أن تحرير أسواق الأوراق المالية العربية وتنشيطها من خلال الإصلاحات المالية لازالت متواضعة ، مما يتطلب ضرورة تحسين مركزها التنافسي بتحسين وضعها النسبي في السوق الدولية، ذلك أن إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في أسواقها مازالت ضعيفة، وهو ما يتطلب ضرورة مد أسواقها المالية بمزيد من الشركات من خلال برامج الخصخصة، وتشجيع الشركات المغلقة للتحويل إلى شركات اكتتاب عام مما يؤدي إلى زيادة عمق وتنوع السوق<sup>2</sup>،

كما أن دراسات تطور أسواق الأوراق المالية العربية، توضح أنه في دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، ورغم ما حققته من نمو معتبر خلال التسعينات إلا أنها مازالت تفتقر إلى جاذبيتها للمستثمرين الأجانب<sup>3</sup>.

إلى جانب ضرورة توفير الحماية للمستثمرين من خلال وجود رقابة تامة في السوق المالية، مع التمييز بين توفير درجة عالية من الرقابة في السوق وبين القيود المفروضة عليها، ذلك أن الرقابة يجب أن تكون وسيلة لحماية السوق المالية وتقليل التقلبات العنيفة .

<sup>1</sup> R. Dickie. Development of Third World Securities Markets, an Analysis of general Principles & Case Study if The Indonesian Market, Vol 13, 1981, p:177.

<sup>2</sup> مجلة اتحاد البنوك العربية، الدرس المستفادة من الأزمة الآسيوية، 1998، ص: 8.

<sup>3</sup> أحمد سعيد دويدار، "التنمية الاقتصادية والتعاون الإقليمي في الشرق الأوسط"، الأهرام الاقتصادي، العدد 113، مصر، 1997، ص: 70.

### 3-6 علاقة تحرير سوق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي

هناك العديد من الدراسات التي بحثت في علاقة تحرير سوق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي، وقد كانت متفاوتة وغير حاسمة سيما ما تعلق منها بتحرير الأسواق الناشئة وشبه الناشئة، وفيما يلي بعض آراء الاقتصاديين المتعلقة بآثر تحرير سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي بين مؤيد ومعارض.

#### 3-6-1 الآراء المؤيدة لتحرير أسواق الأوراق المالية

يجادل المؤيدون لتحرير أسواق الأوراق المالية من خلال السماح للانفتاح النسبي لإصدار الأوراق المالية والمنافسة في أسواق الأسهم والسندات، بأن حركة رؤوس الأموال التي لا تتعرض لأية عوائق ستسمح للمدخرات بالتدفق إلى أكثر الاستخدامات من حيث الإنتاجية، مما ينتج عنه تخصيص أكثر كفاءة للموارد الاقتصادية، فالمشروعات التي تدر عوائد مرتفعة تكافئ المدخرين الذي هم في الواقع مضاربين ماليين نظير المخاطر التي يتعرضون لها، مما ينتج عنه تنمية للموارد الحقيقية والحصول على إنتاجية أعلى بفضل المعاملات المالية الأجنبية، التي تمد الاقتصاد بالسيولة اللازمة للنشاط الاقتصادي؛

وبالتالي فإن لأسواق الأوراق المالية ذات السيولة الكافية دور هام في تحسين تخصيص الأموال وتعزيز آفاق النمو الاقتصادي، حيث تقلل تلك الأسواق من مخاطر حيازة الأوراق المالية، وذلك بالسماح للمدخرين بالشراء والبيع بسرعة وبتكلفة منخفضة، كما توفر للشركات إمكانية الحصول على رؤوس الأموال من خلال إصدار الأدوات المالية.

وفي ذلك يرى (1992) Zabler Borto أن تحرير الأسواق والمنافسة من شأنه أن يدعم اقتصادات وأسواق المال بالدول النامية، إذا صاحبها تدفق رؤوس الأموال من الخارج لتوظيفها داخل الدول النامية، فضلا عن ذلك فإن فتح أسواق الأوراق المالية بالدول النامية سيؤدي إلى زيادة نشاط السوق، وتوفير السيولة وزيادة القدرة التنافسية، مما يؤدي إلى تنشيط الاقتصاد المحلي<sup>1</sup>.

وفي دراسة (1995) Levine & Zervo لتوضيح أثر تحرير أسواق الأوراق المالية، شملت أربعة عشر دولة خفضت بشكل كبير العوائق أمام تدفقات رأس المال وعوائده خلال فترة الثمانينات، حيث تبين تحسن سريع في أداء أسواق تلك الدول في فترة التحرير<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص: 109.

وفي دراسة أخرى لـ Levine & Zervos (1996) توصل الباحثين إلى أن التحرير المالي يحدث زيادة في سيولة أسواق المال، مما يؤدي إلى زيادة تطويرها من خلال ضمان المستثمرين الدخول والخروج من مراكزهم دون مواجهة الصعوبات<sup>1</sup>.

أما Clark (1999) فيرى أن عملية التحرير المالي لها تكلفتها المرتفعة وأن فتح الأسواق وتحريرها سيخفض من تلك التكلفة<sup>2</sup>.

وفي بحث آخر لـ Bekaert & Harvey & Lundblad (2001/2003) لدراسة العلاقة بين درجة انفتاح أسواق الأوراق المالية على المستثمرين الأجانب والنمو الاقتصادي، توصل الباحثين إلى أن تحرير أسواق الأوراق المالية ساهم في رفع نصيب الفرد الواحد من الناتج المحلي الإجمالي بمقدار 1% سنويا، في الدول ذات درجة مرتفعة من التطور المالي والمؤسسي، كما أكد الباحثين أن تحرير تدفقات رؤوس الأموال ينوع من المخاطر المالية، الأمر الذي يخفض من تكلفة رأس المال، ذلك أن تخفيض هذه الأخيرة يتحقق من خلال التقاسم الدولي للمخاطر، والذي يؤدي إلى تدني علاوة المخاطرة فيرتفع بذلك حجم الادخار المحلي وبالتالي يرتفع حجم الاستثمارات، والتي بدورها تساهم في تسريع وتيرة النمو الاقتصادي<sup>3</sup>.

أما Henry (2004) فقد توصل في دراسته إلى أن فتح سوق رأس المال للمستثمرين الأجانب في بلد نامي يرفع من معدل نمو الناتج بـ 1.1% سنويا، ومن معدل نمو حصة الفرد من الناتج بـ 2.3% سنويا<sup>4</sup>.

كما أشار أيضا Henry & Chari (2004) إلى أن سوق رأس المال المحررة تساهم في إعادة تقييم أسعار الأسهم، ويرجع ذلك إلى تقليص المخاطر المنتظمة التي تلازم شركات الاستثمار<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> Zervos & Levine, **Stock Market Development & Long-Run Growth**, World Bank Economic Review, n° 2, 1996, p: 323.

<sup>2</sup> علي احمد البلبل وآخرون، **التطور والهيكل المالي والنمو: حالة مصر 1974-2002**، أوراق صندوق النقد العربي، العدد 9، أبو ظبي، الإمارات العربية، 2004، ص: 5، 6.

<sup>3</sup> بلقاسم بن غلال، **دور التطور المالي في نجاح سياسة التحرير المالي المطبقة في الدول النامية، دراسة قياسية لحالة النظام المالي والمصرفي الجزائري 1990-2011**، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد 2، ديسمبر 2014، ص: 287.

<sup>4</sup> Henry, P. **Capital Account Liberalization, the Cost of Capital, and Economic Growth**, Working Paper no. 9488, National Bureau of Economic Research, Cambridge, 2004.P: 25.

<sup>5</sup> حسن بلقاسم غصان، حسن رfidان المهجوج، **أثر تحرير سوق رأس المال على التذبذب في سوق الأسهم السعودي**، مجلة التنمية والسياسات الاقتصادية، مجلد 14، جامعة الملك فيصل، السعودية، 2012، ص: 4.

### 3-6-2 الآراء المعارضة لتحرير أسواق الأوراق المالية

على الجانب الآخر هناك من يرى أن تحرير سوق الأوراق المالية مصدرا لكثير من التقلبات الاقتصادية، التي تعيق الاستثمار ومن ثم النمو الاقتصادي، وبالتالي تصبح الاقتصاديات أكثر عرضة للأزمات المالية، من خلال أنشطة المضاربة التي تعد تبذيرا للموارد وسوء تخصيص لرؤوس الأموال وتوجيهها، ويزيد من التعرض للصدمات الدولية وهروب رؤوس الأموال، ومن بين الدراسات المعارضة لتحرير أسواق رؤوس الأموال ما يلي:

يرى (1994) Stiglitz & al أن لضعف الأسواق المالية وعدم كفاءتها في الدول النامية أسبابا تتعلق بعدم تناظر المعلومات، وذلك بسبب نقص المعلومات الخاصة بأنشطة المؤسسات التي توظف أموالها، مما يزيد من درجة المخاطرة وبالتالي قد تضر بعملية تحرير أسواقها المالية، سيما وأنها تعمل في ظل المنافسة غير الكاملة<sup>1</sup>.

وأشارت دراسة (1998) Miles & Levine & Zervos إلى زيادة التقلبات في أسواق الأسهم بعد تحرير السوق، وبالتالي قد لا يتم تحسين الكفاءة بل يصبح عدم الاستقرار المالي شديد الاحتمال، مما قد يتسبب في خلق الاضطراب المالي والاقتصادي، على غرار ما حدث في الأزمة الآسيوية الأولى والثانية خلال التسعينات<sup>2</sup>.

وفي دراسات لـ (2001) Kaminsky & Schmuckler و(2004) Tornell & al، فإن عملية التحرير المالي قد تسببت في إحداث انهيارات عميقة داخل الأسواق المالية الناشئة<sup>3</sup>.

وحسب (2002) Baldacci & al فقد أدى تحرير أسواق الأوراق المالية إلى زيادة الأزمات المالية بعد انتهاج المكسيك لسياسة التحرير المالي<sup>4</sup>.

ويرى البعض الآخر أن تحرير سوق الأوراق المالية يتسبب بأثر العدوى، أي انتقال الأزمات كنتلك المتعلقة بأسعار العملة، أو انهيار أسعار الأسهم وانتشارها في بلدان أخرى، غير أن الاقتصاديين اختلفوا فيما إذا كان حدوث الأزمة في أكثر من بلد وفي نفس الوقت نتيجة لانتشار غير مبرر للعدوى، أم بسبب مشكلات حقيقية تعاني منها الاقتصادات التي انتقلت إليها الأزمة<sup>5</sup>، كما يزيد من إمكانية انتقال الأزمات سرعة دخول وخروج رؤوس الأموال التي تكون أكثر بعدة مرات من سرعة تعديل الاقتصاد الحقيقي.

<sup>1</sup> محمد حسني، محمود حامد محمود، التنمية الاقتصادية، دار المريخ للنشر، الرياض، 2006، ص: 762-764.

<sup>2</sup> حسن بلقاسم غصان، حسن رفدان المجهوج، مرجع سبق ذكره، ص: 4.

<sup>3</sup> حمادة كمال، محمد زكريا بن معزو، مرجع سبق ذكره، ص: 71.

<sup>4</sup> المرجع نفسه.

<sup>5</sup> جمال معتوق، مرجع سبق ذكره، ص: 123.

أما دراسة (S. Ben Nacer & al (2008) حول أثر تحرير أسواق رؤوس الأموال لأحد عشر بلد من بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، وقد جاءت النتائج تبين عدم وجود أي تأثير لتحرير سوق الأسهم على النمو الاقتصادي والاستثمار في تلك الدول، أما تأثير تطور سوق الأسهم فهو سلبي في المدى القصير وإيجابي في المدى الطويل، وعليه حسب الباحثين أن التحرير المالي يجب أن يسبق بإصلاحات على المستوى المحلي، وتوفير الظروف المناسبة عبر تنظيم الإنتاج المحلي بالشكل الذي يجعله أكثر اتساقاً مع كفاءة تخصيص الموارد.<sup>1</sup>

3-7 مظاهر تحرير أسواق الأوراق المالية: ومن مظاهر تحرير أسواق الأوراق المالية الاستثمار الأجنبي غير المباشر.

### 3-7-1 الاستثمار الأجنبي غير المباشر (الاستثمار المحفظي)

يمثل الاستثمار الأجنبي غير المباشر أحد الأشكال الرئيسية لتدفق رؤوس الأموال عبر الدول، ويسمى أيضاً بالاستثمار المحفظي، يتعلق بتحركات رؤوس الأموال متوسطة وطويلة الأجل .

### 3-7-1-1 مفهوم الاستثمار غير المباشر

يقصد بالاستثمار الأجنبي غير المباشر "شراء بعض الأوراق المالية من أسهم وسندات لمؤسسات وطنية في دولة ما عن طريق مقيم دولة أخرى، يعطي للمستثمر الحق في نصيبه من أرباح الشركات التي قامت بإصدار الأسهم، إلا أنه لا يترتب عليه حقوقاً للرقابة أو المشاركة في إدارة تلك الشركات"<sup>2</sup>، وتكون الدوافع الرئيسية للمستثمرين في محافظ الأوراق المالية تحقيق الأرباح من خلال الاستفادة من فروقات الأسعار (المضاربة)، وكذلك تقليل المخاطرة من خلال تنوع المحافظ الاستثمارية، وعادة ما تقوم الأسواق المالية بالوساطة في عمليات تلك الاستثمارات<sup>3</sup>.

وفي تعريف آخر هو "تملك الأجانب للأسهم والسندات الخاصة أو الحكومية في البلد المضيف، بقصد المضاربة أو الاستفادة من فروق الأسعار، أو للحصول على أرباح تدرها السندات ذات الفائدة الثابتة أو الأسهم، بشرط أن لا يملك المستثمر الأجنبي من الأسهم ما يخوله حق إدارة ومراقبة المشروع، كما يتميز بأنه قصير الأجل"<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> S. Ben Nacer & al, **Does stock market liberalization spur financial and economic development in the MENA region?**, Jomnal of International Money and Finance, , 2008 p: 673-693, www.sciencedirect.com/sciencearticle/pii/S01

<sup>2</sup> محمد مطر، فايز تميم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2005، ص: 44.

<sup>3</sup> حسن كريم حمزة، مرجع سبق ذكره، ص: 11.

<sup>4</sup> المرجع نفسه، ص: 112.

وما تجدر الإشارة إليه أن الاستثمار غير المباشر لا يتعدى نسبة قليلة من ملكية الشركة، وهو لا يشمل أية التزامات إضافية كالرقابة أو المشاركة في تنظيم إدارة المشروع<sup>1</sup>، كما أن عملية شراء الأسهم والسندات قد تكون في السوق الأولية أو الثانوية<sup>2</sup>.

وسمي بالاستثمار غير المباشر لأنه ليس للمستثمر الأجنبي حق في إدارة موجودات الشركة التي اشترى أسهمها، كما أنه استثمار قصير الأجل.

وبالتالي فالاستثمار الأجنبي غير المباشر هو ذلك النوع من الاستثمار الذي يقتصر على انتقال الأموال، ويحصل في سوق الأوراق المالية من شراء أسهم وسندات، وبحيث لا يسهم في توليد سلع وخدمات جديدة.

ومن أهم الأسباب التي تدفع الأفراد والشركات نحو الاستثمار غير المباشر ما يلي<sup>3</sup>:

✓ إمكانية تحويل تلك الاستثمارات بسرعة وسهولة إلى نقد وتكلفة منخفضة، ويتوقف ذلك على درجة سيولة السوق المالية وفعاليتها.

✓ إمكانية تحقيق عوائد قياسية من تلك الاستثمارات سيما الأدوات المالية ذات العوائد الثابتة كالسندات، الأمر الذي يدفع الأفراد والشركات إلى تحويل مدخراتهم من أصول لدى البنوك أو المؤسسات المالية الأخرى، إلى السوق المالية للاستثمار في أدواتها المختلفة، ويتميز الاستثمار الأجنبي غير المباشر (المحفطي) بمجموعة من الخصائص نذكر منها<sup>4</sup>:

✓ سهولة الدخول والخروج إلى الدول المضيفة والأسواق المستهدفة.

✓ زيادة سيولة وعمق أسواق الأوراق المالية.

✓ صعوبة تحكم الأسواق المالية المضيفة في هذه الاستثمارات وضبطها، حيث قد تنسحب بصورة مفاجئة نتيجة لعدة عوامل.

✓ ينحصر هذا الاستثمار في المبادلة والمتاجرة بالأوراق المسجلة في أسواق مالية أجنبية، الهدف الرئيسي للمستثمر هو تحقيق أرباح وعوائد أكثر من العوائد في السوق المحلي، مع تخفيض درجة المخاطرة من خلال التنوع.

<sup>1</sup> غام محمد، الاستثمار في الاقتصاد السياسي والإسلامي وتشريعات واتفاقيات الاستثمار، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2011، ص: 72.

<sup>2</sup> احمد عبد الرحمان، مدخل إلى إدارة الأعمال الدولية، دار المريخ للنشر، الرياض، السعودية، 2006، ص: 81.

<sup>3</sup> حسن كريم حمزة، مرجع سبق ذكره، ص: 113.

<sup>4</sup> P. Conso & F. Hemeci, Gestion Financiere de l'entreprise, Edition Dunaud, Paris, France, 2<sup>ème</sup> édition, 2002, p: 387.

وما تجدر الإشارة إليه أن هذا النوع من الاستثمارات المالية عرف تطورا كبيرا في الأسواق الناشئة وشبه الناشئة، خصوصا مع مطلع الألفية نظرا لاستكمال عمليات التحرير المالي في أغلب الدول النامية، وهو ما يمكن توضيحه في الجدول التالي<sup>1</sup>:

جدول (3-2): صافي تدفقات الاستثمار المحففي إلى الأسواق الناشئة وشبه الناشئة (مليار دولار) للفترة (2004-2007)

2007	2006	2005	2004	
<b>الإجمالي</b>				
48.5	103.8-	19.4-	34.5	صافي الاستثمار المحففي
<b>إفريقيا</b>				
11.5	18.5	3.7	5.5	صافي الاستثمار المحففي
<b>آسيا الناشئة</b>				
18.4	110.7	9.3-	3.8	صافي الاستثمار المحففي
<b>الشرق الأوسط</b>				
14-	20.1-	36-	-	صافي الاستثمار المحففي
<b>نصف الكرة الغربي</b>				
31.8	14-	5.4	27.6	صافي الاستثمار المحففي
<b>الدول المستقلة</b>				
7.7	12.5	12.5		صافي الاستثمار المحففي

المصدر: من إعداد الباحثة، بالاعتماد على حسن كريم حمزة، مرجع سبق ذكره، ص: 128، 129.

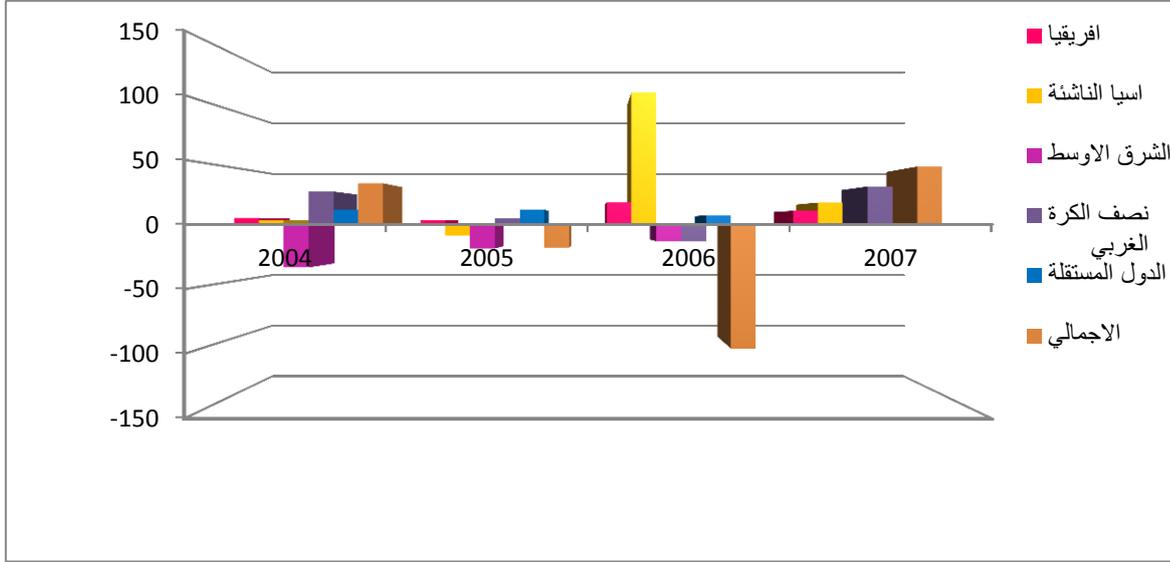
نلاحظ ازدياد الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى اقتصادات الأسواق الناشئة وشبه الناشئة، إذ بلغت قيمتها 48.5 مليار دولار في عام 2007 مقابل صافي تدفق للخارج بلغ 103.8 مليار دولار عام 2006، و19.4 مليار دولار في عام 2005، ويرجع ذلك الارتفاع إلى البيئة الاستثمارية المناسبة، إضافة إلى استكمالها لمتطلبات التحرير المالي، ورفعها للقيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال الدولية، سيما ما تعلق باستثمارات المحفظة.

أما بالنسبة لاتجاهات استثمارات المحفظة فقد حظيت آسيا الناشئة على حصة معتبرة في عام 2006 بلغت 110.7 مليار دولار، في حين حظيت الدول المستقلة بما قيمته 12.5 مليار دولار من نفس السنة، كما ارتفع صافي تدفق الاستثمار المحففي الداخل إلى دول نصف الكرة الغربي بقيمة 31.8 مليار دولار في عام 2007، وهي أكبر قيمة تدفق

<sup>1</sup> حسن كريم حمزة، مرجع سبق ذكره، بتصرف، ص: 128، 129.

داخل إلى الأسواق النامية خلال الفترة، أما دول الشرق الأوسط فقد انخفض صافي تدفق الاستثمار المحفظي إلى الخارج من 36 مليار دولار عام 2005 إلى 14 مليار دولار في عام 2007.

والشكل الموالي يوضح تطور صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الأسواق الناشئة وشبه الناشئة  
شكل(3-1): تطور صافي تدفقات الاستثمار المحفظي إلى الاقتصادات النامية للفترة (2004-2007)



المصدر : من إعداد الباحثة اعتمادا على الجدول (3-4).

### 3-7-1-2 أهمية الاستثمار الأجنبي غير المباشر

يعد الاتجاه نحو الأسواق المالية الدولية من أهم المراكز التي يقوم عليها التنوع في إدارة المحافظ المالية، فالتوسع والانفتاح الذي يشهده الاقتصاد العالمي وتدفقات الاستثمارات الأجنبية، الناتجة عن إزالة القيود على حركة رؤوس الأموال، أدى إلى زيادة الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة، بغرض التنوع في مكوناتها وبالتالي تخفيض مخاطرها، فكلما زادت الأسواق حجما وسيولة زادت ثقة المستثمرين ، مما يؤدي إلى زيادة جذب المستثمرين المحليين والأجانب، كما أن تحسن السيولة يشجع على المزيد من الإصدارات، سواء من جانب المؤسسات القائمة أو الجديدة.

كما يؤدي تدفق رؤوس الأموال إلى الداخل إلى زيادة كفاءة السوق المحلية، عن طريق الاتصال بالمؤسسات المالية الأجنبية، التي تملك تكنولوجيا مالية متقدمة، والتي يكون لها أثر في جذب المزيد من التدفقات، مما يشجع بدوره على تنشيط الاستثمار.

فضلا عن ذلك فإن تحرير جزء مهم من المدخرات المحلية، يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال (سعر الفائدة) ، ومن ثم ارتفاع أسعار الأوراق المالية، الأمر الذي يدفع بالشركات والمقترضين إلى زيادة إصدار الأوراق المالية التي تظهر في زيادة نشاط السوق.

كما يتبع زيادة تدفقات الاستثمار المحفظي زيادة تدفق العملات الأجنبية نحو الداخل، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة سيولة سوق الصرف الأجنبية، مما يزيد من قدرة السوق المالية على توفير الائتمان للشركات الأجنبية، إذ تسمح أسواق الأوراق المالية السائلة للمستثمرين باستبدال محافظهم الاستثمارية بسهولة وبأقل تكلفة، مما يجعل الاستثمار أقل مخاطرة<sup>1</sup>.

وجدير بالذكر أن سوق الأوراق المالية الأكثر سيولة تشجع على المزيد من الادخار والاستثمار، وهذا يساعد على زيادة جذب الأموال وتوجيهها نحو الاستثمارات سواء إلى الأسواق الأولية أو الثانوية.

ومن المرجح أن الاستثمار الأجنبي غير المباشر يحسن من مستوى الإفصاح عن المعلومات والمعايير المحاسبية، وذلك من خلال الاستفادة من تجربة استخدام تلك المعايير في الأسواق الدولية ومعرفة كيفية تطبيقها.

كما يشير الاقتصاديون إلى أن الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة يمكن أن تكون مكتملة للادخار المحلي الذي يسمح بتحسين معدل الاستثمار من خلال توفير النقد الأجنبي، لذا فإن تحرير تدفقات رؤوس الأموال قد يؤدي إلى زيادة معدلات النمو الاقتصادي، فبالنسبة للدول النامية يعد الوصول إلى رأس المال الدولي في شكل تدفق استثمار غير مباشر عاملاً في تخفيض تكلفة تمويل المشروعات، مما يسمح للأفراد والشركات بتنفيذ المزيد من الاستثمارات، والتي تساهم في تنمية الموارد الحقيقية، التي تنعكس في المدى البعيد في ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي<sup>2</sup>.

فضلاً عن ذلك فإن الاستثمار الأجنبي غير المباشر يؤدي إلى تحقيق الانضباط والخبرة في أسواق الأوراق المالية المحلية، إذ أنه و في سوق أعمق وأوسع فإن المستثمرين لديهم حوافز أكبر لتخصيص وإنفاق الموارد المالية في البحث عن فرص الاستثمار الجديدة .

غير أنه يجب التحوط من الآثار الجانبية التي يمكن أن يحدثها الاستثمار الأجنبي غير المباشر على الاقتصاد المحلي، وتزداد تلك الآثار بزيادة الارتباط بين الأسواق المالية العالمية ، وزيادة حدة التقلبات التي تتعرض لها تلك الأسواق<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> يونس مفيد ذنون، العوامل المؤثرة في تطوير أسواق الأوراق المالية العربية، مجلة تنمية الرافدين، مجلد 30، العدد 92، جامعة الموصل، العراق، 2007، ص: 307.

<sup>2</sup> دانيالز جوزيف، فانموز ديفيد، اقتصاديات النقود والتمويل الدولي، دار المريخ للنشر، الرياض، السعودية، 2010، ص: 303.

<sup>3</sup> عماد محمد علي عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، ص ص : 145، 146.

### 3-1-7-3 المشاكل المرتبطة بتدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر

يرى البعض أن هناك بعض المشاكل المرتبطة بالاستثمارات الأجنبية غير المباشرة، خاصة إذا كانت تلك التدفقات قصيرة الأجل وشديدة التقلب، مما قد يؤدي إلى زعزعة استقرار الاقتصاد الكلي تتمثل أهمها فيما يلي:

#### 1) حالة زيادة تدفقات رؤوس الأموال الداخلة

عندما تتدفق الاستثمارات في المحفظة إلى الداخل بكميات كبيرة وبشكل مفاجئ فإنها تؤدي إلى:

- ✓ ارتفاع سعر العملة الوطنية نتيجة لزيادة الطلب عليها، الأمر الذي ينعكس سلبا على الصادرات ويزيد من الواردات مما يؤدي إلى حدوث عجز في الميزان التجاري.
- ✓ التوسع في حجم الأصول المالية المحلية وزيادة الطلب على السلع المحلية، مما قد يؤدي إلى زيادة في معدلات التضخم.
- ✓ وتبعاً لنظام سعر الصرف السائد فإن أسعار الفائدة المحلية سوف تتذبذب فتتخفف في حالة سعر الصرف الثابت أو ترتفع في حالة سعر الصرف الموعوم، مؤدية بذلك إلى تدهور القدرة التنافسية للدولة من خلال التأثير على التجارة.

#### 2) حالة الخروج المفاجئ لرؤوس الأموال الأجنبية

قد يتخذ المستثمرين الأجانب قراراً مفاجئاً بالخروج من الاستثمار، مما قد يسبب إحداث تقلب كبير في أسعار الصرف، أو ارتفاع أسعار الفائدة أو كليهما، ويرجع سبب الخروج المفاجئ لرؤوس الأموال إلى:

- ✓ إذا كانت التدفقات من نوع الأموال الساخنة فإنها قد تؤدي إلى خلق فجوة واسعة بين أسعار الفائدة الداخلية والخارجية، كأن يقوم البنك المركزي بخفض أسعار الفائدة المحلية بشكل يؤدي إلى خلق فجوة واسعة بين أسعار الفائدة الداخلية والخارجية؛
- ✓ حالة خروج بسبب صدمة سلبية كتطور سياسي غير متوقع، أو انخفاض في ثمن سلعة التصدير الأساسية، أو الزيادة في ثمن سلعة الاستيراد الرئيسية، أو التغيير في الضرائب التي تفرضها الدول على حيازة المستثمرين الأجانب للأصول المالية المحلية، والذي يؤثر سلباً في عوائد الأصول المالية؛
- وفي كلا الحالتين سيكون ذلك دافعاً للمستثمر الأجنبي لأن يحول أمواله إلى الخارج، وذلك ببيع الأوراق المالية المحلية التي يمتلكها، مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها مما يحدث انخفاضاً في المؤشر العام للبورصة.
- ✓ كما قد يشتري بعائدها عملة أجنبية فيؤدي إلى ضغوط على نظام سعر الصرف، يتبعها احتمال انخفاض سعر العملة المحلية، أو ارتفاع سعر الفائدة المحلية أو كليهما؛

وعند الخروج المفاجئ لتلك الاستثمارات فإنها تؤدي إلى انخفاض سعر صرف العملة الوطنية، وتدهور أسعار الأصول العقارية والمالية، معدلات الربح، وتزايد العجز في ميزان المدفوعات، وفقدان ثقة المستثمرين الأجانب في السوق المحلية.

### 3-8 مفاهيم أساسية حول النمو الاقتصادي

تتطلب عملية التنمية الاقتصادية في أي دولة رؤوس أموال مجمعة، حيث أنه من غير الممكن أن تتحقق معدلات التنمية في ظل غياب التكوينات الرأسمالية، و قد أكدت العديد من الدراسات الحديثة عن العلاقة التي تربط تطور سوق الأوراق المالية بمعدلات النمو الاقتصادي، ذلك أن أسواق الأوراق المالية تشكل حلقة اتصال بين الادخار والاستثمار، ويمكن أن تؤثر فاعلية الأسواق المالية وكفاءتها تأثيراً إيجابياً على حجم الاستثمار ونوعيته، ويعد ذلك محمداً هاماً للنمو الاقتصادي.

### 3-8-1 تعريف النمو الاقتصادي: هناك العديد من التعاريف الخاصة بالنمو الاقتصادي نذكر منها:

يعرف النمو الاقتصادي بأنه "الزيادة المستمرة في كمية السلع والخدمات المنتجة من طرف الفرد في اقتصاد معين"<sup>1</sup>.

وفي تعريف آخر فإن النمو الاقتصادي هو "الزيادة في الناتج القومي الحقيقي من فترة إلى أخرى، يعكس التغيرات الكمية في الطاقة الإنتاجية ومدى استغلال هذه الطاقة، فكلما ارتفعت نسبة استغلال الطاقة الإنتاجية المتاحة لجميع القطاعات ازدادت معدلات نمو الناتج القومي والعكس صحيح"<sup>2</sup>.

وفي تعريف ل M.Nouchi فإن النمو الاقتصادي هو "عبارة عن ظاهرة كمية تمثل الزيادة المستمرة في نصيب الفرد من الناتج الوطني"<sup>3</sup>.

كما يعرف بأنه "عملية تتضمن تغيرات عميقة تعمل على زيادة الطاقة الإنتاجية للاقتصاد الوطني زيادة مطردة ومستمرة، كما يعتبر النمو من المؤشرات الكمية لعملية التنمية الاقتصادية"<sup>4</sup>.

وفي تعريف آخر هو "حدوث زيادة في الناتج المحلي الإجمالي (GDP\*)، أو الدخل الوطني الإجمالي (GNP\*)، والذي يؤدي إلى زيادة مستمرة في متوسط نصيب الفرد من الدخل الحقيقي"<sup>1</sup>، ويتضمن هذا المفهوم ثلاث شروط أساسية وهي:

<sup>1</sup> J. Arrous, Les théories de la Croissance, éditions du seuil, Paris, France, 1999, p: 9.

<sup>2</sup> عبد الوهاب الأمين، مبادئ الاقتصاد الكلي، دار الحالة للنشر، عمان، الأردن، 2002، ص: 371.

<sup>3</sup> Maré Nouchi, Croissance-Histoire Economique, édition Hazan, Paris, 1990, p: 44.

<sup>4</sup> E. Schapiro, Macroeconomie Analysis, Harcourt Brance Jovanovich. Inc, New York, 1982, p: 429.

✓ أن زيادة الناتج المحلي الإجمالي يجب أن تكون مصحوبة بزيادة نصيب الفرد منه، والذي يتطلب أن تكون الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي أو الزيادة في الدخل الوطني الإجمالي يفوق معدل النمو السكاني، حيث غالبا ما يعوق هذا الأخير النمو الاقتصادي.

✓ يجب أن تكون الزيادة في دخل الفرد حقيقية وليست نقدية فقط، بمعنى أن تفوق الزيادة النقدية في الدخل الفردي الزيادة في المؤشر العام للأسعار (التضخم).

✓ يجب أن تكون الزيادة المحققة في الدخل الحقيقي الفردي أو في متوسط نصيب الفرد من الدخل الوطني الإجمالي مستمرة في الأجل الطويل، وليست آنية تزول بزوال مسبباته.

يرى بعض الاقتصاديين أن للزيادة في عدد السكان آثارا عكسية على النمو الاقتصادي، خاصة إذا كانت تلك الزيادة تفوق حجم الموارد، وإذا زاد الاستهلاك عن الادخار والاستيراد عن التصدير<sup>2</sup>، كما أن البعض منهم يرى أن التقدم الفني والتكنولوجي هو أساس النمو الاقتصادي إلى جانب الادخار ومخزون رأس المال (الاستثمار)، فالنمو لا يكمن في توفر الموارد الطبيعية بصفة كبيرة، بقدر ما هو حسن استخدام تلك الموارد والاستفادة من وفورات الحجم الكبير<sup>3</sup>.

إذن ومما سبق نستنتج أن النمو الاقتصادي هو ظاهرة كمية، تتمثل في زيادة الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي من فترة إلى أخرى عادة ما تكون السنة، يصاحبها زيادة في متوسط نصيب الفرد من تلك الزيادة. ومن سمات النمو الاقتصادي<sup>4</sup>:

- زيادة حجم الإنتاج مع زيادة الدخل الفردي خلال فترة زمنية مقارنة بفترة سابقة.
- حدوث تغيرات على مستوى التنظيم بهدف تسهيل ديناميكية العمل، وتداول عناصر الإنتاج بصورة أسهل، والبحث عن عناصر إنتاج أقل تكلفة وأكثر ربحية.

ويفرق الاقتصاديون في الأجل القصير والمتوسط بين الرواج Expansion الذي يعبر عن مرحلة نمو في الدورة الاقتصادية، بمعنى ارتفاع الإنتاج في الأجل القصير، وهي ظاهرة ظرفية تؤدي في الاتجاه المعاكس إلى الانكماش

<sup>1</sup> محمد عبد العزيز عجمية، إيمان عطية ناصف، التنمية الاقتصادية دراسات نظرية وتطبيقية، جامعة الإسكندرية، مصر، 2005، ص: 51.

\*GDP: Gross Domestic Product.

\*GNP: Gross National Product.

<sup>2</sup> إبراهيم الأخرس، التجربة الصينية الحديثة في النمو، ايتراك للنشر، القاهرة، مصر، ط 1، 2005، ص: 59.

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص: 61.

<sup>4</sup> جلال خشيب، النمو الاقتصادي، ص8، متاح على الموقع الالكتروني:

Récession حيث يعتبر نمو ولكن بوتيرة متناقصة (تراجع الإنتاج في الأجل القصير)، وبين الركود Dépression الذي يعني تراجع الإنتاج وبالتالي يصبح النمو الاقتصادي سالباً<sup>1</sup>.

كما يفرق الاقتصاديون بين النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية، فالتنمية الاقتصادية تمثل مجموعة من التحولات الاجتماعية، الثقافية، الديمغرافية، والتقنية المرافقة للنمو، فهي عملية ديناميكية متتابعة<sup>2</sup>.

وقد تتضمن بالإضافة إلى زيادة الإنتاج، وزيادة عناصر الإنتاج وكفاءتها إجراء تغييرات في هيكل الإنتاج، الأمر الذي يتطلب إعادة توزيع عناصر الإنتاج على مختلف القطاعات الاقتصادية<sup>3</sup>، وهو ما ذهب إليه W. Nafziger حيث يرى أن التنمية الاقتصادية تتطلب أن يصاحب النمو الاقتصادي تحسن في توزيع الدخل وتركيبه النشاط الاقتصادي<sup>4</sup>، والجدول التالي يبين أوجه الاختلاف بين النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية<sup>5</sup>:

جدول(3-3): أوجه الاختلاف بين النمو والتنمية الاقتصادية

النمو الاقتصادي	التنمية الاقتصادية
* يتم بدون اتخاذ أية قرارات من شأنها أحداث تغيير هيكلي للمجتمع.	* عملية مخططة تهدف إلى تغيير البنيان الهيكلي للمجتمع لتوفير حياة أفضل للأفراد.
* يركز على التغيير في الحجم أو الكم الذي يحصل عليه الفرد من السلع والخدمات.	* تهتم بنوعية السلع والخدمات.
* لا يهتم بشكل توزيع الدخل الحقيقي الكلي بين الأفراد.	* تهتم بزيادة متوسط الدخل الفردي الحقيقي خاصة بالنسبة للطبقة الفقيرة.
* لا يهتم بمصدر زيادة الدخل القومي.	* تهتم بمصدر زيادة الدخل القومي وبتنوعه.

المصدر: جلال خشيب، النمو الاقتصادي، ص:7، متاح على الموقع الإلكتروني: www.alukah.net

وما تجدر الإشارة إليه أن الاختلاف في معدلات النمو الاقتصادي بين الدول لا يعتبر مقياساً للتقدم أو التخلف، ذلك أن مستويات النمو في الاقتصادات المتقدمة منخفضة مقارنة بالاقتصادات الصاعدة والنامية، وذلك لاقترابها من حالة التشغيل الكامل، كما أن النمو الاقتصادي متغير كمي يقيس التغير في حجم الناتج القومي بغض النظر عن كونه يلبى الاحتياجات العامة أم لا.

<sup>1</sup> بحثاش راضية، مصادر النمو الاقتصادي ودور السياسات الاقتصادية في تفعيله - حالة الجزائر - خلال الفترة (1970 - 2010)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2015، ص: 25.

<sup>2</sup> محمد عبد العزيز عجمية، محمد علي الليثي، التنمية الاقتصادية، مفهوماً، نظرياتها، سياساتها، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، 2003، ص: 63.

<sup>3</sup> جلال خشيب، مرجع سبق ذكره، ص: 6.

<sup>4</sup> W. Nafziger, **Economic Development**, 4<sup>th</sup> edition, Cambridge University press, U. S. A, 2006, p: 15.

<sup>5</sup> جلال خشيب، مرجع سبق ذكره، ص: 7.

كما يفرق الاقتصاديون بين النمو والتطور الاقتصادي، حيث يدل التطور الاقتصادي على التغيير وغالبا ما يستعمل للدلالة على الحالة الاقتصادية لبلد ما أو لقطاع ما، فالتطور الاقتصادي أو الصناعي لبلد ما خلال فترة معينة لا يعني نمواً إذ أنه يمكن أن يكون هناك تطورا في المجال الصناعي ولكن بوتيرة أقل من معدل نمو السكان، كما أنه لا يعني تنمية إذ أنه يمكن أن يكون هناك تطور اقتصادي دون أن يصاحبه تغييرات هيكلية تضمن استمرارية وانتظام التطور<sup>1</sup>.

### 3-8-2 محددات النمو الاقتصادي

هناك عدة عوامل محددة للنمو الاقتصادي، اختلف الباحثون حول أهمية كل عنصر من هذه العناصر في تحديد النمو، ولكن عموما يعتبر رأس المال البشري والمادي والتطور التقني من أهمها<sup>2</sup>:

(1) **العمل**: يمثل مجموع القدرات الفيزيائية التي يمكن للإنسان استخدامها في إنتاج السلع والخدمات، وترتبط إنتاجية عنصر العمل برأس المال البشري، الذي يمثل مخزون المعارف والمؤهلات التي تساعد على رفع الإنتاج في ظل ثبات حجم رأس المال المادي المستعمل.

(2) **رأس المال**: يعتبر رأس المال من حيث مدى توفره ومعدل تراكمه من المحددات الأساسية للطاقت الإنتاجية ولمعدلات تغيرها، ويعرف تراكم رأس المال بأنه "العملية الإضافية إلى صافي احتياطي رأس المال المادي للاقتصاد لتحقيق ناتج إجمالي أكبر"، ويعتبر التراكم الرأسمالي السبب الرئيسي في ضرورة أن تخصص الموارد الاقتصادية بين جانبي الإنتاج والاستهلاك، لأن توجيهها للاستهلاك بنسبة معتبرة يحد من مخزون رأس المال الذي يسمح باستمرارية النشاط الاقتصادي، وعليه فالاستثمار في التكوين الرأسمالي يعزز من الإمكانيات الإنتاجية للاقتصاد، وتكون بدايته اقتطاع المجتمع لجزء من دخله وادخاره، ومن ثم تحويل هذه المدخرات إلى استثمارات تساعد في زيادة الناتج المحلي الإجمالي.

(3) **التطور التقني**: يسمح التقدم التقني بالاستخدام الأمثل لعوامل الإنتاج، مما يؤدي إلى ارتفاع الناتج وتحقيق النمو الاقتصادي، ويعود إسهام العامل التكنولوجي في حجم الناتج من خلال ما يسمى بالإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج، وهو حجم الناتج المتبقي الذي لا يفسره لا عنصر العمل ولا عنصر رأس المال، فالابتكارات العلمية الحديثة والاستثمار في رفع الكفاءة الإنتاجية لرأس المال البشري، يسمح بالنمو المتواصل للطاقة الإنتاجية للاقتصاد، وفي زيادة نصيب الفرد من الإنتاج الكلي، حتى في ظل بقاء حجم التكوين الرأسمالي أو التعداد السكاني ثابتا.

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص: 8.

<sup>2</sup> R. Torres & J. Martin, Mesure de la croissance potentielle dans les sept grands pays de l'OCDE, revue économique de l'OCDE, n°14, 1990, p: 5.

ويعتبر التطور التقني عاملا خارجيا في نظرية الإنتاج وفق نماذج النمو التقليدية، في حين يعتبر متغيرا داخليا في نماذج النمو الداخلي، كما يعتبر من أبرز العوامل المفسرة لاختلاف معدلات النمو الاقتصادي بين الدول، لمساهمة في الرفع من الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج التي ترتبط عكسيا مع العمر الإنتاجي لرأس المال.

إذن ومن خلال ما سبق فإن النمو الاقتصادي يرتبط بتراكم عوامل الإنتاج، ممثلة في العمل ورأس المال والتطور التكنولوجي، فمستوى الإنتاج المحقق في اقتصاد ما هو إلا انعكاس لعوامل الإنتاج المستخدمة في ذلك. كما قسم (1990) Mc Connell العوامل والأسباب التي تؤدي إلى النمو الاقتصادي إلى<sup>1</sup>:

✓ عوامل مرتبطة بجانب العرض: وتشمل ما يلي:

- كمية ونوعية الموارد الطبيعية.
- كمية ونوعية الموارد البشرية.
- المتوفر من السلع الرأسمالية.
- التكنولوجيا.

حيث كلما زادت كمية ونوعية الموارد الطبيعية واليد العاملة المؤهلة، بالإضافة إلى توفر قدر كافي من عرض الموارد المالية ممثلا في الادخار وتكنولوجيا متطورة، أدى ذلك إلى مزيد من الإنتاج الحقيقي وبالتالي إلى زيادة مستوى النمو الاقتصادي.

✓ عوامل مرتبطة بجانب الطلب: وتشمل عاملين أساسيين هما:

✓ تزايد الطلب الكلي: حيث أن ارتفاع الطلب الكلي يؤدي إلى التوظيف الكامل لعناصر الإنتاج، مما يؤدي إلى زيادة حجم الناتج الوطني.

✓ الاستخدام الأفضل للموارد: كما أن الاستخدام الكامل للموارد غير كافي لتحقيق الزيادة في الإنتاج، ما لم يرافقه تخصيص أمثل لتلك الموارد، وذلك بتوجيهها بطرق تسمح بتحقيق مستويات أكبر في الإنتاج.

<sup>1</sup> شكوري سيدي محمد، التحرير المالي وأثره على النمو الاقتصادي- دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة تلمسان، الجزائر، 2006، ص: 23.

### 3-8-3 مقياس النمو الاقتصادي

قياس النمو الاقتصادي ما هو إلا قياس كلي لزيادة السلع والخدمات المنتجة في فترة معينة مقارنة بفترة سابقة، ويتم ذلك باستخدام أحد المقاييس التالية:

#### 3-8-3-1 الناتج الوطني الخام بالأسعار الجارية (GNP)

يعرف بأنه القيمة النقدية السوقية لمجموع السلع والخدمات المنتجة خلال فترة معينة عادة السنة، من طرف عوامل الإنتاج ذات الجنسية الوطنية سواء الموجودة في الاقتصاد المحلي أو الموجودة في الخارج، يحسب وفق الصيغة التالية<sup>1</sup>:

$$\text{الناتج الوطني الخام GNP} = \text{الناتج المحلي الخام GDP} + \text{مستحقات عوامل الإنتاج الوطنية في الخارج} - \text{مستحقات عوامل الإنتاج الأجنبية في الداخل.}$$

يعرف الناتج المحلي الإجمالي بأنه "القيمة السوقية لجميع السلع والخدمات النهائية ضمن بلد معين في فترة زمنية معينة"<sup>2</sup>، ويقصد بالسلع والخدمات النهائية تلك التي تذهب للمستهلك النهائي، وليس منتجا وسيطا يدخل في إنتاج سلع وخدمات أخرى.

حيث يتم حساب القيمة السوقية لجميع السلع والخدمات المنتجة من قبل الأشخاص المقيمين في بلد معين سواء كانوا طبيعيين أم معنويين، وسواء كانوا مواطنين أصليين أم لا، فلا تحتسب قيمة السلع والخدمات المنتجة من قبل المواطنين المقيمين خارج حدود البلد<sup>3</sup>.

ويُقاس النمو الاقتصادي من خلال التغيرات السنوية التي تطرأ على الناتج المحلي الإجمالي، فالنمو السريع في الناتج المحلي الإجمالي يعكس نمواً مماثلاً في النشاط الاقتصادي، ويعكس قدرة الشركات على زيادة المبيعات والأرباح<sup>4</sup>. ومن أهم طرق تقدير الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية ما يلي:

<sup>1</sup> بحاء الدين طويل، دور السياسة المالية في تحقيق النمو الاقتصادي المستديم، دراسة حالة الجزائر 1990-2010، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة باتنة، الجزائر، 2016، ص: 97.

<sup>2</sup> B. Robin, P. Michael, **Fondations of Macroeconomics**, 4<sup>th</sup> edition, Pearson Education, Inc, U. S. A, 2009, p: 114.

<sup>3</sup> محمد نداء، الاقتصاد الكلي، مكتبة المجمع العربي، عمان، الأردن، 2006، ص: 14.

<sup>4</sup> B. Tucker, **Macroeconomics for Today's World**, 6<sup>th</sup> edition Southwestern, Cengage learning, U. S. A , 2010, p:152.

1) طريقة القيمة المضافة: تعرف بأنها "قيمة ما يضيفه القطاع أو المنتج عند إنتاج سلعة معينة من القطاعات الأخرى<sup>1</sup>، وتقدر القيمة المضافة حسابيا كما يلي<sup>2</sup>:

$$\text{القيمة المضافة لمنتج ما} = \text{قيمة المنتج النهائي} - \text{قيمة المنتجات الوسيطة}$$

حيث:

المنتجات النهائية: تمثل المنتجات الموجهة للاستهلاك النهائي من طرف العائلات أو المؤسسات.

المنتجات الوسيطة: تمثل المنتجات المستهلكة عند استخدامها في عملية الإنتاج.

وعليه فإنه وفق طريقة القيمة المضافة، فإن الناتج المحلي الخام يحسب وفق الصيغة التالية<sup>3</sup>:

$$\text{الناتج المحلي الإجمالي} = \text{مجموع القيم المضافة لجميع قطاعات الاقتصاد المحلي}$$

بمعنى أن الناتج المحلي الإجمالي هو إجمالي القيمة المضافة لكل السلع والخدمات في الاقتصاد المحلي.

2) طريقة الدخل: يقيس الناتج المحلي الخام الاسمي ( $GDP_N$ ) إجمالي الدخل المحصل عليه في الاقتصاد المحلي،

حيث يعبر عن إجمالي دخول عوامل الإنتاج في الاقتصاد المحلي، يحسب وفق الصيغة التالية<sup>4</sup>:

$$\text{الناتج المحلي الإجمالي الاسمي } GDP_N = \text{الدخل الوطني} + \text{الضرائب غير المباشرة} + \text{إهلاك رأس المال الثابت} - \text{صافي دخل عوامل الإنتاج}$$

مع العلم أن:

$$\text{الدخل الوطني} = \text{مجموع الأجور} + \text{مجموع الفوائد} + \text{مجموع الأرباح} + \text{مجموع الربوع}$$

كما يتم حساب متوسط نصيب الفرد من الدخل وهو أكثر المعايير استخداما من قبل الاقتصاديين، غير أن قياسه يواجهه صعوبات ومشاكل في البلدان النامية، مما يجعل مقارنة المجتمعات غير دقيقة لاختلاف طرق القياس والتقدير، فمنها ما يعتمد في حسابه على إجمالي السكان، ومنها ما يأخذ بعين الاعتبار السكان العاملين فقط، فالأولى

<sup>1</sup> حربي موسى عريفات، مبادئ الاقتصاد، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ط 1، 2006، ص: 60.

<sup>2</sup> تومي صالح، مبادئ تحليل الاقتصاد الكلي، الطبعة الثانية، دار أسامة للنشر، بدون بلد النشر، 2009، ص: 34.

<sup>3</sup> S. Fischer, Modern Approaches to Central Banking, NBER Working Paper Series, No. 5068, March 1995, p: 58.

<sup>4</sup> عبد الوهاب الأمين، مرجع سبق ذكره، ص: 78.

مفيدة من ناحية الاستهلاك والثانية مفيدة من نواحي الإنتاج، غير أن أغلب الاقتصاديين يرون في معيار متوسط نصيب الفرد من الدخل، ذلك أن الهدف النهائي للتنمية هو رفع مستويات المعيشة والرفاهية .  
ويعمل الاقتصاديون للأخذ بمقياس الدخل الحقيقي للفرد بدلا من التغير في الدخل الوطني الخام للتعبير عن معدل النمو الاقتصادي، والذي يحسب وفق الصيغة التالية :

$$\text{الدخل الحقيقي للفرد} = \frac{\text{الدخل الوطني الحقيقي}}{\text{عدد السكان}}$$

يعكس هذا المؤشر مستوى المعيشة، ويتطلب تحليل النمو الاقتصادي بالنسبة للفرد مراعاة التغيرات التي تطرأ على عدد السكان، فإذا تزايد السكان بمعدل يزيد عن معدل نمو الإنتاج، فلا يمكن الحصول على تحسن في متوسط مستوى الرفاه المادي بالنسبة للفرد.

كما يعبر عن معدل النمو الاقتصادي بالعلاقة التالية<sup>1</sup>:

$$\text{معدل النمو الاقتصادي} = \frac{\text{الدخل الحقيقي للفرد للفترة } T - \text{الدخل الحقيقي للفرد للفترة } (T-1)}{\text{الدخل الحقيقي للفرد للفترة } (T-1)}$$

(3) طريقة الإنفاق : يحسب الناتج المحلي الإجمالي وفق العلاقة التالية<sup>2</sup>:

$$Y = C + I + G + (X - M)$$

حيث :

Y: الدخل الوطني.

C: إنفاق القطاع العائلي (الاستهلاك).

I: إنفاق قطاع الأعمال (الاستثمار الخاص).

G: إنفاق القطاع الحكومي.

(X-M): إنفاق القطاع الخارجي.

<sup>1</sup> محمد عبد العزيز عجمية، محمد علي الليثي، مرجع سبق ذكره، ص: 65.

<sup>2</sup> هوشيار معروف، تحليل الاقتصاد الكلي، دار صفاء للنشر، عمان، الأردن، 2005، ص: 84.

لكن ما يعاب على هذا المقياس أنه في كثير من الأحيان تكون الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية (الاسمي) ناتج عن ارتفاع الأسعار، وبالتالي لا يصلح هذا المؤشر كمقياس للنمو الاقتصادي في الأمد المتوسط والطويل، حيث<sup>1</sup>:

$$GDP_N = \sum (Q_i \cdot P_i)$$

$$\Delta GDP_N = \sum (\Delta Q_i \cdot \Delta P_i)$$

وعلى هذا الأساس فإن الناتج المحلي الإجمالي ( $GDP_N$ ) يزداد مع:

- ارتفاع كمية السلع والخدمات المنتجة.
- ارتفاع الأسعار الخاصة بهذه السلع والخدمات.
- التغيير في الكمية والأسعار معا.

وبما أن الزيادة في الأسعار لا تعبر عن الزيادة الحقيقية أو المستوى الحقيقي للأنشطة الاقتصادية، فلا بد من استبعاد الزيادات السعرية عن التغيرات الحقيقية في الكميات المنتجة.

إن استبعاد أثر ارتفاع الأسعار من الناتج الإجمالي تسمح بمقارنة الناتج المحلي الإجمالي الاسمي ( $GDP_N$ ) مع الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ( $GDP_R$ )، حيث أن الناتج الإجمالي الاسمي يمثل كمية السلع والخدمات النهائية المقيمة بالأسعار الجارية السائدة في الاقتصاد، أما الناتج الإجمالي الحقيقي فيمثل كمية السلع والخدمات المنتجة خلال السنة مقيما بالأسعار الثابتة.

### 3-8-3-2 الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة $GDP_R$

يعتبر الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية غير دقيق في التعبير عن النمو الاقتصادي حيث يعمل على تضخيمه، لذلك يتم استخدام الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة (استبعاد أثر التضخم) استنادا إلى الأرقام القياسية للأسعار، وذلك عند قياس معدل النمو الاقتصادي لفترة طويلة الأجل<sup>2</sup>، يحسب كالتالي:

$$GDP_R = \sum_i^n P_i^{base} * Q_i^t$$

<sup>1</sup> Olivier Cardin, **Macroéconomie**, Université Panthéon-Assas, Paris, France, 2013, p: 12.

<sup>2</sup> محمد مدحت مصطفى، سهير عبد الظاهر احمد، النماذج الرياضية للتخطيط والتنمية الاقتصادية، مكتبة الإشعاع للنشر، الإسكندرية، مصر، 1998، ص: 118.

كذلك فإن الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة يمثل حاصل قسمة الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية على مخفض الناتج المحلي الإجمالي وفق العلاقة التالية:<sup>1</sup>

$$GDP_R = \frac{GDP_N}{df_{GDP}}$$

حيث المخفض الضمني لأسعار الناتج المحلي الإجمالي عبارة عن رقم قياسي، يستخدم معدل التغيير في أسعار جميع السلع والخدمات الداخلة في حساب الناتج المحلي الإجمالي، لذلك فهو مقياس عام لمعدلات التضخم في السنة الواحدة، يحتسب كالآتي:

$$df_{GDP} = \frac{\sum_i^n P_i^t * Q_i^t}{\sum_i^n P_i^{base} * Q_i^t}$$

حيث:

$\sum_i^n P_i^t * Q_i^t$  : القيمة السوقية لكميات معينة من السلع والخدمات في سنة معينة.

$\sum_i^n P_i^{base} * Q_i^t$  : القيمة السوقية لتلك السلع والخدمات في سنة الأساس.

كما يمكن كتابة علاقة معدل النمو الاقتصادي الاسمي بمعدل النمو الحقيقي كما يلي:

$$\text{معدل النمو الاقتصادي الحقيقي} = \text{معدل النمو الاقتصادي الاسمي} - \text{معدل التضخم}$$

### 3-9 جوانب ارتباط سوق الأوراق المالية بالنظرية الكلاسيكية و الكنزوية

هناك بعض جوانب ارتباط سوق الأوراق المالية بالنظريتين الكلاسيكية و الكنزوية، نوضحها على النحو التالي:

#### 3-9-1 جوانب ارتباط سوق الأوراق المالية بالنظرية الكلاسيكية

كان الكلاسيك يعتبرون أن سوقي المنافسة الكاملة والاحتكار هما الأدوات التحليلية التقليدية في دراسة السوق، على أساس أنهما يمثلان نقيضين لنماذج السوق، التي يمكن على أساسها دراسة كيفية تحديد السعر<sup>2</sup>، وقد اعتبر الكلاسيك أن نظام المنافسة الكاملة هو النظام القادر على إقامة التوازن الاقتصادي وتحقيق المصالح الخاصة.

<sup>1</sup> O. Cardi, op.cit , p :12.

<sup>2</sup> حمدية زهران، النظرية الاقتصادية، مكتبة عين شمس، القاهرة، مصر، 2001، ص: 287.

وعلى هذا الأساس تعتبر سوق الأوراق المالية أقرب الأسواق إلى المنافسة الكاملة، كما تحقق قانون العرض والطلب عند توفر الشروط التالية<sup>1</sup>:

✓ **اتصال البائعين بالمشتريين مباشرة أو بواسطة الوسطاء الماليين:** تضمن البورصة التقاء جميع عروض البيع بعروض الشراء في أي لحظة، حيث تؤدي المساومة العلنية إلى إحداث السعر الذي يصبح المقياس الصحيح للسائد في سوء الأوراق المالية.

✓ **حرية المساومة في تحديد السعر:** في سوق الأوراق المالية يعلن المشتري رغبته في شراء ورقة مالية معينة، كما يعلن البائع أنه على استعداد لبيعها عند سعر معين، فإذا تقابل السعرين نفذت الصفقة، أما إذا لم يتوافق السعرين أجلت الصفقة إلى أن يعدل كل عميل السعر الذي حدده، أو تنهياً فرصة أخرى لوجود طرف آخر يقبل التعاقد بالثمن المحدد من طرف العميل، أما إذا لم يكن الثمن محدد من طرف العميل، فإن السمسار الطالب يحدد الطلب بثمان أعلى والسمسار العارض بثمان أدنى، على أن يوجد من يقبل الصفقة فيتم تنفيذها.

✓ **توافر العلانية الكاملة:** حيث يتم الإعلان عن العرض والطلب في سوق الأوراق المالية عن طريق المناذرة، كما يدون على لوحات مخصصة لهذا الغرض متى أراد العارض أو الطالب ذلك، كما أن الصفقات تعقد علانية حيث يدون سعرها في الجدول الرسمي للأسعار.

✓ **التعامل في وحدات متجانسة:** يتم التعامل في سوق الأوراق المالية على كميات كبيرة من الأدوات المالية موحدة النوع، حيث بإمكان إحلال أية واحدة منها محل الأخرى بلا تمييز، ويعتبر توحيد نوع الأوراق المالية شرطاً أساسياً للوصول إلى وحدة السعر في أية لحظة، كما أن وفرة الأوراق المالية المعدة للتعامل يعتبر شرطاً أساسياً لنشاط العرض والطلب.

### 3-9-2 جوانب ارتباط سوق الأوراق المالية بالنظرية الكينزية

✓ **أسعار الأوراق المالية والاستثمار:** أعطى J. Keynes أهمية كبيرة لمستوى الأسعار في سوق الأوراق المالية كمحدد لمستوى الاستثمار، لأنها تعطي حكماً وتقديراً قائماً على أساس الظروف حول العوائد المتوقعة على الأصول المنتجة التي تملكها الشركات، حتى ولو كان المستثمر الجديد لا يقبل تقديرات السوق فإنه يستطيع عندما تكون الأسعار في سوق الأوراق المالية منخفضة الحصول على الأصول المنتجة، بواسطة شراء أسهم شركات معينة للسيطرة عليها بدلاً من شراء أصول جديدة، وأنه يستطيع إذا كانت الأسعار في سوق الأوراق المالية مرتفعة أن

<sup>1</sup> يسرى جرجس بسطا، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية بمصر، أطروحة دكتوراه، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، القاهرة، مصر، 1997، ص: 52-55.

يقوم بالاستثمار مباشرة في الأصول العينية بدلا من الشراء في سوق الأوراق المالية، وعلى هذا الأساس فإن الأسعار في سوق الأوراق المالية تؤثر في الاستثمار<sup>1</sup>.

✓ **أسعار الأوراق المالية ودافع المضاربة:** خلص J. Keynes إلى أن تفضيل السيولة من أجل المضاربة يرتبط

أساسا بمعامل عدم التأكد، وتوقع حدوث تغيرات في أسعار الأوراق المالية وأسعار الفائدة.

فعندما يسود توقع بأن أسعار الأوراق المالية خصوصا السندات سوف ترتفع، فإن الأفراد سيفضلون شراءها فورا وبسعرها الحالي، مستخدمين في ذلك ما يجوزتهم من سيولة نقدية، وذلك حتى يمكنهم بيع هذه الأوراق مستقبلا بسعر مرتفع محققين بذلك أرباحا، وهو ما يعرف بحالة المضاربة على الصعود.

أما الحالة العكسية وعندما يسود توقع بانخفاض أسعار الأوراق المالية خصوصا السندات، فهذا يعني تفضيل الأفراد للاحتفاظ بالسيولة وتصفية مراكزهم المالية، حيث يمكن استخدام هذه السيولة في المضاربة مستقبلا، وهو ما يعرف بحالة المضاربة على الهبوط.

وبناء على ما سبق فإن توقع ارتفاع أسعار الأوراق المالية يدفع الأفراد إلى تفضيل السيولة، وذلك من خلال توقعات أسعار الفائدة، حيث أن انخفاضها يعني ارتفاع أسعار السندات وارتفاعها يعني انخفاضها.

### 3-10 أثر بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية

يمثل أداء الشركات المتداولة في سوق الأوراق المالية الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي للدولة، ويختلف تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية باختلاف الدول، فمنها ما يؤثر إيجابا ومنها ما يؤثر سلبا. ومن بين أهم المتغيرات الاقتصادية المؤثرة في أداء سوق الأوراق المالية نذكر ما يلي:

### 3-10-1 الناتج المحلي الإجمالي (GDP): يتأثر الناتج المحلي الإجمالي بأسعار الفائدة ارتفاعا وانخفاضاً،

حيث يؤدي انخفاض سعر الفائدة إلى زيادة الطلب على الاستثمار، وهو ما يؤدي بدوره إلى زيادة النمو الاقتصادي من خلال مضاعف الاستثمار، مؤديا بذلك إلى زيادة الناتج القومي، الذي ينعكس بدوره على زيادة الطلب على الأدوات الاستثمارية ومنها الأسهم، مما يرفع أسعارها ويحسن عوائدها ويزيد من حجم تداولها<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص: 55-58

<sup>2</sup> الخطيب فوزي، منذر الشرع، سوق عمان للأوراق المالية ومدى استجابتها للمتغيرات الاقتصادية دراسة قياسية، مجلة أبحاث اليرموك، سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، 10، 1994، ص: 371-390.

كما أن زيادة الناتج المحلي الإجمالي يؤدي إلى زيادة مستوى الدخل الفردي، مما يرفع من مستوى الادخار وبالتالي يزيد الاستثمار في سوق الأوراق المالية مؤديا بذلك إلى زيادة القيمة السوقية، كما أن تحقيق نمو اقتصادي يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل، مما يؤدي إلى زيادة حركة التعامل في الأسهم والسندات وبالتالي ترتفع أسعارها<sup>1</sup>.

علاوة على ذلك فإن زيادة النمو الاقتصادي لبلد ما نتيجة لزيادة إيرادات القطاعات المكونة له يساهم في تطوره، كما أن لحالي الرواج والانكماش في الاقتصاد أثرهما على نشاط السوق، حيث على أساسها يتخذ المستثمرين قراراتهم، كما أن مديري المحافظ المالية يعتمدون على حالة الاقتصاد (رواج أو كساد) في اتخاذ قرارات إحلال الأدوات المالية المكونة للمحفظة المالية.

وعلى الجانب الآخر فقد تساهم إحدى القطاعات الاقتصادية في زيادة معدل النمو الاقتصادي، مما يؤدي إلى زيادة التعامل في الشركات التابعة لها، وبالتالي فإن تحليل مكونات الناتج المحلي الإجمالي، يمكن المستثمرين من اتخاذ قرارات الاستثمارية المناسبة بمعرفتهم القطاعات الأكثر ربحية.

وبدراسة الناتج المحلي الإجمالي حاول الاقتصاديون التنبؤ باتجاه السوق، فكانت النتيجة أن سوق الأوراق المالية تتجه إلى الصعود في حالة الرواج الاقتصادي والهبوط في فترات الانكماش، وبالتالي فإن تحليل الناتج المحلي الإجمالي يساعد المستثمرين في اختيار الأوراق المالية المناسبة وفي الوقت المناسب.

كما أثبتت الدراسات أن هناك علاقة إيجابية بين معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي وعوائد الأسهم، فالإقتصاد النشط يولد أرباحا جيدة للشركات، مما يزيد من العوائد المتوقعة على الاستثمار في الأسهم، غير أن الزيادة المتسارعة بشكل كبير في نمو الإقتصاد، يرافقه ارتفاع في الأسعار وارتفاع في معدلات الفائدة، مما يؤدي إلى آثار سلبية على عوائد الأسهم<sup>2</sup>.

**3-10-2 معدل الفائدة:** يمثل معدل الفائدة تكلفة الفرصة البديلة، التي يمكن أن يحصل عليها المستثمر، مقابل إيداع أمواله بدلا من استثمارها في سوق الأوراق المالية، تساهم أسعار الفائدة المرتفعة في تشجيع الادخار، إلا أنها في نفس الوقت تؤدي إلى زيادة تكلفة الاستثمار، وبالتالي فإن تحرك أسعار الفائدة ارتفاعا وانخفاضاً يتحدد بناء على حجم المطلوب من القروض مقارنة بحجم المعروض من المدخرات، وتميل أسعار الأسهم إلى التحرك في اتجاه معاكس لحركة أسعار الفائدة طويلة الأجل، كما أن الارتفاع في أسعار الفائدة يخفض من أسعار السندات، مع العلم أن درجة تأثير

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سبق ذكره، ص: 297.

<sup>2</sup> B. Bernard, The Secrets of Economics Indicators, 3<sup>rd</sup> edition, Pearson Education, Inc, Upper Saddle River, New Jersey, 2013.

أسعار الفائدة يختلف باختلاف الفترة الزمنية، فالسندات التي يكون موعد استحقاقها طويل الأجل تتأثر أكثر بالتغيرات في أسعار الفائدة من السندات ذات آجال الاستحقاق أقل<sup>1</sup>.

وللسياسة النقدية الانكماشية دورا في ارتفاع أسعار الفائدة، وبالتالي تشجيع المدخرين على نقل بعض مدخراتهم من الأسهم إلى السندات وأذونات الخزينة منخفضة المخاطر مما يدفع بأسعار الأسهم إلى الانخفاض، وعليه فإن الانخفاض في أسعار الأسهم قد يكون أحد أعراض سياسة نقدية انكماشية<sup>2</sup>، كما يؤدي اتساع هامش أسعار الفائدة إلى انخفاض العائد على الادخار وارتفاع تكلفة الاستثمار، وبالتالي ينتج عنه انخفاض في حجم كل من الادخار والاستثمار<sup>3</sup>.

وعلى الجانب الآخر يتحدد الأثر الإيجابي لسعر الفائدة على أداء سوق الأوراق المالية، ذلك أن المستثمر في الأوراق المالية قد يقوم بالاقتراض من البنوك واستخدام الحصيلة في شراء الأوراق المالية، خاصة عندما تكون عوائدها أكبر من معدل الفائدة<sup>4</sup>.

**3-10-3 معدل التضخم:** عبارة عن مؤشر يقيس التغير في أسعار السلع الاستهلاكية خلال مدة زمنية معينة، ويعتبر كدليل لتكلفة المعيشة وذلك لربط التضخم بالدخول الحقيقية للمستهلكين<sup>5</sup>، ويتم الاستدلال على وجود استقرار اقتصادي أو عدمه باحتساب معدل النمو في الرقم القياسي للأسعار، فإذا كان معدل النمو فيه أقرب للصفر دل ذلك على وجود استقرار اقتصادي، أما إذا ابتعد عن الصفر فإن ذلك دليل على ارتفاع المستوى العام للأسعار إذا كان موجبا، وعلى انخفاض الأسعار في حالة القيم السالبة.

ويقاس التضخم عادة من خلال عدة مؤشرات منها:

**(1) الرقم القياسي لأسعار المستهلك:** يشير الرقم القياسي لأسعار المستهلك أو مؤشر أسعار المستهلكين (Consumer Price Index)، الذي يرمز له اختصارا بـ (CPI) إلى التكلفة في الفترة الحالية لسلة الأسعار الأساسية، نسبة إلى تكلفة نفس السلة في سنة ثابتة تسمى سنة الأساس.

ويتم احتساب الرقم القياسي لأسعار المستهلك بعدة طرق، نذكر منها ما يلي<sup>6</sup>:

<sup>1</sup> قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة للنشر، عمان، الأردن، 2010، ص: 63.

<sup>2</sup> J. Robert, Macro Economics, Harris Coilins Publishers, U. S. A, 1990, p: 575.

<sup>3</sup> P. Demetriades, Financial Markets & Economic Development, Eces Working Paper n° 27, 1998, p: 6.

<sup>4</sup> دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 237 ، 238.

<sup>5</sup> W. Boyes, J. William, Macreeconomics: The Dynamics of Theory and Policy, South-Western Publishing, Cincinnati, U.S.A, 1984, p : 519.

<sup>6</sup> اعتمادا على المراجع التالية:

✓ الرقم القياسي البسيط: يحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{الرقم القياسي البسيط} = \left[ \frac{\text{مجموع أسعار سنة المقارنة}}{\text{مجموع أسعار سنة الأساس}} \right] \times 100$$

✓ الرقم القياسي المرجح: يحسب وفق العلاقة التالية

$$\text{الرقم القياسي المرجح} = 100 \times \frac{\text{مجموع أسعار السلع والخدمات في سنة المقارنة}}{\text{مجموع أسعار السلع والخدمات في سنة الأساس}}$$

(2) الرقم القياسي العام لأسعار المستهلك: يستخدم في حسابه الإنفاق الاستهلاكي الكلي مقيما بالأسعار الجارية، يحسب وفق المعادلة التالية:

$$\text{الرقم القياسي العام} = \left[ \frac{\text{الإنفاق الاستهلاكي الاسمي}}{\text{الإنفاق الاستهلاكي الحقيقي}} \right] \times 100$$

وباستخراج الرقم القياسي لأسعار المستهلك، يمكن حساب معدل التضخم وفق المعادلة التالية:

$$100 \times \frac{\text{الرقم القياسي لأسعار المستهلك لسنة ما} - \text{الرقم القياسي لأسعار المستهلك لسنة سابقة}}{\text{الرقم القياسي لأسعار المستهلك لسنة سابقة}}$$

كما يمكن قياس معدل التضخم من خلال مؤشر أسعار المنتجين (Producer Price Index)، والذي يرمز له اختصارا بـ (PPI) الذي يعبر عن تكلفة السلع النهائية بالنسبة للمنتجين قبل دخولها للأسواق، من خلال تكاليف سلة سلع أساسية أو قياسية<sup>1</sup>.

(3) **المخفض الضمني للناتج المحلي الإجمالي**: يقصد بالمخفض الضمني للناتج الرقم الذي يعبر عن العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية لسنة معينة، على الناتج المحلي الإجمالي بأسعار الأساس (الأسعار الثابتة) لنفس السنة ؛

عبد اللطيف شومان، مقدمة في الإحصاء التطبيقي، دار الجنان للنشر، عمان، الأردن، 2009، ص: 133.

نزار سعد الدين العيسى، الاقتصاد الكلي، دار جدار للكتاب العالمي، عمان، الأردن، 2007، ص: 320.

<sup>1</sup> R. Frank & S. Bernanke, Principles of Economics, 3<sup>rd</sup> edition, McGraw-Hill/Irwin, New York, 2007, p: 524.

فإذا كان النمو في الرقم القياسي الضمني (المخفض الضمني) للنتائج المحلي الإجمالي موجبا أو سالبا وأقرب إلى الصفر، فإن ذلك يدل على وجود استقرار اقتصادي، أما إذا ابتعدت قيمة النمو الموجبة عن الصفر، فإن ذلك يدل على الارتفاع في المستوى العام للأسعار، والعكس بالنسبة للقيم السالبة<sup>1</sup>.

وعند اتخاذ المستثمر لقراره الاستثماري لا بد أن تكون حسابات التكلفة والعائد على أساس الأرقام الحقيقية وليست الاسمية، ولذلك عندما تتغير الأسعار بمعدلات عالية، لا تعتبر البيانات الاسمية للعوائد المتولدة عن الاستثمارات، مؤشرا جيدا للحكم على الأداء، ذلك أن العائد يفقد جزءا من قيمته نتيجة الانخفاض في القوة الشرائية خلال فترة الاستثمار، تبعا لمعدل التضخم السائد خلال تلك الفترة.

وتأخذ طبيعة العلاقة بين أسعار الأسهم والرقم القياسي شكلا إيجابيا أو سلبيا، فارتفاع معدل التضخم يترك أثرا عكسيا على أسعار الأسهم السوقية، وذلك بسبب انخفاض القيمة الحقيقية لأرباح المنشآت، وقد يؤدي كذلك إلى تدخل البنك المركزي بتخفيض عرض النقود مما يساهم في انخفاض التدفقات النقدية، وهذا بدوره يخفض من القيمة السوقية للأسهم، ويمكن أن يؤثر التضخم أيضا على عوائد الأسهم من خلال تأثيره على الأرباح المستقبلية، كما فسر Fama العلاقة السالبة من خلال نظرية الطلب على النقود، التي تتضمن العلاقة العكسية بين معدل النمو الاقتصادي ومعدل التضخم<sup>2</sup>، والتي تعكس النمو الاقتصادي الحقيقي في عوائد الأوراق المالية<sup>3</sup>.

وهناك من يربطه بالجانب الاستهلاكي أي عند حدوث التضخم ينخفض حجم السيولة الموجه لأغراض الاستثمار، نتيجة لزيادة كمية الأموال المخصصة للاستهلاك، لتعويض الانخفاض في القوة الشرائية الناتجة عن التضخم، ومن جهة أخرى تبدأ النقود بفقدان قدرتها الشرائية، بمجرد ارتفاع المستوى العام للأسعار، فيحاول المستثمرين وقتها حماية مدخراتهم ضد هذه المخاطر، بالقيام بزيادة حجم الاستثمار في الأسهم مما يرفع أسعارها<sup>4</sup>.

وعادة ما تكون السندات أكثر تأثرا بانخفاض القوة الشرائية للنقود من الأسهم، فإذا ارتفعت معدلات التضخم فإن القيمة الحقيقية لعوائد الاستثمار في السند تنخفض، مما يؤدي إلى انخفاض المعدل الحقيقي للعائد على الاستثمار عن

<sup>1</sup> صالح طاهر الزرقان، العوامل المالية والاقتصادية المؤثرة في عوائد الأسهم، دار جليس للنشر، عمان، الأردن، 2010، ص: 50.

<sup>2</sup> Fama, F. Eugene, **Stock Returns, Real Activity, Inflation & Money**, American Economic Review, 71, 1981, p: 545-564.

<sup>3</sup> الزغبي، بشير، العلاقة السببية بين معدل التضخم والرقم القياسي لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي للفترة (1978-2001)، مؤنة للبحوث والدراسات، جامعة مؤنة، 2004، العدد 5، ص: 187-203.

<sup>4</sup> سلامة، راشد محمد صالح، العلاقة بين تغير المستوى العام للأسعار وتغير أسعار الأسهم في الأردن، مجلة البلقاء، العدد 5، 1997، ص: 49.

المعدل الاسمي، كما أن ارتفاع معدلات التضخم يؤدي إلى ارتفاع معدل الخصم، وبذلك تنخفض القيمة الحالية للاستثمارات طويلة الأجل.

وفي حالة الانكماش يحدث تكس للسلع وبالتالي انخفاض الأسعار، وعليه فإن أسعار الفائدة تنخفض وبالتالي ترتفع قيمة السندات، ذلك أن البيئة الانكماشية تجعل الالتزامات طويلة الأجل استثمارات جيدة.

وبما أن معدلات التضخم تزيد صعوبة توقعها في الأجل القصير، فإن عدم التأكد بشأن المعدلات المستقبلية للتضخم غالباً ما ينتج عنه انخفاض متوسط آجال استحقاق الأصول المالية التي يتم طرحها خلال تلك الفترات<sup>1</sup>.

ويظهر أثر التضخم بوضوح عند تقييم الاستثمارات سيما طويلة الأجل على أساس صافي القيمة الحالية، التي تأخذ بعين الاعتبار عامل الزمن في تقييم إيرادات التدفق النقدي، وذلك بحصر التدفقات النقدية المتوقعة للأصل المالي، بقصد تحديد قيمتها الحالية، التي يتم مقارنتها مع القيمة الحالية للاستثمار المبدئي، فإذا كانت صافي القيمة الحالية موجبة، فإن الاستثمار مجدي أما إذا كانت سالبة فالاستثمار غير مجدي<sup>2</sup>.

وعليه فإن ارتفاع معدل التضخم يؤدي إلى انخفاض قيمة الاستثمارات، مما يؤدي إلى أحجام المستثمرين عن شراء الأوراق المالية، مما ينعكس سلباً على تمويل الاستثمارات في الاقتصاد، وبالتالي على الناتج المحلي الإجمالي (النمو الاقتصادي)<sup>3</sup>.

وقد تبنت الدراسات التي تناولت أثر ارتفاع معدلات التضخم على عوائد وأسعار الأوراق المالية خاصة الأسهم العادية الإجابة عن التساؤل التالي:

### هل الاستثمار في الأوراق المالية في ظل التضخم يحقق عوائداً متناسباً ودرجة التغيير في المستوى العام؟

وفي ذلك يرى Archer & al (1983) أنه ليس من الضروري أن كل الاستثمارات تحقق خسائراً في العائد الحقيقي بسبب التضخم غير المتوقع، فالبعض منها توفر عوائد اسمية إضافية، وهو ما يكفي للتعويض عن خسائر القوة الشرائية أما Sharpe & Alexander (1999) فيرون بأن الأصول المالية يمكن اعتبارها وسيلة حماية من التضخم، إذا كانت تحافظ على قوتها الشرائية بمرور الزمن، على الرغم من التغيرات في المستوى العام للأسعار.

<sup>1</sup> W. Sharp & A. Gordon, **Investments**, Prentice-Hall International, Inc, U.S.A, 1990, p: 296 – 301.

<sup>2</sup> وليد صافي، أنيس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار البداية للنشر، عمان، الأردن، ط2، 2014، ص ص: 192 ، 193.

<sup>3</sup> حسين بني هاني، الأسواق المالية، طبيعتها، تنظيمها، أدواتها، دار الكندي للنشر، عمان، الأردن، 2003، ص: 65.

أما (Schotman and Schweitzer, 2000) فيرون أنه من الممكن أن يتحول الارتباط السالب بين معدل العائد الاسمي ومعدل التضخم إلى الموجب إذا تغير أفق الاستثمار، بمعنى أن تتغير فترة الاستثمار القصير الأجل إلى طويل الأجل، ومن ثم تصبح الأسهم وسيلة حماية جيدة من التضخم، وهذا ما تنطوي عليه نظرية Fisher. وبناء على ذلك تتحدد جودة الورقة المالية من خلال قدرتها على التغيير مع التغيير في المستوى العام للأسعار، فإذا ارتفع المستوى العام للأسعار وانخفضت القوة الشرائية للورقة المالية، فإن الورقة تعتبر من النوع الرديء، أما إذا ارتفع المستوى العام للأسعار وازداد تبعاً لذلك أصل وعائد الاستثمار، فإن الأوراق المالية تعتبر من النوع الجيد، وعلى درجة عالية من الجودة في مواجهة هذا النوع من المخاطرة<sup>1</sup>.

**3-10-4 سعر الصرف:** يعد سعر الصرف من المؤشرات الاقتصادية الهامة التي تؤثر على الاستقرار الاقتصادي العام، ومن ثم على أداء سوق الأوراق المالية، فالاستقرار النسبي في قيمة العملة المحلية في مواجهة العملة الأجنبية له تأثير مباشر على نشاط سوق الأوراق المالية، فهو يمارس تأثيره على الصادرات والواردات والاستهلاك، من خلال تأثيره على الثروة الناشئة عن تقلبات أسعار الأوراق المالية، ذلك أن الاستثمار فيها يضمن أصولاً مقومة بعملة أجنبية، وبالتالي فهي معرضة لمخاطر العملة، ويقصد بها تلك المخاطر والتقلبات التي تتعرض لها عوائد المحفظة، الناتجة عن تحركات أسعار صرف العملات المقومة بها أصول المحفظة، بمعنى احتمال أن تنخفض قيمة العملة التي يتم تقييم الاستثمار بها، مما يؤدي إلى عوائد أقل عند قياسها بالعملة الأساسية للمستثمر، ويمكن أن يكون للعملة الأجنبية تأثير في الاتجاه المعاكس، حيث يمكن أن ترتفع مقابل العملة الأساسية للمستثمر محققة بذلك عائداً غير متوقع، وترتفع مخاطر تقلبات العملة في كثير من الأسواق شبه الناشئة والناشئة بسبب عدم الاستقرار الاقتصادي، خاصة في حالات وجود معدلات مرتفعة من التضخم المحلي مما يؤدي إلى خفض قيمة العملة<sup>2</sup>.

كما تؤثر أسعار الصرف على حجم الصادرات والواردات، فإذا كان معدل الصرف منخفضاً دل ذلك على أن أسعار السلع الأجنبية رخيصة للمشتري المحلي بينما السلع المحلية غالية للمشتري الأجنبي، مما يقلل من حجم الصادرات ويزيد حجم الواردات ويزيد معه عجز الميزان التجاري<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> علي محمد حسن الكشوان، محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص: 11.

<sup>2</sup> D. Blake, **Financial Market Analysis**, Mc Graw-Hill, Book Company, Europe, 1990, p: 53.

<sup>3</sup> J. Bradford & L. Martha, **Macroeconomics**, 2<sup>th</sup> edition, McGraw-Hill, New York, 2006, p: 20.

وعند ارتفاع قيمة معدلات الصرف وخصوصا في الاقتصادات التي تعتمد على التصدير تنخفض القوة الشرائية، وبالتالي تتحول المدخرات إلى الاستهلاك عوضا عن الاستثمار، مما يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم وعوائدها الرأسمالية، وبالتالي وجود علاقة عكسية بين معدلات الصرف وعوائد الأسهم<sup>1</sup>.

**3-10-5 عرض النقود:** ويعد العرض النقدي من أهم المتغيرات التي تؤثر على أداء سوق الأوراق المالية، فهو إحدى الأدوات الرئيسية التي تستخدمها الحكومة للتأثير على مستوى نمو الاقتصاد.

ولعرض النقود على أداء السوق المالية تأثير من جانبين إما سلبي أو إيجابي، فالتأثير الإيجابي يتمثل في ارتفاع أسعار الأسهم الناتج عن الانخفاض في أسعار الفوائد، نتيجة لزيادة عرض النقد، وأثره الإيجابي على مستوى الاستثمار، والذي يؤثر بدوره على مستوى أرباح الشركات مما يرفع من أسعار الأسهم، ومن ناحية أخرى يؤدي انخفاض أسعار الفوائد إلى زيادة القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمار، وبالتالي على معدل العائد المطلوب على الاستثمار، فإذا كان التأثير الإيجابي لزيادة عرض النقد على أرباح الشركات أكبر من تأثيره السلبي على معدل العائد المطلوب على الاستثمار الناجم عن التضخم، فيتوقع أن يكون لزيادة عرض النقد أثرا إيجابيا على أسعار الأسهم، أما إذا كان التأثير الإيجابي لزيادة عرض النقد على أرباح الشركات أقل من تأثيره السلبي على معدل العائد المطلوب على الاستثمار الناجم عن التضخم، فيتوقع أن يكون لزيادة عرض النقد أثرا سلبيا على أسعار الأسهم<sup>2</sup>.

فالزيادة في حجم النقود المتداولة لدى الأفراد يشجعهم على إنفاق هذه المبالغ في شراء المزيد من السلع والخدمات المختلفة، مما يدفع المنتجين إلى تلبية هذا الطلب المتزايد عن طريق إنتاج المزيد من السلع والخدمات، أي أن ارتفاع كمية النقد المتداول أدى إلى تنشيط الاقتصاد، إلا أن الإفراط في زيادة حجم النقد المتداول، سيؤدي إلى عجز الناتج الكلي (العرض الكلي) عن تلبية الطلب الكلي، ومن ثم الوقوع في مشكلة التضخم حسب النظرية الكمية للنقود، والذي يؤدي بدوره إلى ارتفاع معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين وانخفاض القيمة الحالية للعائد، بدل من توقع ربحية عالية للسهم، وبالتالي انخفاض مستوى السعر الذي يكون المستثمر على استعداد لدفعه كقيمة للسهم أي الحد الأدنى المطلوب للاستثمار<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> I. Harouna, **Macroeconomic variables & Stock Market Return in Ghana, Any Casual Link**, Asian Economic & Financial Review, vol 3, n°8, 2013, p: 1050.

<sup>2</sup> A. Humpe & P. Macmillan, **Can Macroeconomic Variable Explain Long-term Stock Market Movements, A Comparison of the US & Japan**, Applied Financial Economics, 19, 2009, p: 111- 119.

<sup>3</sup> D. French, **Security & Portfolio Analysis, Concept & Management**, Merrill Publishing Company, Columbus, 1989, p: 236.

### 3-10-7 مؤشر الإنتاج الصناعي: يعتبر الإنتاج الصناعي مقياسا لنمو الاقتصاد ككل إلى جانب الناتج المحلي

الإجمالي، غير أنه يركز على المخرجات والمخزونات الصناعية في الاقتصاد.

وقد بين Bernard وجود علاقة طردية بين مؤشر الإنتاج الصناعي وعوائد الأسهم، فالقيمة العالية لمؤشر الإنتاج الصناعي تدعم أسعار الأسهم وعوائدها، لأنها تعبر عن نمو اقتصادي وأرباح محتملة للشركات، وبالتالي عوائد أو توزيعات محتملة للمساهمين، ولكن إذا ترافق نمو مؤشر الإنتاج الصناعي المتسارع مع الاقتراب من مستوى التشغيل الكامل في الاقتصاد دل ذلك على الوصول إلى الذروة، وبالتالي الانخفاض في مؤشر الإنتاج الصناعي سيكون حتميا، مما يؤدي إلى انخفاض في أسعار وعوائد الأسهم<sup>1</sup>.

### 3-10-8 الإنفاق العام: لسياسة الإنفاق العام أثر على سوق الأوراق المالية، وذلك بتأثيرها على حجم الموارد المتاحة

للقطاع الخاص ومن ثم حجم القطاع الخاص في الاقتصاد، فزيادة الإنفاق في ظل الاستغلال الكامل للموارد يمكن أن يؤثر على سوق الأوراق المالية من جانبين أحدهما سلبي والآخر إيجابي من خلال ما يلي<sup>2</sup>:

✓ خفض الاستثمارات الخاصة نتيجة لسحب جزء من موارد القطاع الخاص للإنفاق العام.

✓ زيادة أسعار الفائدة ومن ثم معدلات العائد المطلوب على الأوراق المالية، مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها وبالتالي انخفاض جاذبيتها مقارنة بالأصول المالية الأخرى كالودائع.

✓ ومن جهة أخرى للإنفاق العام أهميته في النمو الاقتصادي، وذلك بتوفير البنية التحتية وأوجه الخدمات التي ترفع من إنتاجية رأس المال البشري، والذي من شأنه أن يرفع من إنتاجية المشروعات، ومن ثم ربحيتها وقيم أسهمها.

### 3-11 دور القطاع المالي في النمو الاقتصادي

تتصدر مشكلة التراكم الرأسمالي قائمة المشاكل الاقتصادية في معظم الاقتصاديات النامية، وبالتالي فإن النجاح في تعبئة المدخرات بمختلف أحجامها، وتوجيهها نحو النشاط الاقتصادي بوجه عام وإلى الاستثمار بوجه خاص، يعد من الآليات التي يتطلبها النمو الاقتصادي، وهنا تظهر أهمية النظام المالي الذي يتعامل في قضايا الادخار والاستثمار، وذلك من خلال تعبئة الادخار وتحفيز الاستثمار، وتسوية المدفوعات وتسهيلها، ومحاولة تقليل المخاطر وإدارتها.

وفي ذلك يرى (1960) Gurley & Shaw أن النظام المالي المتطور يسمح بالتخصيص الكفء للموارد المالية،

مما يؤدي إلى النمو الاقتصادي، وقد اقترح Gurley & Shaw ثلاث أنواع للأنظمة المالية<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> B. Bernard, op.cit, p: 180.

<sup>2</sup> عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص: 151.

<sup>3</sup> P. Llau, Economie Financière Publique, presses universitaire de France, 1<sup>ère</sup> édition, 1996, p: 177 - 180.

الأول: يمثل نظام مالي متخلف يعتمد على التمويل الذاتي، مما يؤدي إلى انخفاض الادخار والاستثمار، وبالتالي انخفاض النمو الاقتصادي؛

الثاني: يمثل نظاما للتمويل المباشر من خلال سوق الأوراق الآلية (الأسهم والسندات)، والذي يؤثر إيجابيا على الادخار والاستثمار؛

الثالث: يتميز بتعدد الأصول المالية وتنوعها حيث يبرز دور الوساطة المالية التي تسمح بتنوع المحافظ المالية من جهة والتوجيه الكفء للادخار نحو الاستثمار من جهة أخرى.

ويؤكد كلا من Goldsmith (1969) و Hicks (1969) أن تنمية النظام المالي يعتبر عاملا مهما في تحفيز النمو الاقتصادي، باعتبار أن الأنظمة المالية الأقل نموا تؤدي إلى كبح النمو الاقتصادي<sup>1</sup>، وقد ساند هذا التوجه العديد من الاقتصاديين مؤكدين على أهمية النظام المالي في الوصول إلى المتطابقة الحسابية المتعلقة بالادخار والاستثمار، وكيفية تحفيز المدخرات وإعادة تخصيصها على الوحدات الاقتصادية، وبالتالي تحقيق زيادة في الإنتاج التي تؤدي بدورها إلى زيادة الدخل القومي<sup>2</sup>.

وتكمن أهمية السيولة لدى النظام المال في أن الكثير من الاستثمارات المنتجة تحتاج إلى تمويل طويل الأجل، في حين أن المدخرين لا يفضلون فقدان السيطرة على مدخراتهم، وبالتالي فإن الأنظمة المالية عالية السيولة، توفر أصولا مالية يمكن بيعها بسهولة مع انخفاض تكلفة تسيلها، كما أنها تقلل من المخاطرة في الاستثمار طويل الأجل، من خلال تقاسم وتوزيع المخاطر، وذلك بإتاحة الفرص أمام المستثمرين لتنوع محافظهم المالية.

وقد أشار تقرير الأمم المتحدة وصندوق النقد الدولي والبنك الدولي، إلى أن أحد العوامل المؤثرة في تذبذب النمو الاقتصادي في الدول النامية هو عدم كفاءة أنظمتها المالية، إلى جانب وجود اختناقات في مصادر تعبئة الادخار، الأمر الذي يعيق توزيع الموارد المالية على الاستثمارات.

وتشير مجموعة العوامل التي تؤدي إلى وجود نظام مالي فعال يقدم خدمات مالية عميقة وواسعة، بما يضمن كفاءة تنوع المخاطر والتوزيع الأمثل لرأس المال إلى التطور المالي، الذي يسمح بتوفير عوائد تنافسية للمدخرين مما يرفع من مستوى مدخراتهم المالية، ويوفر المزيد من السيولة التي يتم توظيفها في المشاريع الأكثر إنتاجية، وقد عرف Levine (2004) التطور المالي بأنه "زيادة كفاءة الخدمات المالية المقدمة من طرف النظام المالي لتخفيض تكلفة المبادلات

<sup>1</sup> رعد أسامة جار الله، مروان عبد المالك ذنون، قياس أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي في عينة من الدول النامية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع ARDL للفترة (1960 - 2010)، مجلة تنمية الراقدين، ملحق العدد 114، المجلد 35، 2013، ص: 36.

<sup>2</sup> حسن كريم حمزة، مرجع سبق ذكره، ص: 155.

ومخاطر المعلومات، وذلك بتجميعها وتداولها في الاقتصاد القومي، بما ينتج أثارا ايجابية على قرار الادخار والاستثمار وبالتالي النمو الاقتصادي<sup>1</sup>.

كما عرف أيضا بأنه "درجة نماء وتطور القطاع المالي من خلال المؤشرات النقدية والمالية الرئيسية، ومن الناحية المؤسسية التي تتضمن تطور وتنوع أشكال مؤسساته وأسواقه"<sup>2</sup>.

وحسب آراء العيد من الاقتصاديين يكون هناك تطور مالي عندما يكون هناك تحسينات كمية ونوعية في الخدمات المالية المقدمة من طرف النظام المالي، كما يشير (R. Levine, 2004) إلى وجود اختلاف كبير فيما بين الدول في كفاءة وفعالية تقديم تلك الخدمات، مما ينتج عنه تأثيرات مختلفة على النمو الاقتصادي<sup>3</sup>.

ويقوم النظام المالي بوظيفته إما عن طريق التمويل غير المباشر وذلك بالاعتماد على البنوك في إطار ما يعرف باقتصاد الاستدانة، حيث يكون تحقيق التوافق بين الاحتياجات والقدرة التمويلية لمختلف القطاعات الاقتصادية، مضمونا بشكل أساسي من خلال عمليات الوساطة المالية، أو عن طريق التمويل المباشر فيما يعرف باقتصاد الأسواق المالية أو وساطة السوق التي تتضمن السمسرة والمتاجرة<sup>4</sup>؛

✓ **السمسرة:** يقوم الوسيط المالي بتسهيل عملية التفاوض سواء أثناء عملية الإصدار أو عمليات التداول، وذلك مقابل عمولة؛

✓ **المتاجرة** فتتمثل في شراء الأوراق المالية من أجل إعادة بيعها لأطراف أخرى، حيث تعكس وساطة السوق عمل الوساطة المالية في التمويل المباشر من خلال:

- تجميع وتنفيذ أوامر العملاء مقابل عمولة.
- المتاجرة في الأوراق المالية.

ويكون للبنوك دورا مهما في هذا النوع من الوساطة ولكن كشريك لمختلف المتعاملين وليس كعمول أساسي للاقتصاد، أين يتم تغطية أغلب الاحتياجات التمويلية عن طريق إصدار الشركات للأوراق المالية<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> R. Levine, op,cit, p: 145.

<sup>2</sup> خاطر طارق،مفتاح صالح، التأصيل النظري لعلاقة التطور المالي بالنمو الاقتصادي، أهم مؤشرات في الجزائر خلال الفترة 1990 – 2013، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 16، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2014، ص: 143.

<sup>3</sup> R. Levine & al, Benchmarking Financial Systems around the World, Policy Research Working Paper, 6175, 2012, p: 5.

<sup>4</sup> J. François goux, Economie Monétaire & Financière, Théories, Institutions Politiques, Economica, Paris, 1998, p: 128.

<sup>5</sup> R. Levine, Bank-Based or Market-Based Financial System, Which is Better ?, William Davidson Working Paper, 2002, p :17.

ومن هنا تبدو العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، فسوق الأوراق المالية تظهر نتيجة تحقيق بعض الوحدات الاقتصادية لفوائض مالية و ترغب في استثمارها بدل الاحتفاظ بها في شكل سيولة عاطلة، في حين قد توجد وحدات اقتصادية أخرى تعاني عجزا في تلك الموارد المالية، وتسعى للبحث عن هذه الفوائض لمواصلة نشاطها الاقتصادي، و يترتب على انتقال السيولة الفائضة التي تمثل جانب العرض إلى الوحدات ذات العجز الدخول إلى سوق الأوراق المالية.

وسوق الأوراق المالية بمختلف قنواتها تساهم في التمويل عبر السوق الأولية، التي تعتبر أحد الآليات الهامة في تجميع المدخرات الوطنية، وتحريك رؤوس الأموال من القطاعات ذات الفوائض المالي إلى القطاعات ذات العجز المالي، وهي بذلك تمارس ضغطا محسوسا على مصادر الادخار في مرحلة التجميع وتوزيعه في مرحلة التوظيف، كما تعد أيضا مصدرا رئيسيا لضمان تدفق الأموال إلى الوحدات الإنتاجية.

أما عن دور السوق الثانوية فيظهر من خلال قيامها بتسييل الأوراق المالية ، ونظرا لأن السوق تقوم بتلك الخدمة فإن المستثمرين يصبحون أكثر استعدادا لشراء الأسهم التي تطرح للاكتتاب العام لأول مرة أو لشركات قائمة بغرض زيادة رؤوس أموالها، طالما أن المستثمرين على درجة من الثقة بتسييل ما لديهم من أوراق مالية بسرعة وبسهولة وبأدنى تكلفة ممكنة، وأعلى سعر ممكن سيما عند توفر ميزة الكفاءة في السوق<sup>1</sup>.

### 3-11-1 نماذج النمو الاقتصادي

دون العودة إلى مفاهيم النمو عند الكلاسيك، سنبدأ مع النمو الاقتصادي عند الكنزيرين Harrod & Domar اللذان ركزا على أهمية المضاعف والمعجل في تحقيق النمو، من خلال قناة الاستثمار كشرط أساسي لتحقيق النمو الاقتصادي.

وكرر فعل لركود عقد السبعينات وبداية الثمانينات ظهرت نظرية Solow-Swan للنمو لتشخص سبب الركود إلى اعتماد Harrod & Domar على رأس المال المادي فقط، بينما هناك عوامل إنتاج أخرى لها دورها في النمو تتمثل في العمل والتقدم التقني، لذا ركز Solow-Swan في نموذجهما على تعميق رأس المال وعلى التقدم التقني الذي اعتبر متغيرا خارجيا في نموذج النمو الاقتصادي .

<sup>1</sup> سمير عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار، التمويل - التحليل المالي، بدون دار النشر، بدون بلد، 2002، ص: 276.

وجاءت نظرية العامل التقني للنمو عند Romer تنتقد بشدة نظرية النمو ل Solow-Swan لأنه اعتبر المتغير التقني متغيراً خارجياً في نموذج، في حين يعتبره Romer متغيراً داخلياً يعمل كرافعة لكل متغيرات النمو الاقتصادي الداخلية.

وظهرت فيما بعد نماذج النمو الداخلي (الذاتي) لتؤكد بأن تحقيق النمو طويل الأجل يتحدد بعوامل داخلية وليس نتيجة للعوامل الخارجية أي داخل النشاط الإنتاجي عن طريق التطور التقني، والتي دعمتها فيما بعد أعمال (1991) Rebelo وآخرون.

واستكمالاً لنماذج النمو الداخلي، فإن أغلب نظريات النمو الحديثة ركزت على الاستثمار في رأس المال البشري، والذي من شأنه المساهمة في زيادة إنتاجية عوامل الإنتاج.

غير أننا سنقتصر في دراستنا على نماذج النمو الاقتصادي عند Harrod & Domar، و Solow & Swan. و Rebelo.

لكن وقبل الخوض في تفاصيل تلك النماذج، ينبغي علينا أولاً التطرق إلى دالة الإنتاج (Coob-Douglas).

### 3-11-1 دالة الإنتاج (Coob-Douglas)

تعتبر دالة الإنتاج (Coob-Douglas) من الدوال الواسعة الاستعمال في التحليل الاقتصادي، تعطى صيغتها وفق المعادلة التالية<sup>1</sup>:

$$Y = f(K, L)$$

حيث:

$Y$ : الإنتاج الإجمالي.

$K$ : رأس المال.

$L$ : العمل.

أهم ما يميز دالة الإنتاج أن الإنتاجية الحدية لرأس المال والإنتاجية الحدية للعمل موجبة وبالتالي:

$$\frac{\partial Y}{\partial K} \geq 0, \quad \frac{\partial Y}{\partial L} \geq 0$$

بمعنى أن زيادة عامل إضافي إلى العملية الإنتاجية مع بقاء رأس المال ثابت سيؤدي إلى زيادة الإنتاج الإجمالي، أيضاً بالنسبة إلى الزيادة في رأس المال مع بقاء حجم العمل ثابت، سيؤدي كذلك إلى زيادة الإنتاج الإجمالي، غير أن

<sup>1</sup> C. Jones, Introduction to Economic Growth, 1<sup>st</sup> edition, Norton & company, USA, 1998, p: 20.

الزيادة في حجم الإنتاج لا تعادل الزيادة في رأس المال، وإنما أقل منها وذلك لانخفاض درجة الاستفادة من رأس المال الإضافي بسبب محدودية عدد العاملين.

تبين دالة الإنتاج (Coob -Douglas) العلاقة بين الإنتاج والعناصر المستعملة في ذلك الإنتاج (العمل، رأس المال  $k$ )، فإذا تغيرت كافة عناصر الإنتاج ( $L$ )، بنسبة ثابتة  $\theta$  فإن دالة الإنتاج (Coob -Douglas) تأخذ أحد الحالات الثلاثة التالية<sup>1</sup>:

$$F = (\theta K, \theta L) = \theta F(K, L) \leftarrow \text{دالة ذات غلة الحجم الثابتة:}$$

$$F = (\theta K, \theta L) < \theta F(K, L) \leftarrow \text{دالة ذات غلة الحجم متناقصة:}$$

$$F = (\theta K, \theta L) > \theta F(K, L) \leftarrow \text{دالة ذات غلة الحجم متزايدة:}$$

وبعد التطرق إلى دالة الإنتاج (Coob -Douglas) ننتقل الآن إلى نماذج النمو الاقتصادي.

### 3-11-2 نموذج Harrod & Domar للنمو الاقتصادي

يعتبر هذا النموذج من أشهر نماذج الكنتزين الجدد، يعتبر أن الادخار ورأس المال أساس النمو الاقتصادي يستند نموذج Harrod & Domar على تجربة البلدان المتقدمة ويبحث في الشروط المطلوبة لتحقيق النمو الاقتصادي، من خلال دراسة علاقة التطور المالي بالنمو الاقتصادي التي تتجسد في عملي الادخار والاستثمار، حيث يؤدي النظام المالي دوراً مهماً في زيادة التكوين الرأسمالي، من خلال قدرة مؤسساته على تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات المنتجة.

إذن يركز Harrod & Domar على الاستثمار كضرورة لأي اقتصاد، كما يبين أهمية الادخار في زيادة الاستثمار وعلاقتها بالنمو الاقتصادي، يقوم النموذج على افتراض وجود علاقة تربط الحجم الكلي لرصيد رأس المال  $K$  بإجمالي الناتج الوطني  $Y$ ، وتعرف هذه العلاقة بمعامل رأس المال، يرمز له بالرمز  $k$ ، ويعبر عنه بالنسبة  $k = K/Y$  يتحدد نموذج Harrod & Domar بناء على الخطوات التالية:<sup>2</sup>

$$\text{➤ الادخار يمثل نسبة معينة من الدخل الوطني: } S = s \times Y$$

$$\text{➤ الاستثمار عبارة عن التغير في رصيد رأس المال: } I = \Delta K$$

<sup>1</sup> R. Barro & S. Martin, **Economic Growth**, Mc Graw-Hill Advanced Series in Economics, New York, 1995, pp: 19, 20.

<sup>2</sup> ميشيل تودارو (ترجمة: محمود حسن حسني، محمود حامد محمود)، **التنمية الاقتصادية**، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2006، ص: 127.

➤ وبما أن معامل رأس المال:  $k = K/Y$ ، فإن:  $K = k \times Y$

$k \times \Delta Y = \Delta K$  وعليه فإن:

➤ الادخار يعادل الاستثمار:  $I = S$

➤ ومنه  $Y \times \Delta Y = s \times K$  .

➤ وبقسمة طرفي المعادلة على  $K \times Y$  نتحصل على المعادلة النهائية للنموذج:

$$\frac{k \times \Delta Y}{k \times Y} = \frac{s \times Y}{k \times Y} = \frac{\Delta Y}{Y} = \frac{s}{k} = GR$$

حيث تمثل النسبة  $GR$  معدل نمو الناتج الإجمالي، وعلى أساسه يتبين أن معدل النمو الاقتصادي يتحدد طرديا بمعامل الادخار  $S$ ، أي بنسبة ما يدخره المجتمع من دخله القومي، فكلما ارتفعت معدلات الادخار زاد معدل النمو والعكس صحيح، وعكسيا بمعامل رأس المال  $k$ ، حيث كلما انخفض معامل رأس المال الذي يعني في نفس الوقت ارتفاع إنتاجية الاستثمارات زاد معدل نمو الناتج الوطني والعكس صحيح، وبالتالي فإن النمو الاقتصادي يمكن أن يزداد إما برفع نسبة المدخرات  $S$  في الدخل القومي  $Y$  أو بتخفيض معامل رأس المال  $k$ .

بالإضافة إلى معدل النمو الاقتصادي الفعلي  $GR$ ، فقد تطرق Harrod & Domar إلى معدل النمو المرغوب فيه (المستحب)، حيث يعتمد في تحديده على مبدأ المعجل، وبهذا يصبح الاستثمار متغيرا تابعا يرتبط داليا بمعدل نمو الدخل القومي على النحو التالي<sup>1</sup>:

$$I = A \Delta Y = sY = S \rightarrow \frac{\Delta Y}{Y} = \frac{s}{A} = \widetilde{GR}$$

$A$ : يمثل المعجل.

وبمقارنة معدل النمو الفعلي بمعدل النمو المرغوب فيه نجد<sup>2</sup>:

✓ إذا كان معدل النمو الفعلي ( $GR$ ) < من معدل النمو المرغوب  $\widetilde{GR}$ ، فهذا يدل على أن الاقتصاد في حالة تضخم، لأن الدخل الحقيقي ينمو بمعدل أسرع من معدل نمو الطاقة الإنتاجية، مما يؤدي إلى زيادة الكميات المطلوبة عن الكميات المعروضة، وبالتالي يعجز الإنتاج عن تلبية الطلب الإجمالي، مما يؤدي إلى حدوث تضخم.

<sup>1</sup> ضيف احمد، أثر السياسة المالية على النمو الاقتصادي المستديم في الجزائر (1989-2012)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2015، ص: 24.

<sup>2</sup> المرجع نفسه.

✓ إذا كان معدل النمو الفعلي (GR) > من معدل النمو المرغوب  $\bar{GR}$  ، فهذا يدل على أن الاقتصاد في حالة كساد، لأن الدخل الحقيقي ينمو بمعدل أقل من معدل نمو الطاقة الإنتاجية، وبذلك تصبح الكميات المعروضة أكبر من المطلوبة، وبالتالي يزيد الإنتاج مما يؤدي إلى حدوث كساد.

إذن ووفقاً لنموذج Harrod & Domar يتضح أن تحقيق أي زيادة في النمو الاقتصادي، يتطلب زيادة الادخار الذي يؤدي بالتبعية إلى زيادة الاستثمار، وعليه فإن الاستثمار يتأثر بحجم الادخار، ويعتبران عاملان ضروريان لتحقيق النمو الاقتصادي.

غير أن نموذج Harrod & Domar لم يخلوا من الانتقادات تمحورت أساساً حول فرضياته غير الواقعية التي جعلت استخدامه محدوداً خاصة في البلدان النامية، والتي تتمحور أساساً في<sup>1</sup>:

● فرضية ثبات الميل الحدي للادخار ونسبة رأس المال، حيث يمكن أن تتغير في الأجل الطويل، الأمر الذي يؤدي إلى تغير متطلبات النمو الاقتصادي.

● لم يهتم النموذج لاحتمال تغير مستوى الأسعار أو أسعار الفائدة، بافترضه ثبات الأسعار في حين أنها متغيرة باستمرار.

● أن فرضية المساواة بين معامل رأس المال والمعامل الحدي لرأس المال غير واقعية، سيما إذا دخل رأس المال مرحلة تناقص العوائد.

● كما أن فرضية ثبات نسب استخدام رأس المال والعمل غير واقعية وذلك لإمكانية الإحلال، إلى جانب إهمال تأثيرات التقدم التقني.

● النموذج يفترض أن الاقتصاد مغلق (الإنتاج يساوي الدخل والاستثمار يعادل الادخار)، في حين أن اقتصاديات البلدان منفتحة على العالم الخارجي.

### 3-11-3 نموذج Solow-Swan (1956) (النمو الخارجي)

ويعد من أهم نماذج النمو النيوكلاسيكية المعروفة بنماذج النمو الخارجي، التي تقوم أساساً على اعتبار أن النمو الاقتصادي يعتمد على مقدار ما يتاح من عناصر الإنتاج لهذا النموذج شكلان، الأول بدون تقدم تقني والثاني مع التقدم التقني .

<sup>1</sup> مدحت القريشي، التنمية الاقتصادية، نظرياتها وسياساتها وموضوعاتها، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2007، ص: 76، 77.

### 3-1-11-3 Solow- Swan بدون وجود العامل التقني

حاول الباحثان من خلال نموذجهما تفسير الاختلاف في مستويات المعيشة بين الدول الغنية والفقيرة، وذلك بالاعتماد على دالة الإنتاج (Coob -Douglas) ذات غلة الحجم الثابتة، وقد حاول الباحثان بناء نموذج للنمو على المدى الطويل، يقوم نموذج Solow-Swan على الافتراضات التالية<sup>1</sup>:

- إمكانية الإحلال بين عناصر الإنتاج (العمل ورأس المال).
  - الاقتصاد مغلق وعليه فالدخل يساوي الناتج والاستثمار يساوي الادخار.
  - الاقتصاد مكون من قطاع العائلات والمؤسسات وتسوده المنافسة التامة .
  - ثبات معدل نمو السكان و معدل الادخار.
  - الادخار والعامل التقني متغيران خارجيان.
  - ثبات غلة الحجم واهتلاك رأس المال بقيمة  $\delta$ ، حيث  $\delta > 0$
- يقوم نموذج Solow-Swan على دالة الإنتاج النيوكلاسيكية التي تأخذ الصيغة التالية<sup>2</sup>:

$$Y = f(K, L) = K^\alpha L^{1-\alpha} \dots\dots\dots 1-3$$

وتسمى دالة الإنتاج نيوكلاسيكية إذا استوفت الشروط التالية<sup>3</sup>:

1: الإنتاجية الحدية متناقصة بمعنى:

$$K \text{ بالنسبة لرأس المال} \quad \frac{\partial F}{\partial K} > 0, \quad \frac{\partial^2 F}{\partial^2 K} < 0$$

$$L \text{ بالنسبة للعمل} \quad < 0 \quad \frac{\partial F}{\partial L} > 0, \quad \frac{\partial^2 F}{\partial^2 L}$$

2: غلة الحجم ثابتة بمعنى:

$$F = (\theta K, \theta L) = \theta F(K, L), \theta > 0$$

3: تحقق شروط INADA حيث:

$$\lim_{K \rightarrow 0} F(K) = \lim_{L \rightarrow 0} F(L) = \infty$$

$$\lim_{K \rightarrow \infty} F(K) = \lim_{L \rightarrow \infty} F(L) = 0$$

يمكن كتابة دالة الإنتاج (3-1) حسب نصيب الفرد من الناتج ، ونصيب الفرد من رأس المال كما يلي:

<sup>1</sup> R. Barro & S. Martin, op.cit, p: 18.

<sup>2</sup> C. Jones, **Introduction to Economic Growth**, Edition Norton & Company, U. S. A, 1998, p: 20.

<sup>3</sup> R. Barro & Xavier Sala-I-Martin, op.cit, p: 20.

$$\frac{Y}{L} = F\left(\frac{K}{L}, \frac{L}{L}\right) \rightarrow \frac{Y}{L} = F\left(\frac{K}{L}, 1\right)$$

وبإهمال العدد الثابت 1 نتحصل على المعادلة التالية:

$$y = f(k) = k^\alpha \dots\dots\dots 2-3$$

حيث:

$K$ : نصيب العامل من رأس المال.

$y$ : نصيب الفرد من الناتج.

يقوم نموذج *Solow-Swan* على دالة التراكم الرأسمالي، التي توضح كيفية تراكم رأس المال، وفق الصيغة التالية:

$$I = sy \dots\dots\dots 3-3$$

وبتعويض (2-3) في (3-3) نجد:

$$I = sf(k) = sk^\alpha \dots\dots\dots 4-3$$

وباعتبار أن نصيب الفرد من رأس المال يهتك بمقدار  $\delta$ ، وأن عدد السكان ينمو بمعدل ثابت  $n$ ، فإن نصيب

الفرد من رأس المال المهتك يقدر بـ  $(\delta + n)k$ .

كما يعبر عن التغير في نصيب الفرد من مخزون رأس المال بالعلاقة التالية:

$$\Delta k = I - (\delta + n)k \dots\dots\dots 5-3$$

وبتعويض (4-3) في (5-3) نجد:

$$\Delta k = sf(k) - (\delta + n)k = sk^\alpha - (\delta + n)k \dots\dots\dots 6-3$$

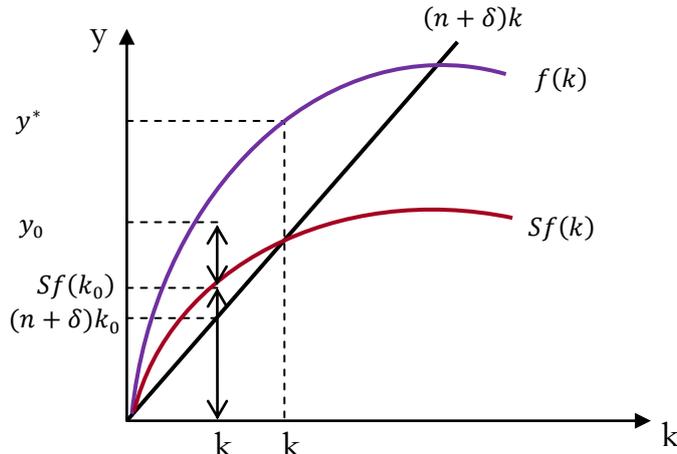
وهي معادلة التراكم الرأسمالي في نموذج *Solow-Swan* حيث تشير إلى أن التغير في نصيب الفرد من رأس المال،

يتحدد بعاملين هما حصة العامل من الاستثمار  $sf(k)$  والاهتلاك الفعلي لنصيب الفرد من رأس المال  $(\delta + n)k$

وقد وضع *Solow-Swan* ذلك في شكل بياني كما يلي<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> R. Barro & Xavier Sala-I-Martin, op.cit, p: 8

شكل (2-3): التمثيل البياني لنموذج Solow-Swan

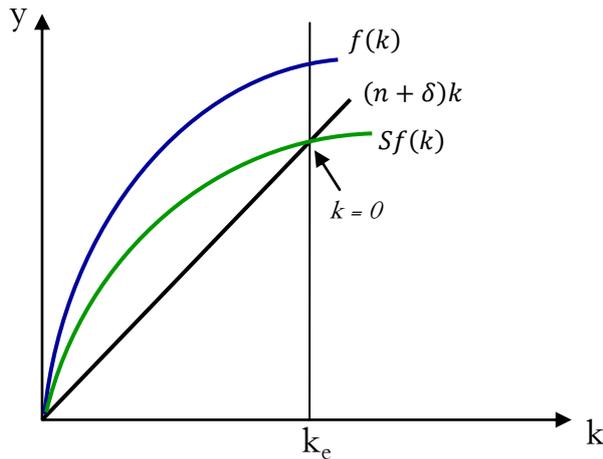


Source: R. Barro & Xavier Sala-I-Martin, op.cit, p: 8

إن شروط INADA تشترط أن منحنى  $Sf(k)$  يكون عموديا عندما  $k=0$ ، ويصبح أفقيا عندما  $k$  تؤول إلى ما لا نهاية.

يلاحظ من الشكل أن تغيرات رصيد رأس المال الفردي، تعطي بالمسافة الموجودة بين  $Sf(k)$  و  $(\delta + n)k$ ، حيث كلما ازداد رأس المال الفردي  $k$  فإن معدل نموه يتناقص وبما أن معدل نمو نصيب الفرد من حجم الناتج  $y$  يتناسب طرديا مع معدل نمو نصيب العامل من رأس المال  $k$  فإن نصيب الفرد من حجم الناتج  $y$  يتناقص أيضا. كما وضح Solow-Swan الحالة المستقرة للاقتصاد في شكل بياني كما يلي<sup>1</sup>:

شكل (3-3): الحالة المستقرة للاقتصاد (التوازن) عند Solow-Swan



Source: H. Dwight & autre, Traduction de la 6<sup>ème</sup> édition Américaine par Bruno Baron-Renault, Economie du développement, 3<sup>ème</sup> édition, Bruxelles, 2011, p: 21.

<sup>1</sup> H. Dwight & Autre, Traduction de la 6<sup>ème</sup> édition américaine par Bruno Baron-Renault, Economie du développement, 3<sup>ème</sup> édition, Bruxelles, 2011, p: 157.

يبين الشكل أعلاه وجود مستوى واحد من نصيب الفرد من مخزون رأس المال وهو  $k_e$  حيث يتساوى عنده نصيب الفرد من الاستثمار ونصيبه من الاهتلاك الفعلي لرأس المال، وهذا المستوى التوازني لـ  $k_e$  يحدد الحالة المستقرة للاقتصاد (حالة التوازن على المدى الطويل)، إذ أنه لكل اقتصاد مستوى معين من مخزون رأس المال والذي يعتبر أحد عوامل اختلاف التقدم بين الدول لأنه كلما كان رأس المال الموافق للحالة المستقرة مرتفعاً كلما زاد حجم الناتج.

يوضح منحنى الحالة المستقرة الحالات التالية<sup>1</sup>:

$$sf(k) = (\delta + n)k$$

حالة التوازن (الحالة المستقرة للاقتصاد) والتي تعني أن نصيب الفرد من رأس المال  $k$  ونصيب الفرد من حجم الناتج  $y$  ثابتين، في حين أن حجم رأس المال الكلي  $k$  وحجم الناتج الكلي  $Y$  يرتفعان بنفس معدل نمو السكان  $n$ ، وعليه فإن كل زيادة في رأس المال الإجمالي  $K$  تؤدي إلى زيادة مماثلة في حجم الناتج الكلي  $Y$ .

$$sf(k) < (\delta + n)k$$

فيعني ذلك وجود حالة توسع للتراكم الرأسمالي، مما يؤدي إلى انخفاض مخزون رأس المال حتى يصل إلى الحالة المستقرة للاقتصاد، وبالتالي انخفاض نصيب الفرد من مخزون رأس المال  $k$  الذي يقابله انخفاض نصيب الفرد من حجم الناتج  $y$  حتى يصل إلى المستوى الموافق للحالة المستقرة للاقتصاد.

$$sf(k) > (\delta + n)k$$

فيعني ذلك وجود تشدد على التراكم الرأسمالي في الاقتصاد، وهذا ما يزيد من مخزون رأس المال، والذي يقابله زيادة في حجم الناتج، كما يستمر مخزون رأس المال في الزيادة حتى يصل إلى المستوى الموافق للحالة المستقرة للاقتصاد  $k_e$ ، وبالتالي زيادة نصيب الفرد من مخزون رأس المال  $k$ ، والذي يقابله زيادة في نصيب الفرد من حجم الناتج  $y$  حتى يصل إلى المستوى الموافق للحالة المستقرة للاقتصاد.

وانطلاقاً من الحالة المستقرة للاقتصاد، يمكن إيجاد نصيب الفرد من حجم الناتج، ويتم ذلك كما يلي:

$$\Delta k = 0 \rightarrow sf(k) - (\delta + n)k = 0 \rightarrow sk^\alpha = (\delta + n)k \rightarrow s = \frac{(\delta + n)k}{k^\alpha}$$

$$\rightarrow \frac{s}{(\delta + n)} = k^{1-\alpha}$$

$$k_e = \left(\frac{s}{\delta + n}\right)^{\frac{1}{1-\alpha}} \dots \dots \dots 7-3$$

<sup>1</sup> G.Mankiw, Macroéconomie, 3eme édition, Boeck édition, Belgique, 2003, p :237.

وبتعويض (3-6) في (3-2) نجد نصيب الفرد من حجم الناتج الموافق للحالة المستقرة للاقتصاد كما يلي:

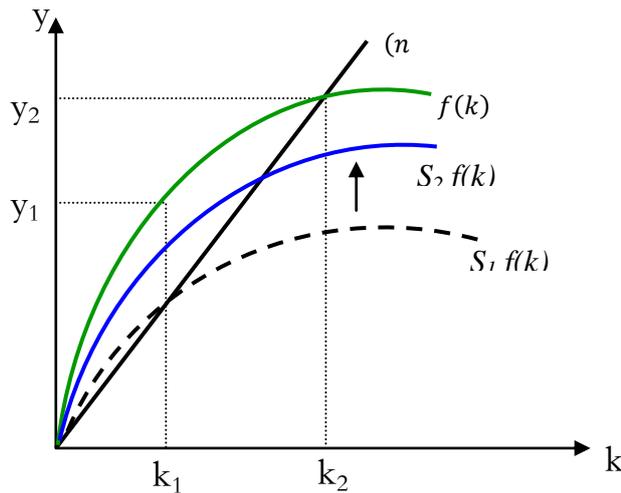
$$y_e = \left( \frac{s}{\delta+n} \right)^{\frac{\alpha}{1-\alpha}} \dots \dots \dots 8-3$$

توضح المعادلة (3-7) الإنتاج الفردي للحالة المستقرة حيث:  $y = y_e$  التي تبين أسباب تباين معدلات النمو في مابين الدول، فالدول التي لها معدل ادخار أعلى تكون بطبيعة الحال غنية، كما أن الدول التي تكون فيها معدلات نمو سكانية مرتفعة تميل لأن تكون أقل غنى، ذلك أن ارتفاع معدل الادخار يزيد من نصيب الفرد من رأس المال، وبالتالي زيادة معدل نمو نصيب الفرد من حجم الناتج، في حين أن ارتفاع معدل النمو السكاني يؤدي إلى انخفاض نصيب الفرد من رأس المال، وبالتالي تراجع معدل نمو نصيب الفرد من حجم الناتج، ولهذا لا بد أن تسعى الدول إلى تحقيق معدلات ادخار تفوق معدلات النمو السكاني<sup>1</sup>.

وتسمح الحالة المستقرة للاقتصاد بدراسة أثر الصدمات الخارجية على النمو الاقتصادي كما يلي:

1) **أثر الزيادة في معدل الادخار والاستثمار على النمو الاقتصادي:** إذا ارتفع معدل الادخار فإن ذلك يؤدي إلى زيادة معدل الاستثمار في الاقتصاد، بمعنى أن تغيرات معدل الادخار لها تأثيراً مباشراً على التراكم الرأسمالي وبالتالي على النمو الاقتصادي، ولتوضيح أثر الزيادة في معدل الادخار والاستثمار على النمو الاقتصادي نورد الشكل التالي:

شكل(3-4): أثر الزيادة في معدل الادخار و الاستثمار على النمو الاقتصادي



المصدر: البشير عبد الكريم، دحمان بو اعلي سمير، قياس أثر التطور التكنولوجي على النمو الاقتصادي، حالة الاقتصاد الجزائري، جامعة الشلف، الجزائر، منتدى الاقتصاديين المغاربة، 2008، ص: 8.

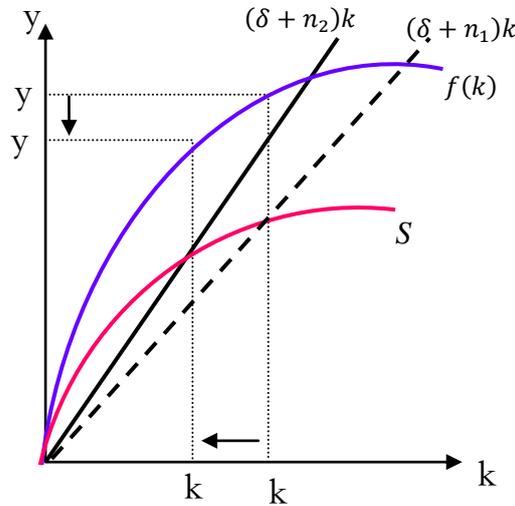
<sup>1</sup> Charles. Jones, op.cit, p :29.

فإذا ارتفع معدل الادخار من  $s_1$  إلى  $s_2$  فذلك يعني زيادة حجم الاستثمار في الاقتصاد، حيث ينتقل المنحنى من  $s_1f(k)$  إلى  $s_2f(k)$ ، وبالتالي يرتفع مخزون رأس المال إلى غاية وصوله إلى مستوى توازني من  $k$ ، يوافقها حالة مستقرة جديدة للاقتصاد، يكون عندها  $s_2f(k) = (\delta + n)k$ ، وذلك لوجود العلاقة الطردية بين مخزون رأس المال والاهتلاك الفعلي لرأس المال، وعليه فإن زيادة الاستثمار عن اهتلاك رأس المال يزيد من تراكم رأس المال، الذي يؤدي بدوره إلى زيادة الاهتلاك الفعلي لرأس المال إلى غاية وصوله إلى مستوى جديد من  $k$  حيث يكون  $f(k) = (\delta + n)k$  وهو  $k_2$ ، ذلك أن الانتقال من حالة مستقرة للاقتصاد إلى حالة مستقرة أعلى يؤدي إلى ارتفاع حجم الناتج، وهو ما يفسر ارتفاع معدلات النمو في الدول المتقدمة، حيث ترتفع فيها معدلات الادخار بشكل يزيد من عملية التراكم الرأسمالي<sup>1</sup>، وعليه فإن زيادة معدل الادخار وبالتالي الاستثمار يخلف صدمة ايجابية على الإنتاج والدخل، مما يؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي.

(2) أثر الزيادة في النمو السكاني على النمو الاقتصادي: لتوضيح أثر زيادة النمو السكاني على النمو

الاقتصادي نورد الشكل التالي:

شكل (3-5): أثر الزيادة في النمو السكاني على النمو الاقتصادي



Source: Y. Murat, Croissance Economique, Université Paul Cézanne, Marseille, France, 2001, p: 7.

<sup>1</sup> Y. Murat, Croissance Economique, Université Paul Cézanne, Marseille, France, 2001. <http://www.yildizoglu.x10.mx/croissanceweb/node48.html>,

نلاحظ من الشكل أعلاه أن ارتفاع معدل نمو السكان من  $n_1$  إلى  $n_2$  يؤدي إلى ارتفاع الاهتلاك الفعلي لرأس المال بشكل ينتج عنه انخفاض مخزون رأس المال الموافق للحالة المستقرة للاقتصاد من  $k_1$  إلى  $k_2$ ، والذي يؤدي بدوره إلى انخفاض حجم الناتج من  $y_1$  إلى  $y_2$  .  
وبالتالي ارتفاع معدل النمو السكاني يخلق صدمة سلبية على الإنتاج والدخل، مما يؤدي إلى انخفاض النمو الاقتصادي.

### 2-3-1-11-3 نموذج Solow-Swan بوجود العامل التقني

بما أن الدخل الفردي في الأجل الطويل يبقى ثابتاً في الحالة التوازنية، فقد تم إدخال العامل التقني في نموذج Solow & Swan كمتغير خارجي، وذلك بغرض زيادة النمو في متوسط الدخل الفردي في الأجل الطويل، وعليه أصبحت دالة الإنتاج تأخذ الصيغة التالية<sup>1</sup>:

$$Y = f(K, AL) = K^\alpha AL^{1-\alpha} \dots\dots\dots 9-3$$

حيث:

A: يمثل كفاءة عنصر العمل.

AL: يعبر عن حجم العمالة الكفأة.

تبين دالة الإنتاج أن حجم الناتج Y دالة في عنصر رأس المال K وفي عدد العمال الأكفاء AL، حيث أن أثر العامل التقني الذي يبرز من خلال كفاءة عنصر العمل A هو نفسه أثر ارتفاع وحدات عنصر العمل L، وبافتراض أن كفاءة عنصر العمل A تنمو بمقدار g ومعدل السكان ينمو بمقدار n فإن عدد العمال سينمو بمقدار (g+n)، وعليه فإن الاهتلاك الفعلي لرأس المال يساوي  $(\delta + n + g)k$ .

ولإيجاد الحالة المستقرة للاقتصاد بوجود العامل التقني كمتغير خارجي نقسم المعادلة (8-3) على حجم العمالة الكفأة AL فنحصل على المعادلة التالية<sup>2</sup>:

$$\tilde{y} = f(\tilde{k}, 1) = f(\tilde{k}) \dots\dots\dots 10-3$$

حيث:

$\tilde{y}$ : نصيب الفرد الكفأ من حجم الناتج.

$\tilde{k}$ : نصيب الفرد الكفء من رأس المال.

<sup>1</sup> U. Faruk, **Les Théories de la croissance**, Université Pierre Mendés, France, 2005-2006. p: 45. [http://web.upmf-grenoble.fr/cepse/membres\\_cepse/Faruk/croissance2006.pdf](http://web.upmf-grenoble.fr/cepse/membres_cepse/Faruk/croissance2006.pdf).

<sup>2</sup> R. Barro & Xavier Sala-I-Martin, op.cit, p: 40.

وعليه :

$$\Delta \tilde{k} = sf(\tilde{k}) - (\delta + n + g)\tilde{k} \dots \dots \dots 11-3$$

وهي المعادلة الأساسية لنموذج Solow –Swan بوجود العامل التقني كمتغير خارجي في النموذج، والتي تتحدد من خلالها الحالة المستقرة للاقتصاد كما يلي:

$$\begin{aligned} \Delta \tilde{k} = 0 \rightarrow sf(\tilde{k}) - (\delta + n + g)\tilde{k} = 0 \rightarrow s\tilde{k}^\alpha &= (\delta + n + g)\tilde{k} \\ \rightarrow s &= \frac{(\delta+n+g)\tilde{k}}{\tilde{k}^\alpha} \\ \rightarrow \frac{s}{(\delta+n+g)} &= \tilde{k}^{1-\alpha} \end{aligned}$$

$$\tilde{k}_e = \left(\frac{s}{\delta+n+g}\right)^{\frac{1}{1-\alpha}} \dots \dots \dots 12-3$$

وهي تعبر عن نسبة رأس المال الفردي للتقدم التقني في الأجل الطويل، كما يمكن استنتاج قيمة الإنتاج الفردي

بالنسبة للتقدم التقني كما يلي:

$$\tilde{y}_e = \left(\frac{s}{\delta+n+g}\right)^{\frac{\alpha}{1-\alpha}} \dots \dots \dots 13-3$$

يشير النموذج بوجود العامل التقني، إلى أن للعامل التقني عند الحالة المستقرة للاقتصاد أثرا إيجابيا على كل من نصيب الفرد من حجم الناتج ، الذي ينمو بمعدل نمو عنصر العمل  $g$ ، كما يكون له أثرا إيجابيا على حجم الناتج الكلي الذي ينمو بمعدل نمو  $(n+g)$ <sup>1</sup>.

كما تقدم المعادلة تفسيراً لسبب الاختلاف في درجة التقدم بين البلدان، حيث كلما كان معدل الادخار مرتفعاً ومعدل النمو السكاني منخفضاً، مع وجود تقدم تقني عالي فإن البلد يكون غنياً والعكس بالنسبة للدول الفقيرة.

وبالرغم من أن نموذج Solow –Swan يفسر زيادة النمو بالتقدم التقني إلا أنه يعتبره متغيراً خارجياً، ذلك أن معدلات النمو الاقتصادي ترتفع بصفة مؤقتة عند عملية الانتقال إلى وضع الحالة المستقرة للاقتصاد، وفيما عدا ذلك فإنه لن يكون هناك نمو مستمر في المدى الطويل إلا بوجود التطور التكنولوجي.

وما تجدر الإشارة إليه أن التقدم التقني لا بد من إنتاجه وبالتالي فإنه لا بد من تمويله، وعليه فإن الترابط بين النمو الاقتصادي وسوق الأوراق المالية، يتم عبر قناة تمويل إنتاج الاختراعات التكنولوجية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> G. Mankiw, op.cit. p: 249.

<sup>2</sup> M. Aglietta , **Macro Economie Financière**, deuxième édition la découverte & Syros, Paris, 1998, p: 86.

### 3-11-4 نموذج (Rebelo, 1991)

إن المشكل المطروح من خلال النماذج النيوكلاسيكية للنمو استبعادها لإمكانية النمو في المدى الطويل الناتج عن مبدأ الغلة المتناقصة، فالخاصية الأساسية لنماذج النمو الداخلي هي غياب المردودية المتناقصة لرأس المال، الذي يتميز بخاصية التراكم التلقائي، وقد تعددت نماذج النمو الداخلي في دراسة المتغيرات المؤثرة في النمو في الأجل الطويل، وكان أبسطها نموذج Rebelo الذي يعرف بنموذج AK، وعلى خلاف النماذج السابقة يقوم نموذج Rebelo على اعتبار التقدم التقني متغيراً داخلياً، كما يعتمد على دالة الإنتاج ذات غلة الحجم الثابتة في رصيد رأس المال، كما توضحه المعادلة أدناه:<sup>1</sup>

$$Y = AK \dots \dots \dots 14-3$$

**A**: ثابت يشير إلى التطور التكنولوجي؛

**Y**: الإنتاج؛

**K**: رأس المال.

وباعتبار ثبات عدد السكان، وأن تراكم رأس المال يكتب على النحو التالي:

$$k = sY - \delta K \dots \dots \dots 15 - 3$$

حيث:

**s**: نسبة الادخار.

وباعتبار A متغير ثابت، فإنه يتم التعبير عن معدل نمو الدخل كما يلي:<sup>2</sup>

$$y = Ak \rightarrow y = A(sY - \delta K) \rightarrow \frac{y}{Y} = As - \frac{\delta AK}{Y}$$

$$\rightarrow \frac{y}{Y} = As - \delta$$

كما يتم التعبير عن معدل نمو رأس المال، وذلك بقسمة معادلة تراكم رأس المال على K، وذلك على النحو التالي:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> R.Barro & Sala Martin, **Economic Growth**, Mc Graw-Hill Advanced Series in Economics, New York, 1995, p:39-41.

<sup>2</sup> A.Zakane, **Depenses Publiques Productives, Croissance a Long Term & Politique Economique, essai d'analyse économétrique appliquée au cas d'Algérie**, Thèse Doctorat d'Etat en Sciences Economiques, Université d'Alger 2003, P:54.

$$\frac{k}{K} = \frac{sAK}{K} - \frac{\delta K}{K} \rightarrow \frac{k}{K} = sA - \delta = GR$$

حيث :

GR: معدل النمو الاقتصادي.

من معادلتني معدل نمو الدخل و معدل نمو رأس المال ، يتبين أن معدل نمو رأس المال يساوي معدل نمو الإنتاج، وأن معدل النمو دالة متزايدة في معدل الادخار؛

كما أن الإنتاجية الحدية لرأس المال ثابتة، بمعنى أن رأس المال يتراكم بمردودية ثابتة وفق نموذج Rebelo، وهو ما يعطي تفسيراً للنمو الاقتصادي في المدى الطويل.

### 3-12 علاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي

تعتبر دراسة العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الحقيقي والمتغيرات المالية من الدراسات التي لاقت اهتمام الدارسين، سيما ما تعلق منها بتحديد اتجاه علاقة السببية بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي، فالبعض يرى أن تطور القطاع المالي يرفع من معدل تراكم رأس المال مما يؤدي إلى تحقيق النمو الاقتصادي، في حين يرى البعض الآخر أن النمو الاقتصادي هو الذي يؤدي إلى حدوث التطور في القطاع المالي، ذلك أن تحديد اتجاه السببية له دور مهم في اختيار استراتيجية التنمية، فإذا كان التطور المالي هو الذي يحفز النمو الاقتصادي، فإن ذلك يستلزم الاهتمام بالقطاع المالي وتحريره، أما في حالة ما إذا كان النمو الاقتصادي هو الذي يحفز التطور المالي، فإن الأمر يستلزم التركيز على السياسات التي تعزز النمو الاقتصادي.

وقد تعددت الدراسات التي بحثت في علاقة السببية بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي، وبالرغم أن أغلب الدراسات النظرية تقر بأن العلاقة بينهما تسير في الاتجاهين (من التطور المالي إلى النمو الاقتصادي ومن النمو الاقتصادي إلى التطور المالي)، إلا أن نتائج معظم الدراسات التطبيقية تدعم اتجاه السببية من التطور المالي إلى النمو الاقتصادي وليس العكس، حيث يقود التطور المالي النمو الاقتصادي<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Ibid.

<sup>2</sup> K. Robert & L. Ross, **Finance & Growth :Schumpeter Might Be Right**, World Bank Working Paper Series n°1083, Washington D.C, p : 2-12.

### 3-12-1 السببية الأحادية

بمعنى أن علاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي تسير في اتجاه واحد، وهذا ما يطرح التساؤل حول اتجاه هذه العلاقة ، من التطور المالي إلى النمو الاقتصادي أم العكس؟

### 3-12-1-1 علاقة السببية من التطور المالي إلى النمو الاقتصادي

وهنا يعتبر النمو الاقتصادي تابع للبنية المالية للاقتصاد، وبذلك يكون اتجاه علاقة السببية كما يلي:



حيث يقوم القطاع المالي بأهم وظيفة تتمثل في الربط بين المدخرين و المستثمرين، وذلك بنقل الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز بالإضافة إلى تحسين عوائد وكفاءة الاستثمار، كما أن تطور القطاع المالي يؤدي بدوره إلى زيادة توفير التمويل للمشاريع الجديدة من خلال الأدوات الائتمانية والمالية كالأسهم والسندات، مما يترتب عليه إضافة جديدة تنعكس على الاقتصاد القومي من خلال زيادة صافي الاستثمار، الذي يؤدي بدوره إلى زيادة النمو الاقتصادي.

وقد تدعمت الدراسات المؤيدة للسببية الأحادية من سوق الأوراق المالية إلى النمو الاقتصادي بالعديد من الدراسات التطبيقية، وكان من بينها:

دراسة (2005) Coporal, Howells & Soliman لاختبار أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي ، وقد جاءت نتائجها تدعم فرضية التطور المالي يؤثر على النمو الاقتصادي من خلال قناة إنتاجية الاستثمارات<sup>1</sup>، كما بينت نتائج الدراسة أن علاقة السببية تتجه من تطور سوق الأوراق المالية إلى النمو الاقتصادي، وأن تطور سوق الأوراق المالية يسرع من النمو الاقتصادي، وذلك بزيادة تخصيص الموارد ورفع كفاءة الاستثمار<sup>2</sup>.

أما الدراسات المتعلقة بأثر سيولة سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي فتعددت واختلفت فيها الآراء، فمنهم من يرى أن للسيولة أثرا إيجابيا على النمو الاقتصادي ومنهم من يرى عكس ذلك؛

<sup>1</sup> C.Howells & Soliman , **Endogenous growth models& Stock Market development, Evidence from four countries**, Review of Development Economics, vol 9, 2005, p : 166 - 176.

<sup>2</sup> رغد أسامة جار الله، مروان عبد المالك ذنون، مرجع سبق ذكره، ص: 37.

ففي دراسة (Levine & Zervos 1998) توصلت نتائجها إلى أن سيولة أسواق الأوراق المالية مرتبطة إيجابيا ومعنويا بمعدلات النمو الاقتصادي، تراكم رأس المال ونمو الإنتاجية، كما أن العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مرتبطة مع قناة نمو الإنتاجية أكثر من قناة تراكم رأس المال<sup>1</sup>.

أما دراسة (Greenwood & Jovanovich 1990) فقد أشارت إلى أهمية سيولة البورصة في النمو الاقتصادي، وقد بينت نتائجها أن أسواق الأسهم تؤثر على النمو الاقتصادي من خلال السيولة وتنويع المخاطر، الحصول على المعلومات حول الشركات، حوكمة الشركات وتعبئة المدخرات<sup>2</sup>.

وفي دراسة لصالح السحيباني (2007) لاختبار فرضية وجود علاقة سببية بين سوق الأسهم السعودي والنمو الاقتصادي، فقد توصلت نتائجها إلى عدم وجود علاقة سببية بين إجمالي الناتج المحلي والقيمة السوقية للأسهم المدرجة، في حين وجدت علاقة سببية تتجه من قيمة الأسهم المتداولة باتجاه إجمالي الناتج المحلي<sup>3</sup>.

إذن فوجود سوق مالي متطور يوفر أدوات مالية متنوعة يكون له أثرا إيجابيا على متغيرات الاقتصاد الحقيقي، باعتبار أن وجود شبكة واسعة من المؤسسات المالية وتشكيلة متنوعة من الأدوات المالية، سيكون له أثرا إيجابيا على الادخار والاستثمار، وبالتالي يتحقق النمو المالي الذي يؤدي إلى النمو الاقتصادي، في حين يؤدي ضعف القطاع المالي إلى ضعف النمو الاقتصادي.

أما دراسة موسى عيسى شحاتيت وآخرون (2014) فقد هدفت إلى بيان أثر نشاط سوق عمان المالي على الاستثمار في الأردن، وقد توصلت نتائج الدراسة إلى عدم وجود أثر ذي دلالة إحصائية لسوق عمان المالي على الاستثمار، وإلى وجود أثر إيجابي ذي دلالة إحصائية للقطاعين المالي والخدمي على الاستثمار، وعدم وجود أثر ذي دلالة إحصائية للقطاع الصناعي على الاستثمار، كما كشفت الدراسة وجود علاقة سببية باتجاه واحد من الاستثمار إلى سوق عمان المالي، ووجود علاقات سببية باتجاه واحد تتجه من حجم التداول في كل من القطاع المالي وقطاع الخدمات إلى الاستثمار<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> R. Levine & S. Zervos, Stock Markets, Banks & Economic Growth, American Economic Review 88, 1998, p : 537 - 558.

<sup>2</sup> سامي مباركي، مرجع سبق ذكره، ص: 11.

<sup>3</sup> صالح إبراهيم السحيباني، سوق الأسهم السعودي والنمو الاقتصادي، علاقات الارتباط والسببية، اللقاء السنوي 16 حول الخدمات المالية في المملكة العربية السعودية، جمعية الاقتصاد السعودية، الرياض، 2007، ص: 3.

<sup>4</sup> موسى عيسى شحاتيت وآخرون، اثر نشاط سوق الأوراق المالية على الاستثمار في الأردن، دراسات العلوم الإدارية، المجلد 41، العدد 1، 2014، ص: 21-36  
file:///C:/Users/DG/Downloads/4165-17554-1-PB%20(1).pdf

### 3-12-2 علاقة السببية من النمو الاقتصادي إلى التطور المالي

انتقد بعض الاقتصاديين اتجاه السببية القائل بأن التطور المالي يسبب النمو الاقتصادي، معتبرين في ذلك أن التطور المالي متغيرا تابعا للنمو الاقتصادي وبالتالي فهو نتيجة للنمو ، حيث أن النمو الاقتصادي يؤدي إلى زيادة الطلب على الخدمات المالية فتتوسع بذلك الأنشطة المالية مما يؤدي إلى حدوث تطور مالي، بمعنى أن زيادة الطلب على الأصول المالية هو نتيجة لنمو الدخل الحقيقي؛

وهو ما ذهبت إليه دراسات Mayer (1988) وDevereux & Smith (1994)<sup>1</sup>، فالنمو الاقتصادي يؤثر إيجابيا على التطور المالي والذي بدوره يعزز النمو الاقتصادي في المدى الطويل، وعليه يبرز اتجاه العلاقة بين المتغيرين كما يلي:



حيث أبرزت عدة أبحاث أن النمو الاقتصادي هو من يسبب تطور القطاع المالي ،ووفق هذا الاتجاه يحدث التطور المالي كمحصلة للنشاط الاقتصادي الكلي، الذي يلزم النظام المالي بتطوير خدماته وأدواته المالية، فيكون التمويل نتيجة طبيعية لمتطلبات القطاع الحقيقي ، وهو ما ذهبت إليه (Robinson 1952) في دراستها التي تثبت فيها أن التطور المالي هو نتاج للتطورات الحادثة في القطاع الحقيقي، وبذلك ترى أن اتجاه العلاقة السببية من النمو الاقتصادي إلى النظام المالي وليس العكس، فالتنمية حسب رأيها هي التي تخلق الطلب على ترتيبات تمويل تناسبها والنظام المالي سوف يستجيب تلقائيا لذلك الطلب.<sup>2</sup>

### 3-12-2 السببية الشائبة (Feedback Causality)

أمام الاختلاف في تحديد علاقة السببية بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي ، هناك من الاقتصاديين من ينادي بالسببية المزدوجة (الشائبة) بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، مستدلين بذلك على أن تأسيس نظام مالي كفء يستجيب لنمو اقتصادي أسرع، من خلال كفاءة التخصيص وتنوع المخاطر وإدارة السيولة وتقييم المشاريع ومراقبتها، حيث يعمل النظام المالي على تحسن كفاءة توزيع الموارد، وبالتالي تتوسع الطاقة الإنتاجية للقطاع الحقيقي، وفي الوقت نفسه أن الكفاءة التقنية ستزيد من حجم القطاع المالي، لأن اقتصاديات الحجم موجودة في نشاطات القطاع المالي،

<sup>1</sup> هالة حلمي السعيد، دراسة تحليلية لأثر المتغيرات الاقتصادية على أداء سوق الأوراق المالية، رسائل البنك الصناعي، الكويت، العدد 62، 2000، ص: 7.

<sup>2</sup> J. Robinson , The Generalization of the general theory in the rate of interest and other essays, McMillan, London, 1952 ,P : 67-142.

وكنتيجة لذلك فإن القطاع الحقيقي قد يمارس تأثيراً إيجابياً على القطاع المالي من خلال الادخار، لذلك فإن التطور المالي والنمو الاقتصادي يؤثران في بعضهما البعض<sup>1</sup>.

إن ما يعزز هذا الرأي أنه في المراحل الأولى للتنمية وبصفة خاصة في المرحلة التي يحتاج فيها الاقتصاد إلى تقنيات عالية في شتى المجالات، فإنه يسيطر اتجاه العلاقة من القطاع المالي إلى القطاع الحقيقي، وهذا ما يحدث في الدول النامية، إلا أن هذا الرأي لا ينطبق بالضرورة على الدول المتقدمة، إذ أنه مجرد وصول عملية التنمية إلى مراحل متقدمة فإن الطلب التابع يأخذ في الظهور، فنمو الاقتصاد يؤدي إلى خلق و توليد طلب جديد على الخدمات المالية، والذي يرجع إلى طلب المستثمرين و المدخرين في القطاع الحقيقي على تلك الخدمات، وفي هذه الحالة فإن أي تطور في النظام المالي يعتبر عملية مستمرة و تابعة لعملية النمو الاقتصادي، وبالتالي فإن العلاقة في المراحل الأولى للتنمية تكون أحادية الاتجاه وفي المراحل اللاحقة تكون ثنائية الاتجاه<sup>2</sup>.

وهو ما ذهب إليه (Patrick 1966) في دراسته التي يقر فيها بالاتجاه الثنائي للسببية، أولها يتعلق بالعرض القائد وذلك باعتبار التطور المالي يقود النمو الاقتصادي، والثاني فرض الطلب التابع أي أن التطور المالي يتبع النمو الاقتصادي<sup>3</sup>، وقد وضح أن اتجاه السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي يختلف باختلاف مراحل التنمية التي يمر بها البلد، فالنمو الاقتصادي يحث التوسع في النظام المالي والذي ينعكس إيجاباً على كفاءة تخصيص رأس المال، مما يؤدي إلى زيادة الطاقة الإنتاجية للقطاع الحقيقي، وبالنتيجة فإن توسع النظام المالي يحفز الطلب على الخدمات المالية، بمعنى أنه في المراحل اللاحقة من التطور الاقتصادي فإن النظام المالي هو الذي يحفز النمو الاقتصادي، وذلك عندما تتوفر الخدمات المالية بشكل معتبر في الاقتصاد.

ففي المراحل الأولى من عملية النمو يتحدد نموذج العرض القائد ؛

وفي المراحل المتقدمة من النمو يتحدد نموذج الطلب التابع؛

وفي ظل التفاعل المستمر بين العرض القائد والطلب التابع والنمو الاقتصادي تتحدد العلاقة الثنائية كما يلي:



<sup>1</sup> يونس مفيد ذنون، الدباغ مثنى عبد الرزاق، الأسواق المالية والنمو الاقتصادي في الدول النامية، مجلة تنمية الرفادين، المجلد 30، العدد 91، الموصل، العراق، ص: 281 - 304.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص: 139.

<sup>3</sup> H. Patrick, **Financial development & Economic Growth in Underdeveloped Countries**, Economic Development & Cultural Change 14, 1966, p : 174 - 189.

كما توصل Greenwood & Jovanovich (1990) في دراستهما إلى وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، فمن ناحية فإن عملية النمو تحفز المشاركة في أسواق الأوراق المالية، وبذلك يسهل إنشاء وتوسيع المؤسسات المالية، ومن ناحية أخرى فإن المؤسسات المالية من خلال جمع وتحليل المعلومات تؤدي إلى رفع كفاءة إنتاجية الاستثمارات والنمو في الأجل الطويل، وهكذا يؤدي النظام المالي إلى رفع معدل النمو من خلال تخصيص الكفاء للموارد المالية<sup>1</sup>.

ومن وجهة نظر Liang & Reichert (2007) فإن اتجاه العلاقة السببية بين القطاع المالي والنمو الاقتصادي، يختلف حسب مرحلة التنمية التي يمر بها الاقتصاد، ففي المراحل الأولى من النمو وجد أن العلاقة السببية تتجه من النمو الاقتصادي نحو سوق الأوراق المالية وبالتالي تحقق فرض الطلب التابع، ومن جهة أخرى فإنه وعندما يتحقق النمو فإن اتجاه السببية سوف ينعكس ويأخذ دور العرض القائد، وفي هذه المرحلة فإن تحقق الكفاءة سوف يعمل على تسهيل النمو الاقتصادي وزيادته نتيجة لانخفاض تكاليف المعاملات.<sup>2</sup>

كما توصلت دراسة مفيد ذنون ومنى عبد الرزاق (2008) التي بحثت في علاقة سوق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي في الدول النامية، إلى أن هناك علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين أسواق الأسهم والنمو الاقتصادي في الدول ذات التطور المالي المتوسط والمرتفع، في حين لم تظهر العلاقة في الدول ذات التطور المالي المنخفض.

وفي الأخير نشير إلى أن بعض الباحثين بينوا في دراساتهم العلاقة السلبية للتطور المالي على النمو الاقتصادي، وهو ما توصلت إليه دراسة Lucas (1988) الذي يرى أن التطور المالي قد يعوق النمو الاقتصادي من خلال تأثيره السلبي على معدل الادخار وهو بذلك يعتبر أن العوامل المالية هي أقل أهمية بالنسبة للنمو، وكثيرا ما تؤدي العوامل المالية دورا سلبيا في بعض فترات النمو الاقتصادي، كما يقر بأن الأسواق المالية تتطور مع ظهور الحاجة إلى ذلك.

ويرى آخرون أن لسوق الأوراق المالية أثرا سلبيا على النمو الاقتصادي، وحثتهم في ذلك أن أسواق الأوراق المالية تتسبب في حدوث التقلبات الاقتصادية، إذ أن تراجع تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية قد يؤدي إلى تغيرات سريعة مفرطة وعدم استقرار الاقتصاد الكلي كما يؤدي إلى تقلبات في أسعار الصرف، كل ذلك من شأنه أن يؤدي إلى حدوث آثار سلبية على النمو الاقتصادي.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> P. Guidotti & J. Gregorio, **Financial Development & Economic Growth**, World Development, vol 23, n° 3, 1995, p: 435.

<sup>2</sup> Liang & Reichert, **Economic Growth & Financial Sector Development**, The International Journal of Business & Finance Research, Vol 1, 2007

<sup>3</sup> عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص: 112.

ويرتكز اتجاه آخر على أن القطاع المالي مستقلا تماما عن القطاع الحقيقي، وبالتالي فإن أي منهما لا يؤثر في الآخر وهو ما ذهب إليه Modigliani & Miller ، فمن وجهة نظرهما فإن القرارات الاقتصادية مستقلة تماما عن المؤسسات المالية وهياكلها.<sup>1</sup>

وبعد التطرق إلى الدراسات التي تناولت علاقة سوق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي نستنتج أن:

- ✓ أغلب الدراسات تبين أن هناك علاقة إيجابية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، حيث تؤدي الزيادة في درجة تنمية سوق الأوراق المالية إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي، وأن الانخفاض في درجة تنمية سوق الأوراق المالية يرتبط بانخفاض معدل النمو، كما أن النمو الاقتصادي يساهم بدوره في تنمية سوق الأوراق المالية؛
- ✓ عدم حسم اتجاه العلاقة السببية فمنهم من يرى أن العلاقة أحادية، ومنهم من يرى أن العلاقة ثنائية تسير في الاتجاهين؛

✓ وقلة من الدراسات التي تقرر بالعلاقة السلبية لسوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي.

<sup>1</sup> Modigliani & Miller, **The Cost of Capital Corporation Finance & The Theorie of Investment**, American Economic Review, 48, 1958, p :261-297.

### خلاصة الفصل الثالث

للقيام بالنشاط الاقتصادي لابد من توفر عناصر الإنتاج المختلفة، يأتي في مقدمتها عنصر رأس المال الذي يعتبر عاملا أساسيا لضمان استمرارية نشاط المؤسسات، لذلك فإن الحاجة الماسة والمتزايدة إلى رأس المال كانت سببا في إنشاء وتطور سوق الأوراق المالية، وقد اتسع نطاقها وحجم معاملاتها بل وأصبحت من أهم المؤشرات الدالة على الأداء الاقتصادي لأي دولة.

وتعتبر سوق الأوراق المالية إحدى أهم مكونات النظام المالي سيما في الدول المتطورة ، على خلاف الدول النامية والعربية التي يغلب عليها التمويل البنكي في تركيبة النظام المالي وذلك في مجال توفير مصادر التمويل .

ومن أجل رفع فعالية الأنظمة المالية كان لزاما على الدول النامية والعربية انتهاج سياسات التحرير المالي، سيما ما تعلق بتحرير أسواق الأوراق المالية وتطبيق إصلاحات بأسواقها ، قصد إحداث تطور مالي يعمل على الرفع من معدل النمو الاقتصادي.

ويرجع تطور معدل النمو الاقتصادي أساسا إلى عوامل أو مصادر النمو ، التي كانت محل نقاش عبر نظريات النمو الاقتصادي في تحديد أهمية عامل على آخر ودوره في دفع النمو الاقتصادي ، وقد اتجهت النظريات الحديثة ومنها نموذج Rebelo إلى دراسة أثر التطور التكنولوجي كمتغير داخلي في إحداث معدلات أعلى لتراكم رأس المال في المدى الطويل؛

وكانت أهم الإسهامات الحديثة لنظرية النمو تأكيدها على وجود أثر إيجابي للتطور المالي على النمو الاقتصادي ،وهذا استنادا إلى قدرة سوق الأوراق المالية على تعبئة المدخرات وتخصيص الموارد وتنويع المخاطر وتوفير السيولة للمشروعات طويلة الأجل؛

أما فيما يخص أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي فقد أقرت الدراسات الأثر المتبادل، وفيما يتعلق باتجاه علاقة السببية فلم تحسم الدراسات ذلك ،فمنهم من يرى أن علاقة السببية تتجه من سوق الأوراق المالية إلى النمو الاقتصادي ومنهم من يرى العكس ، ويرى آخرون أن العلاقة ثنائية تسيير في الاتجاهين.

## الفصل الرابع

أثر سوق عمان للأوراق المالية في النمو الاقتصادي:

دراسة قياسية للفترة (1980 – 2016)

## تمهيد

لدراسة أثر سوق عمان للأوراق المالية في النمو الاقتصادي، فإنه لابد من استخدام مؤشرات ممثلة لكل من سوق الأوراق المالية، كمتغيرات مفسرة ومؤشر النمو الاقتصادي كمتغير تابع. وللتحليل لابد من اعتماد منهج يتلاءم مع أهداف الدراسة، وقد تم استخدام المنهج التجريبي اعتماداً على الأسلوب الإحصائي القياسي، وذلك بتحليل السلاسل الزمنية للفترة (2000-2016)، من خلال نموذج متجه تصحيح الخطأ (Vector Error Correction Model =VECM)؛

ولا نجاز الدراسة تم الحصول على بيانات سنوية في شكل سلسلة زمنية، مستخرجة من التقارير السنوية لسوق عمان للأوراق المالية، والتقارير السنوية لبنك الأردن المركزي، المتاحة على المواقع الإلكترونية.

كما اعتمدنا في الدراسة على المتغيرات المالية لبورصة عمان ممثلة للقطاع المالي: وهي الرسيمة البورسية، معدل الدوران ، معدل التداول، إصدار الأسهم، والمتغير الاقتصادي الذي يمثل القطاع الحقيقي وهو معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (مقيماً بالأسعار الثابتة) خلال الفترة (1980-2016)، مع الإشارة إلى أن بيانات الدراسة مرفقة ضمن الملحق (1).

#### 4-1 نشأة سوق الأوراق المالية الأردنية

إن تأثر الدول النامية بالتنظيمات المالية للدول الرأسمالية المحيطة بها ولو بدرجات متفاوتة، جعلها تسن تشريعات وقوانين لتنمية وتطوير اقتصادها على شاكلة الدول الرأسمالية، ومما تعانيه هذه الدول النامية كالأردن مثلاً من شح في الموارد المالية وسوء استغلال المتاح منها، قد أدى إلى اعتمادها بشكل كبير على المديونية الخارجية، التي أثرت سلبياً على واقع الاقتصاد الأردني.

لذلك وخلال عقد التسعينات من القرن السابق، بدأت العديد من الدول النامية ومنها الأردن، بتطوير أسواقها المالية وتحريرها، بهدف إيجاد آليات اقتصادية لتشغيل الموارد المالية المتاحة، إضافة لأهمية تلك الأسواق في التحول إلى اقتصاديات السوق الحر، من خلال برامج التصحيح، وبالرغم من أن برامج التصحيح الاقتصادي والتحرير المالي، لم تحقق أهدافها الرئيسية في خلق التوازن والاستقرار النقدي والمالي في الأردن، إلا أن سوق عمان المالي شهد تطوراً ملموساً في السنوات الأخيرة، تمثلت بزيادة عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان، وزيادة حجم التداول وأعداد المتعاملين في السوق.

وقد تم إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن، وذلك بأسهم هذه الشركات منذ فترة طويلة، حيث كان ذلك قبل إنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية، فقد بدأ الأردنيين بالاكتتاب بالأسهم والتعامل بها منذ أوائل الثلاثينات، حيث ترجع أولى عمليات التداول بأسهم الشركات الأردنية إلى سنة 1930، وقد تزامن ذلك مع إنشاء أول شركات المساهمة في الأردن وهما البنك العربي سنة 1930، وشركة مصانع الاسمنت الأردنية في عام 1951 وكان التداول حينها يتم في سوق غير منظمة تقيمه بعض المكاتب غير المتخصصة، وقد دفع هذا إلى التفكير الجاد في إنشاء سوق مالية في العاصمة (عمان)، فقام البنك المركزي خلال السنتين 1975 و1976 وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي، بتقييم مشروع إنشاء السوق المالية، فصدر القانون رقم 31 لسنة 1976 والذي بموجبه أنشأت سوق عمان لأوراق المالية كسوق منظمة وكجهة رقابية وتنفيذية في آن واحد، والتي باشرت نشاطاتها في 1 جانفي 1978 وكان الهدف المحدد في هذا القانون ما يلي<sup>1</sup>:

تنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني، و تنظيم إصدار وتداول الأوراق المالية بما يضمن شفافية التعامل وسلامته وعدالته وسهولته وسرعته. ومع إدراك الأردن لحجم التحديات الناتجة عن العوالة، والتقدم الكبير على صعيد ثورة الاتصالات والمعلومات قام بتحرير الاقتصاد بدمجه في الاقتصاد العالمي، وبدأ باتخاذ خطوات مهمة كان من أهمها إصدار العديد من التشريعات

<sup>1</sup> الموقع الإلكتروني لبورصة عمان، <https://www.ase.com.jo>

الاقتصادية، وتنفيذ العديد من الإجراءات والقرارات للنهوض بالاقتصاد، وبالمؤسسات قصد تطوير سوق عمان وتمكينه من مسايرة تلك التطورات المحلية والعالمية.

وبعد عام 1980 شهدت البيئة الاستثمارية والمالية في الأردن جملة من الأحداث أهمها:

- خلق السوق الموازية نتيجة ارتفاع عدد الأسهم المتداولة منذ عام 1985؛
- اندماج العديد من الشركات وفي مختلف القطاعات بهدف زيادة حجمها وقوتها الاقتصادية؛
- التوسع في إصدار أسناد القرض للشركات العامة، وتوسع البنك المركزي في إصدار سندات التنمية إلى جانب البدء بتداول أذونات الخزينة في عام 1988.

ونظرا لتوسع الاقتصاد الأردني وزيادة حجم التداول في سوق عمان المالي، نتيجة لزيادة عدد الشركات المدرجة في السوق، تبنت الحكومة الأردنية سياسة إصلاح شاملة لسوق رأس المال، لتعزيز نمو القطاع الخاص وتنويع قاعدة الاقتصاد الوطني، وسعيا إلى الارتقاء للمعايير الدولية في مجال تنظيم سوق الأوراق المالية.

وكان أهم حدث ضمن سياسة الإصلاح صدور قانون الشركات رقم 22 لسنة 1997 وقانون الأوراق المالية المؤقت رقم 23 لسنة 1997، والذي ألغي بموجبه قانون سوق عمان المالي وتعديلاته، وقد تم تعديل هذا القانون بإصدار القانون رقم 76 لسنة 2002، الذي أحدث نقلة نوعية في إعادة هيكلة وتنظيم سوق رأس المال، واستكمال بنيته التحتية وتحقيقا للشفافية وسلامة التعامل بالأوراق المالية، وبموجب هذا التعديل أنشأت ثلاث مؤسسات مالية لإدارة سوق رأس المال وهي:<sup>1</sup>

➤ هيئة الأوراق المالية.

➤ بورصة عمان.

➤ مركز إيداع الأوراق المالية.

كما شهدت سوق عمان للأوراق المالية، تشريعات تخص الإفصاح والشفافية وإلزام الشركات بهذه التشريعات، لضمان حقوق المتعاملين في السوق، إلى جانب السماح للاستثمار الأجنبي غير المباشر بدخول بورصة عمان للأوراق المالية لضمان فاعلية البورصة وتوفير السيولة المناسبة للسوق، كما أعدت هيئة الأوراق المالية التشريعات المناسبة لربط السوق بالأسواق الخليجية سيما سوق أبو ظبي، وذلك لضمان الإدراج المزدوج للأوراق المالية والسماح للمستثمر الأردني بدخول هذه الأسواق، بعد أن تم إدخال آلية التداول الإلكتروني في منتصف عام 2000، ونظرا للنشاط المتزايد لتداول الأوراق المالية في بورصة عمان، تم تطبيق النسخة الجديدة من نظام التداول الإلكتروني V NSC900 في عام 2008، وذلك

<sup>1</sup>المرجع نفسه.

لزيادة القدرة الاستيعابية لنظام التداول الإلكتروني، ولزيادة القدرة الرقابية لمؤسسات السوق على عمليات التداول بالأوراق المالية بما يكفل تعزيز الشفافية في السوق.

كما تم إعداد مشروع تأسيس المركز المالي الوطني الأردني، ليضم كلا من بورصة عمان ومركز إيداع الأوراق المالية ومكاتب للوسطاء وقاعة للجمهور ومكاتب للبنوك، بالإضافة إلى معهد متخصص للخدمات ذات الصلة بسوق رأس المال، هذا بالإضافة إلى تحديث البنية التقنية للبورصة، وتطبيق التداول عبر الإنترنت واحتساب أرقام قياسية جديدة واستحداث أدوات مالية جديدة.

كما بدأ العمل بنظام التداول الإلكتروني في أوائل عام 2000، لمواكبة التطورات الحديثة ومعالجة مشكلات التداول الإلكتروني، مما ساعد على توفير الشفافية لعمليات التداول والعدالة في تنفيذ الصفقات، حيث أصدرت بورصة عمان تعليمات جديدة لتداول الأوراق المالية والتي بُدئ العمل بها اعتباراً من تاريخ 2000/3/26، ويأتي إصدار هذه التعليمات، في إطار استكمال متطلبات قانون الأوراق المالية رقم (23) لسنة 1997 للوصول إلى سوق منظم وشفاف للأوراق المالية . ولقد تضمنت هذه التعليمات إجراءات تداول الأوراق المالية في البورصة، من خلال نظام التداول الإلكتروني، ومن أهم ملامح هذه التعليمات ما يلي:

➤ تنظيم العلاقة بين شركات الوساطة المالية وعملائها، حيث ألزمت هذه التعليمات جميع شركات الوساطة المالية، بإبرام اتفاقيات خطية مع عملائها، قبل تنفيذ أي عملية لصالح العملاء.

➤ إلزام شركات الوساطة المالية بترتيب التفاوض الوارد من عملائها، أو من محافظها الخاصة حسب تاريخ ورودها، ومراعاة هذا التسلسل عند إدخال الأوامر إلى نظام التداول الإلكتروني، حيث يتوجب على الوسيط عند إدخال أي أمر إلى نظام التداول أن يبين فيه رقم العميل المعني، ومثل هذا المنحى يؤدي إلى المحافظة على ترتيب الأولويات عند قيام النظام بتنفيذ الصفقات ومقابلة الطلب بالعرض.

➤ إيجاد مجموعات التسعير التالية للأوراق المالية المتداولة في البورصة:

✓ **مجموعة التسعير المستمر Continuous:** تمثل هذه المجموعة الأوراق المالية التي يتم تداولها خلال جلسة التداول على عدة أسعار، والتي تتم خلال مراحل الجلسة المختلفة، يتم إدخال الأوامر خلال مرحلة ما قبل الافتتاح لمجموعة التسعير المستمر، بحيث يتم ظهورها على سجل أوامر الشركة بدون إحداث أي تداول، ويقوم النظام باحتساب سعر التوازن التأشير (IEP)، بعد كل عملية إدخال، ويتم ظهوره مباشرة على نافذة سجل الأوامر لكل شركة، كما يتم تنفيذ أوامر الشراء والبيع المدخلة خلال مرحلة الافتتاح لمجموعة التسعير المستمر،

لكل ورقة مالية على آخر سعر توازن تأشيرى عند تلك اللحظة، إذا كان التنفيذ سيحدث ضمن حدود تغيير الأسعار المسموح بها، ويكون سعر الافتتاح هو آخر سعر توازن تأشيرى تم عليه التنفيذ في مرحلة الافتتاح.

✓ **مجموعة التسعير الثابت Fixing:** مثل هذه المجموعة الأوراق المالية التي يتم تداولها على سعر ثابت خلال جلسة التداول، يمثل آخر سعر توازن تأشيرى عند الافتتاح.

ويتم إدخال الأوامر خلال مرحلة ما قبل الافتتاح لمجموعة التسعير الثابت، بحيث يتم ظهورها على سجل أوامر الشركة بدون إحداث أي تداول، ويقوم النظام باحتساب سعر التوازن التأشيرى (IEP) بعد كل عملية إدخال ويتم ظهوره مباشرة على نافذة سجل الأوامر لكل شركة.

كما يتم تنفيذ أوامر الشراء والبيع المدخلة خلال مرحلة الافتتاح لمجموعة التسعير الثابت، لكل ورقة مالية على آخر سعر توازن تأشيرى عند تلك اللحظة، إذا كان التنفيذ سيحدث ضمن حدود تغيير الأسعار المسموح بها.

➤ أدخلت التعليمات مفهوم سعر التوازن التأشيرى Indicative Equilibrium Price، والذي يقصد به ذلك السعر الذي يحقق التوازن بين الكميات المعروضة والمطلوبة، والذي يتم احتسابه من قبل نظام التداول بعد إدخال أي أمر على الورقة المالية أو تعديله أو إلغائه.

وحول طريقة احتساب هذا الرقم فإن نظام التداول الإلكتروني، يقوم باحتسابه وفقاً للمعايير التالية:

- يكون سعر التوازن التأشيرى ذلك السعر الذي يحقق أكبر كمية تداول قابلة للتنفيذ، وفي حال وجود أكثر من سعر يحقق هذا الشرط يتم الانتقال للمعيار الوارد في البند التالي؛
  - يكون سعر التوازن التأشيرى السعر الذي يحقق أقل كمية تداول غير قابلة للتنفيذ، وفي حال وجود أكثر من سعر يحقق هذا الشرط يتم الانتقال إلى المعيار الوارد في البند التالي؛
  - يكون سعر التوازن التأشيرى السعر الأقرب إلى سعر الإغلاق السابق.
- ومن جانب آخر يؤخذ بعين الاعتبار عند احتساب سعر التوازن التأشيرى كميات جميع الأوامر، بما في ذلك الكميات المخفية والتي يسمح النظام بعدم إظهارها.

➤ إعطاء مرونة أكبر للوسطاء عند إدخال الأوامر إلى النظام، وذلك من خلال التقسيمات الجديدة لأنواع الأوامر المدخلة إلى النظام؛

تقسم الأوامر من حيث السعر إلى:

- سعر مفتوح (Open) ويقصد به سعر الأمر المرسل في مرحلة ما قبل الافتتاح لشراء أو بيع الورقة المالية بسعر الافتتاح (IEP).

- سعر السوق (Market) ويقصد به سعر الأمر المرسل في مرحلة التداول المستمر على أفضل الأسعار الموجودة في الطرف المقابل على الورقة المالية، بحيث يكون أفضل سعر معروض في حالة إرسال أمر شراء، أو أفضل سعر مطلوب في حالة إرسال أمر بيع.
- سعر محدد (Limited) ويمثل هذا السعر أعلى سعر يقبل به المشتري في حالة الشراء، وأقل سعر يقبل به البائع في حالة البيع.

وتقسم الأوامر من حيث مدة سريانها إلى:

- أمر لحظي (FOK) أو (FAK): حيث يتم إدخال الأمر اللحظي (FAK) (FILL & Kill) خلال جلسة التداول المستمر، ويتم على أساس تنفيذ الكمية الممكنة على السعر المحدد للأمر، مباشرة وإلغاء الكمية المتبقية غير المنفذة، أما الأمر اللحظي (FOK) (FILL or Kill) فيتم إدخاله خلال جلسة التداول المستمر، ويتم على أساس تنفيذ كامل كمية الأمر على السعر المحدد مباشرة، أو إلغائه في حال عدم إمكانية تنفيذ الكمية كاملة.
- أمر ليوم واحد فقط (Day) حيث تكون صلاحية هذا الأمر لمدة يوم واحد فقط.

أمر بتاريخ محدد: يجوز تحديد تاريخ معين لانتهاء سريان الأمر، شريطة أن لا يتجاوز هذا التاريخ آخر يوم في الشهر.

- أمر لنهاية جلسة تداول آخر يوم بالشهر (GTC) تكون الأوامر المدخلة بمدة صلاحية (GTC) (GoodTill Cancel) سارية المفعول حتى نهاية جلسة تداول آخر يوم بالشهر.

➤ إدخال مفهوم الصفقات والذي يقصد به التداول الذي يتم بين وسيطين أو من خلال وسيط واحد (في حال التنفيذ المتقابل)، لشراء وبيع أية ورقة مالية دفعة واحدة ويتم تنفيذ الصفقة ضمن الشروط التالية:

- ✓ أن يتم تنفيذها (شراءً أو بيعاً) دفعة واحدة بناء على أمر العميل وتفويضه؛
- ✓ أن لا تقل قيمة الأوراق المالية عن الحد الأدنى المسموح به لهذه الشركة والمحدد من قبل مجلس الإدارة، حيث تم تحديدها بمبلغ لا يقل عن (200) ألف دينار؛
- ✓ أن يكون التفويض بذلك خطياً من العميل؛
- ✓ أن تكون الورقة المالية مملوكة من قبل شخص واحد بمفرده؛

كما يشترط لتنفيذ الصفقة إدخالها من قبل الجانبين، ضمن الوقت المحدد لتداول الصفقات على النافذة المعدة لذلك، وفي حالة عدم إدخال الصفقة من قبل أحد طرفي العملية، خلال الفترة المحددة يتم إلغاؤها، و يتم تنفيذ الصفقة

من قبل الوسيط على سعر الإغلاق، أو بنسبة زيادة أو نقصان عن سعر الإغلاق، محددة من قبل مجلس الإدارة لهذه الغاية والبالغة (5%).

➤ تمكين جهاز الرقابة في البورصة من القيام بمهامه بصورة أفضل وبشكل أسرع.

4-2 مؤسسات سوق رأس المال الأردني: تم إنشاء ثلاث مؤسسات جديدة محل سوق عمان المالي وهي<sup>1</sup>:

4-2-1 هيئة الأوراق المالية: وهي الهيئة الرقابية المنظمة لسوق رأس المال في الأردن، تتمتع بالشخصية

الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري، وللهيئة مجلس مفوضين باش عمله لأول مرة في 1/9/1997 لممارسة الصلاحيات التالية:

✓ إعادة مشاريع القوانين والأنظمة المتعلقة بالأوراق المالية؛

✓ منح التراخيص للشركات الخدمات المالية والموافقة على تسجيل صناديق الاستثمار؛

✓ الموافقة على الأنظمة الداخلية و التعليمات الخاصة بالبورصة ومركز إيداع الأوراق المالية؛

✓ الموافقة على الرسوم و العمولات التي تتقاضاها البورصة والمركز والشركات الخدمات المالية المرخصة من عملائهم بحدودها الدنيا و العليا؛

✓ اعتماد المعايير المحاسبية والتدقيق وتقويم الأداء من قبل الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة والتقيد بها، إضافة لتحديد

المعايير والشروط الواجب توافرها في مدققي الحسابات المؤهلين لتدقيق حسابات تلك الجهات؛

منع إصدار أو تداول أي ورقة مالية في البورصة في حال أقر المجلس بذلك.

أهداف هيئة الأوراق المالية: تهدف إلى تحقيق ما يلي:

● توفير المناخ الملائم لسلامة التعامل في الأوراق المالية؛

● تنظيم سوق رأس المال بما يكفل تحقيق العدالة والكفاءة والشفافية؛

● حماية المستثمرين في الأوراق المالية؛

● حماية سوق رأس المال من مخاطر التي قد يتعرض لها.

ولغرض تحقيق أهداف الهيئة فإنها تمارس المهام الآتية:

● تنظيم و مراقبة إصدار الأوراق المالية و التعامل بها؛

<sup>1</sup> اعتمادا على المراجع التالية :

الموقع الإلكتروني لبورصة عمان: <https://www.ase.com.jo>

ارشاد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 126 - 142.

- تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها، وهي سوق الأوراق المالية، مركز إيداع الأوراق المالية، المصدرين، صناديق الاستثمار؛
  - تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها، وتعامل المستثمرين المطلعين وكبار المساهمين؛
  - تنظيم عمليات البيع على المكشوف للأوراق المالية وآلية المتاجرة بالهامش؛  
تنظيم العروض العامة لشراء أسهم الشركات المساهمة العامة.
- 4-2-2-2-4 مركز إيداع الأوراق المالية: أنشأ مركز إيداع الأوراق المالية بموجب قانون الأوراق المالية رقم (23) لسنة 1997، وباشر أعماله في عام 1999، يتمتع بشخصية اعتبارية، ذات استقلال مالي وإداري، يخضع لرقابة الهيئة وإشرافها، يهدف المركز إلى تعزيز ثقة المستثمرين بالأوراق المالية، وتمكينهم من متابعة استثماراتهم بالأوراق المالية، وذلك ببناء سجل مركزي لحفظ ملكية الأوراق المالية، والحد من المخاطر المتعلقة بتسوية عمليات التداول في السوق، من خلال وضع أنظمة وتشريعات وإجراءات تتسم بالعدالة والسرعة والأمان.
- 4-2-2-2-4 مهام مركز إيداع الأوراق المالية: تركزت مهام المركز في:
- تسجيل الأوراق المالية في السجل المركزي للمساهمين الموثقين، وحفظ ونقل ملكيتها وإيداعها وإجراء المقاصة والتسوية عبر نظام مركزي، وعلى أساس مبدأ التسليم مقابل الدفع، الذي يعد أحد أهم المعايير الدولية الموصى بها عالمياً لتسوية عقود التداول المنفذة لدي البورصة، والذي يقوم على أساس تسليم الأوراق المالية المباعة مقابل تسديد ثمنها.
  - الإشراف والرقابة على الأنشطة المهنية ذات العلاقة بعمل المركز.
  - وضع وتطبيق القواعد الخاصة باستخدام مرافق وتسهيلات المركز والاستفادة من خدماته.
  - إبداء الرأي في التشريعات وتعديلاتها ذات العلاقة بعمل المركز، واقتراح التشريعات والإجراءات التي تكفل حماية المستثمرين مالكي الأوراق المالية.
  - إصدار التقارير ونشر المعلومات والإحصاءات عن نشاط المركز.
  - إنشاء وإدارة صندوق ضمان التسوية.
  - إقامة علاقات تعاون مع مراكز الإيداع، والجمعيات والمنظمات العربية والإقليمية والدولية، في مجال الأوراق المالية وإبرام الاتفاقيات معها بما يخدم أهداف المركز.

#### 4-2-2-2 خدمات المركز الإلكتروني: بهدف مواكبة التطورات التكنولوجية المتجددة، قام المركز بتوسيع قاعدة

خدماته للمستثمرين في شتي المجالات المتاحة وعبر موقعه على شبكة الأنترنت ومن هذه الخدمات ما يلي:

✓ إتاحة كافة المعلومات عن الاكتتابات العامة المطروحة مثل نشرة الإصدار وملخصها، بالإضافة إلى عقد التأسيس والنظام الأساسي للشركة التي تطرح أسهمه للاكتتاب العام.

✓ خدمة الاكتتاب العام الإلكتروني (e-ipo) التي تمكن المستثمر من الاكتتاب في الأوراق المالية المعروضة بسهولة وتوفيراً للوقت والجهد.

✓ خدمة منظمة الأعضاء على شبكة الأنترنت (Intranet) للمركز، لتمكن كل عضو من الدخول للاطلاع على بياناته وطلب تعديلها إلكترونياً، والاطلاع على المخالفات التشريعية الموجودة لديه، وذلك لتمكينه من اتخاذ الإجراءات اللازمة لتصويبها بما فيه خدمة المصلحة العامة، إلى جانب نشر هذه المعلومات والبيانات على موقع المركز الإلكتروني على شبكة الإنترنت (Internet) تعزيزاً للشفافية والإفصاح .

✓ خدمة الاطلاع على الحسابات (On Line AccountViewing) لتمكن المستثمر من متابعة محافظته الاستثمارية، والاطلاع على أرصدة وكشوف حساباته من الأوراق المالية المودعة، وكافة الحركات المنفذة على مستوى حساب المستثمر لدى وسيطه.

#### 4-2-2-3 إجراءات المقاصة والتسوية وتحويل الملكية: يتم نقل ملكية الأوراق المالية المودعة من حساب

العميل البائع لدى الوسيط البائع، إلى حساب العميل المشتري لدى الوسيط المشتري، بموجب قيود إلكترونية وبناء على الملف اليومي للتداول الوارد للمركز من السوق، حيث تبقى الأوراق المالية عالقة في حساب المشتري لحين إتمام إجراءات تسويتها ودفع ثمنها، ولا يجوز إجراء أي تحويل عليها أو رهنها خلال تلك المدة، وتكون عقود التداول إما عقود تداول مقبولة أو عقود تداول معلقة، حيث يكون عقد التداول معلقاً إذا كان عدد الأوراق المالية المسجلة في حساب العميل لدى وسيط البائع لا يكفي لتنفيذ عملية البيع، أو إذا كانت الأوراق المالية المباعة مقيدة بقيد ملكية يمنع التصرف بها (رهن، حجز)، ويتم إبلاغ الوسيط إلكترونياً في حال وجود عقود معلقة خاصة به، حيث يتوجب عليه إزالة أسباب التعليق في اليوم التالي ليوم التداول المعني كحد أقصى.

ويقوم المركز باحتجاز المبالغ التي تمثل قيمة عقود التداول المعلقة لحين قيام الوسيط بإزالة أسباب التعليق، وبخلاف ذلك يحل صندوق ضمان التسوية محل الوسيط المعني، ويتخذ الإجراءات اللازمة لشراء الأوراق المالية<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> الموقع الإلكتروني لبورصة عمان: <https://www.ase.com.jo/ar/node/832>

يعمل المركز على إجراء عملية المقاصة، والتي يتم بموجبها تحديد المبالغ المالية المستحقة على الوسيط أو له، بناء على كافة عقود التداول المنفذة من قبله، وذلك بطرح إجمالي قيمة مشتريات الوسيط من الأوراق المالية ليوم التداول، من قيمة مبيعاته من الأوراق المالية لذلك اليوم، ويقسم المبلغ الذي يتوجب على الوسيط دفعه إلى:

✓ **مبلغ احتياطي السيولة:** وهو المبلغ المطلوب دفعه من قبل الوسيط، الذي يزيد عن نصف مساهمته في صندوق ضمان التسوية، ويدفع في حساب احتياطي السيولة الخاص بالمركز.

✓ **مبلغ التسوية:** يتم دفعه من قبل الوسيط، يمثل الفرق بين المبلغ المستحق على الوسيط والمبلغ الذي دفعه كاحتياطي سيولة.

إذا لم يقدّم الوسيط بتسديد مبلغ احتياطي السيولة أو مبلغ التسوية ضمن المواعيد المحددة لذلك، يعتبر مخالفاً بالالتزامات المترتبة عليه، ويحل صندوق ضمان التسوية محل الوسيط المعني، ويتخذ الإجراءات اللازمة لإتمام التسويات المالية من خلال صندوق ضمان التسوية.

يتم إجراء التسويات المالية بين الوسطاء من خلال المركز، وبموجب تحويلات مالية من حسابات الوسطاء إلى حساب التسوية، الخاص بالمركز لدى البنك المركزي الأردني الذي تم اعتماده كبنك تسوية، وبعد ذلك يعمل المركز على تحويل هذه الأموال إلى الوسطاء المستحقين لها، وكما يعمل على تحويل ونقل ملكية الأوراق المالية المعنية من حسابات المستثمرين البائعين لدى وسطائهم إلى حسابات المستثمرين المشترين لدى وسطائهم أيضاً.

يتم دفع أثمان الأوراق المالية المباعة مقابل نقل ملكيتها، بحيث تتم التسوية على أساس التسليم مقابل الدفع

4-2-3 شركة بورصة عمان: في 20 شباط 2007 تم تسجيل بورصة عمان كشركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة، وتعتبر شركة بورصة عمان الخلف القانوني العام والواقعي لبورصة عمان، وتدار من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء، يعينهم مجلس الوزراء ومدير تنفيذي يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة<sup>1</sup>، وتهدف شركة بورصة عمان إلى:

- توفير سوق يتسم بالعدالة والكفاءة والشفافية وتأمين بيئة سليمة لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة، ولتحقيق ذلك عملت إدارة البورصة إلى:
- توفير بيئة سليمة لتداول الأوراق المالية.
- حماية المتعاملين في سوق رأس المال بتطبيق أنظمة وتعليمات تتماشى مع المعايير العالمية.

<sup>1</sup> الموقع الإلكتروني لبورصة عمان: <https://www.ase.com.jo/ar/node/864>

- توفير أنظمة إلكترونية ووسائل ربط وقاعات مجهزة بالأدوات والوسائل التقنية الحديثة.
- مراقبة عمليات التداول في السوق والتنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات.
- وضع معايير للسلوك المهني لضمان التزام أعضائها بمبادئ التداول العادل والسليم.
- النشر الفوري والصحيح للمعلومات لجميع المهتمين وفي نفس الوقت.
- إقامة علاقات تعاون مع البورصات والجمعيات والمنظمات العالمية وإبرام الاتفاقيات معها والمشاركة في المؤتمرات والندوات العربية والعالمية.

**4-3 الأوراق المالية المتداولة في سوق عمان للأوراق المالية:** يتم التداول في بورصة عمان بأسهم الشركات المساهمة العامة والوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار، وسندات التنمية الحكومية، بالإضافة لأذونات وسندات الخزينة، وكذلك أسناد القروض الصادرة عن المؤسسات العامة والشركات المساهمة العامة وبموجب قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002، فإن تعريف الأوراق المالية يشمل<sup>1</sup>:

- ✓ أسهم الشركات القابلة للتحويل والتداول.
- ✓ إسناد القرض الصادرة عن الشركات أو الحكومة أو المؤسسات الرسمية العامة أو المؤسسات العامة أو البلديات.
- ✓ إيصالات إيداع الأوراق المالية الصادرة عن شركات الخدمات المالية.
- ✓ الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار.
- ✓ أسناد خيار المساهمة.
- ✓ العقود آنية التسوية والعقود آجلة التسوية.
- ✓ عقود خيار الشراء وعقود خيار البيع.

**4-4 هيكل السوق الثانوية للأوراق المالية:** هي السوق الذي يتم من خلالها التعامل بالأوراق المالية، وفقا لأحكام القوانين والأنظمة والتعليمات المعمول بها في بورصة عمان، تنقسم إلى:

- **السوق الأول:** ذلك الجزء من السوق الثانوي، الذي يتم من خلاله التعامل بأوراق مالية تحكمها شروط إدراج خاصة وفقا لتعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان.
- **السوق الثاني:** ذلك الجزء من السوق الثانوي، الذي يتم من خلاله التعامل بأوراق مالية تحكمها شروط إدراج خاصة، وفقا لتعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان.

<sup>1</sup> المرجع نفسه .

- **السوق الثالث:** ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التعامل بأوراق مالية تحكمها شروط إدراج خاصة، وفقا لتعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان.
  - **حقوق الاكتتاب:** ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التداول بحقوق الاكتتاب المدرجة في البورصة.
  - **سوق السندات:** ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التعامل في قاعة التداول بالسندات الحكومية وأسناد القرض الصادرة عن المؤسسات العامة والشركات.
  - **التحويلات المستثناة من التداول:** ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله إجراء التحويلات الإرثية والعائلية والأخرى.
- 4-5 تعليمات إدراج الأوراق المالية لسنة 2016: صادرة بالاستناد لأحكام المادة (72) من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 ولأحكام المادة (24/ب/1) من النظام الداخلي لبورصة عمان لسنة 2004 والمقررة بموجب قرار مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية رقم 103/2016 تاريخ 2016/4/12.
- سوف نقتصر على بعض المواد التي نراها ضرورية وبما يخدم أهداف البحث<sup>1</sup>:
- فطبقا لأحكام المادة (5):** تدرج أسهم أي شركة في البورصة بعد تحقيقها شروط الإدراج في السوق الثاني، ويشترط لإدراج أسهم الشركة في السوق الثاني ما يلي:
- تسجيل الورقة المالية المعنية لدى الهيئة.
  - تسجيل وإيداع الورقة المالية المعنية لدى المركز.
  - عدم وجود أية قيود على نقل ملكية الأوراق المالية المعنية باستثناء القيود الواردة في التشريعات المعمول بها.
  - توقيع المصدر اتفاقية الإدراج مع البورصة التي تحدد حقوق والتزامات الطرفين فيما يتعلق بإدراج الأوراق المالية.
  - أن لا يتضمن تقرير مدقق حسابات الشركة شكوكا حول قدرة الشركة على الاستمرار في ممارسة نشاطها، ضمن تقرير المدقق الخارجي لحسابات الشركة والمتعلق بأحدث بيانات مالية.
  - إصدار الشركة لبيانات مالية مدققة لسنة مالية واحدة على الأقل تظهر نشاطا تشغيليا.
  - أن لا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن 50% من رأسمالها المدفوع، كما هو في التقرير السنوي لآخر سنة مالية.

<sup>1</sup> تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان لسنة 2016، متاح علي الموقع الإلكتروني: <https://www.ase.com.jo/ar/node/810>

- أن لا تقل نسبة الأسهم الحرة في الشركة بتاريخ انتهاء سنتها المالية عن 5% من رأسمالها المدفوع للشركات التي يقل رأسمالها عن 10 مليون دينار أردني، ويستثنى من ذلك الشركات التي يبلغ رأسمالها 10 مليون دينار أردني أو أكثر.

وطبقاً لأحكام المادة (7): فإنه ينقل إدراج أسهم الشركة من السوق الثاني إلى السوق الأول إذا تحققت الشروط التالية:

- ✓ أن يكون قد مضي عام كامل على الأقل على إدراج أسهمها في السوق الثاني.
- ✓ أن لا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن 100% من رأس مالها المدفوع.
- ✓ أن تكون الشركة قد حققت أرباحاً صافية قبل الضريبة في سنتين ماليتين على الأقل خلال السنوات الثلاث الأخيرة التي تسبق نقل الإدراج، على أن لا يقل معدل صافي أرباح الشركة قبل الضريبة لآخر ثلاث سنوات عن (5%) من رأس مال الشركة المدفوع.
- ✓ أن لا تقل نسبة الأسهم الحرة إلى رأس مالها المدرج بتاريخ انتهاء سنتها المالية عن 10% إذا كان رأس مالها المدرج أقل من 50 مليون دينار أردني، ويستثنى من ذلك الشركات التي يبلغ رأس مالها المدرج 50 مليون دينار أردني أو أكثر.

- ✓ أن لا يقل عدد مساهمي الشركة بتاريخ انتهاء سنتها المالية عن 100 مساهم.
- ✓ أن لا يقل رأسمال الشركة المدفوع عن 5 مليون دينار أردني.

وطبقاً لأحكام المادة (13): يتم إيقاف التداول بأسهم الشركة المدرجة في البورصة في الحالات التالية:

- ✓ صدور قرار من وزير الصناعة والتجارة بالموافقة على تخفيض رأس مال الشركة، اعتباراً من جلسة التداول الموالية، ولحين استكمال كافة الإجراءات لدى الهيئة والمركز، باستثناء الشركات التي تقوم بذلك عن طريق شراء الأسهم الصادرة عنها من خلال السوق.
- ✓ صدور إعلان عن مراقب عام الشركات، متضمناً موجزاً عن عقد الاندماج، ونتائج إعادة التقدير والميزانية الافتتاحية للشركة الداخلة أو الناتجة عن الاندماج، أو صدور إعلان بالموافقة على الاندماج من قبل أي جهة رسمية مختصة أخرى اعتباراً من جلسة التداول الموالية، تبلغ البورصة بالإعلان المذكور ولحين استكمال كافة الإجراءات لدى الهيئة والمركز.

- ✓ أي حادث طارئ يؤثر على سلامة التعامل بالأوراق المالية المصدرة من قبل الشركة أو على مركزها المالي، لحين استكمال إجراءات الإفصاح لجمهور المتعاملين، وذلك بقرار من المدير التنفيذي إذا كان الإيقاف لمدة لا تتجاوز يومين، وبقرار من مجلس الإدارة إذا تجاوزت المدة يومين.
  - ✓ بناء على طلب من مجلس إدارة الشركة المدرجة مع بيان الأسباب المبررة لذلك، وذلك بقرار من مجلس الإدارة وللمدة التي يراها مناسبة.
  - ✓ عند تبلغ البورصة بتوقف النشاط الطبيعي للشركة لفترة تتجاوز ثلاثة أشهر، دون إبداء الأسباب التي تبرر هذا التوقف، وذلك بقرار من مجلس الإدارة وللمدة التي يراها مناسبة.
  - ✓ عند تبلغ البورصة بتقديم طلب التصفية الإجبارية بلائحة دعوى إلى المحكمة ، أو صدور قرار من جهة مختصة بتصفية الشركة وفق أي تشريع معمول به.
  - ✓ عند تبلغ البورصة بقرار من وزارة الصناعة والتجارة بتغيير صفتها القانونية، أو شطبها من سجلات وزارة الصناعة والتجارة.
  - ✓ إذا لم تقم الشركة المدرجة والمتداولة بتسديد المستحقات المالية حتى نهاية السنة وذلك بقرار من مجلس الإدارة.
- وطبقاً لأحكام المادة (15): فإنه يلغى إدراج أسهم الشركة في البورصة بقرار من مجلس الإدارة في الحالات

التالية:

- بعد تبليغ البورصة بقرار من وزارة الصناعة والتجارة بتغيير صفتها القانونية أو شطبها من سجلات وزارة الصناعة والتجارة.
- بعد تبليغ البورصة بقرار المحكمة بإحالة الشركة للتصفية الإجبارية.
- بعد تبليغ البورصة بقرار التصفية الاختيارية الصادر عن الهيئة العامة غير العادية للشركة.
- استمرار إيقافها عن التداول لمدة تزيد عن سنة على أن تبدأ عملية احتساب تلك المدة اعتباراً من تاريخ 2016/8/4.
- بعد صدور قرار من جهة مختصة بتصفية الشركة وفق أي تشريع معمول به.
- إذا لم تقم الشركات المدرجة والتي يتبين إخلالها بأي من شروط الإدراج في السوق الثاني لدى تزويد البورصة بالبيانات المالية السنوية، المدققة بتصويب أوضاعها قبل نهاية المدة المحددة بالتعليمات لتزويد البورصة بالبيانات المالية السنوية المدققة اللاحقة، أو عدم قيامها بتزويد البورصة بالبيانات المالية السنوية المدققة اللاحقة خلال المدة المحددة لذلك.

**وطبقاً لأحكام المادة (16):** للشركة التي قامت البورصة بإلغاء إدراج أوراقها المالية التقدم بطلب جديد لإعادة إدراج أوراقها المالية في البورصة، وذلك بعد مرور عام على الأقل على صدور قرار إلغاء إدراجها، وتحقيق جميع شروط الإدراج في السوق الثاني.

**وطبقاً لأحكام المادة (24):** يشترط لإدراج الأوراق المالية غير الأردنية أن يكون قد مضى سنتان على الأقل على إدراج هذه الأوراق المالية في بورصة غير أردنية، كما يجوز لمجلس الإدارة إدراج الأوراق المالية المصدر بالعملة الأجنبية، ويتم تسعير هذه الأوراق المالية وفقاً لأحكام تعليمات تداول الأوراق المالية المعمول بها في البورصة.

#### 6-4 تطورات سوق عمان للأوراق المالية في عام 2016: شهدت سوق الأوراق المالية الأردنية في عام

2016 تطورات في مجالات عدة:

#### 4-6-1 المستوى التشريعي: تقوم بورصة عمان وبشكل مستمر، بمراجعة التشريعات المنظمة لكافة جوانب العمل

في البورصة، وتعديلها بما يتلاءم مع أي تطورات تطرأ في سوق المال الأردني، حيث قامت البورصة خلال عام 2016 بإصدار تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان لسنة 2016، حيث أدخلت هذه التعليمات مفاهيم جديدة ونظرة متقدمة، راعت المعايير الدولية في إطار الإفصاح عن المعلومات، وفي إطار إيجاد آلية لتداول الأوراق المالية غير المدرجة بسوق خاص بها، من أهم التعديلات التي اشتملت عليها:

- إيقاف التداول بأسهم الشركات، في حالات عدم تزويد البورصة ببياناتها المالية السنوية المدققة والمرحلية المراجعة في المواعيد المحددة لذلك، حيث يهدف هذا التعديل إلى زيادة الوعي، بأهمية الإفصاح عن المعلومات في مجال الأسواق المالية؛

كما سمحت هذه التعليمات لأول مرة بإدراج أسهم الشركة المساهمة الخاصة في البورصة بناءً على طلبها، وذلك تماشياً مع قانون الشركات المعمول به، الذي اعتبر أن الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات المساهمة الخاصة، أوراقاً مالية يجوز للشركة أن تطلب إدراجها وتداولها بالسوق، حيث تطبق عليها أحكام تعليمات إدراج الأوراق المالية في حال إدراج أسهمها في البورصة، كما سيتم إلغاء إدراج أسهم الشركة الموقوفة لأكثر من سنة، على أن تبدأ عملية احتساب تلك المدة اعتباراً من تاريخ 2016/8/4، كما ألغت التعليمات الجديدة السوق الثالث اعتباراً من تاريخ 2017/4/16 ومنحت الشركات المدرجة فيه فرصة تصويب أوضاعها، لإدراجها في السوق الثاني، أو نقل تداولها إلى سوق الأوراق المالية غير المدرجة Over-the-Counter بحلول التاريخ المذكور أعلاه.

- إصدار التعليمات المنظمة لتداول الأوراق المالية غير المدرجة في بورصة عمان لسنة، 2016 والصادرة بالاستناد لأحكام المادة (72) من قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002، حيث تم إنشاء سوق الأوراق المالية غير

المدرجة على نظام التداول الإلكتروني تنفيذاً لهذه التعليمات، ويهدف هذا السوق إلى إتاحة الفرصة والتسهيل على مساهمي الشركات غير المدرجة، والشركات الموقوفة عن التداول، لبيع أسهمهم من خلال نظام التداول الإلكتروني، ووفقاً لقوى العرض والطلب، وكذلك تمكين المستثمرين الراغبين بشراء هذه الأسهم؛ وقد حددت هذه التعليمات الشركات التي يتم السماح بتداول أسهمها في هذا السوق، والحالات التي تستوجب إيقاف التداول بأسهم الشركات المتداولة في هذا السوق، كما أعطت التعليمات الشركات المتداولة في هذا السوق، الحق بالتقدم بطلب لإدراج أوراقها المالية في السوق الثاني للبورصة، وذلك بعد استيفائها لشروط الإدراج في أسواق البورصة النظامية، أما فيما يتعلق بالتزامات الشركات المتداولة في هذا السوق، فقد ألزمت التعليمات الشركات بتزويد البورصة بالتقارير السنوية ونصف السنوية، والقرارات الجوهرية التي تؤثر على سعر أسهمها، وجدول أعمال اجتماعات الهيئات العامة والقرارات الصادرة عنها، وأية معلومات تراها البورصة ضرورية.

- تعديل النظام الداخلي لرسوم وعمولات بورصة عمان لسنة 2004 وإقرارها، بحيث تضمنت التعديلات فرض العمولات التي تتقاضها البورصة لقاء إدراج وإصدار وتداول صكوك التمويل الإسلامي، وإعفاء سندات ادخار الأفراد الحكومية، من العمولات المقررة على تداول الأوراق المالية.

كما قامت البورصة بتعديل سياسة الإجراءات التأديبية، والتي تم إقرارها من قبل مجلس إدارة البورصة المعمول بها بحق الشركات المدرجة المخالفة.

#### 4-2- التطورات التقنية : فقد تم خلال عام 2016 إدخال العديد من التطورات التقنية منها:

(1) إطلاق تطبيق متابعة التداول AseLive: قامت بورصة عمان بإطلاق تطبيقها الخاص لبرنامج متابعة التداول AseLive، والذي يعمل من خلال الهواتف المحمولة والأجهزة اللوحية iPhone & iPad، التي تستخدم نظام التشغيل iOS إضافة للتطبيق الذي يعمل على الأجهزة التي تستخدم نظام التشغيل Android، بالإضافة إلى قيام البورصة بإطلاق النسخة الجديدة من برنامج مراقبة التداول على الانترنت Market Watch Live والذي يمتاز بسهولة الاستخدام، وعرض المعلومات بطريقة النوافذ المتنقلة داخل شاشة المتصفح.

(2) تطوير نظام رقابة جديد لمراقبة تداولات العملاء (CTA): قامت البورصة بتطوير نظام رقابة جديد لمراقبة تداولات العملاء (CTA) Client Trading Analysis، حيث تم توفير خاصية الاستعلام عن جميع حركات التداول للمستثمرين، وحساباتهم بصورة مباشرة لدي المعنيين في البورصة، بالإضافة إلى توفير خاصية الاستعلام عن تداولات أي عميل، لدى جميع شركات الوساطة وتزويد المعنيين بتقارير متنوعة بهذا الخصوص.

3) إطلاق خدمة (RSS): تم إطلاق خدمة Really Simple Syndication (RSS) المجانية من خلال موقع البورصة الإلكتروني والتي تمكن المشترك من الحصول على آخر أخبار البورصة والتعاميم والإفصاح بشكل فوري حين صدورهما، ودون الحاجة لزيارة الموقع الإلكتروني للبورصة.

#### 4-7 تحليل تطور وأداء سوق عمان للأوراق المالية خلال فترة الألفية (2000-2016)

لدراسة وتحليل أداء سوق عمان للأوراق المالية خلال فترة الألفية، تم الاعتماد على مجموعة من المؤشرات المتعلقة بسوق الأسهم، وذلك على النحو التالي:

4-7-1 الإصدارات الأولية: لدراسة تطور الإصدارات الأولية من الأسهم في سوق عمان للأوراق المالية (سوق الأسهم)، ندرج الجدول التالي:

#### جدول (4-1): تطور إصدار الأسهم للفترة (2000-2016)

السنوات	إصدار الأسهم (أ.د)	التغير	السنوات	إصدار الأسهم (أ.د)	التغير
2000	105.924.067	-	2009	317.321.922	-0.616
2001	60.730.051	-0.426	2010	119.281.271	-0.624
2002	35.842.157	-0.409	2011	136.671.251	0.145
2003	56.164.822	0.567	2012	144.825.273	0.059
2004	207.066.837	2.686	2013	45.979.161	-0.682
2005	888.825.951	3.292	2014	65.818.338	0.431
2006	2.408.835.009	1.710	2015	40.545.362	-0.383
2007	885.771.902	-0.632	2016	178.242.008	3.396
2008	827.957.704	-0.065			

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على التقارير السنوية لبورصة عمان، كما أن النسب احتسبت من طرف الباحثة.

نلاحظ من خلال الجدول (4-1)، أن نسبة إجمالي الإصدارات الأولية من الأسهم في بورصة عمان، شهدت تذبذباً بين ارتفاع وانخفاض، حيث ارتفعت قيمة الإصدارات الأولية من 255.37 مليون دينار في سنة 2000 إلى 642.61 مليون دينار في عام 2003 بمعدل نمو 152%، وبمعدل الضعف مقارنة بسنة 2002، حيث بلغ حجم إصدارات الأسهم لعام 2003 ما قيمته 56.641 مليون دينار مقارنة بـ 35.84 مليون دينار لعام 2002، بارتفاع نسبته 57%، نتيجة

لارتفاع عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان، حيث بلغ عدد الشركات المدرجة في السوق الأول 79 شركة و 82 شركة في السوق الثاني؛

وقد استمر الارتفاع بزيادة عدد الشركات المدرجة ، حيث ارتفعت إصدارات الأسهم بنسبة 329% ، وقد سميت سنة 2005 بسنة الاكتتابات، كما لجأت هيئة الأوراق المالية وبورصة عمان، نتيجة تضخم الأسعار المرتفع إلى امتصاص هذا التضخم، من خلال إدراج أسهم شركات جديدة، يكون سعر الافتتاح فيها أقل من سعر الاكتتاب، فبالنسبة لقطاع البنوك وتماشيا مع تعليمات البنك المركزي الأردني، بخصوص الحد الأدنى لرأسمال البنوك، الذي حدد عند مستوى 100 مليون دينار قامت عدة بنوك بزيادة رأسمالها، وقد استمر الارتفاع في إصدار الأسهم في عام 2006 ليسجل ما قيمته 3.36 مليون دينار مقارنة بـ 1.63 مليون دينار في عام 2005 ، حيث انعكس النشاط الكبير الذي شهدته السوق الثانوية وارتفاع الأسعار خلال عام 2005 ، على نشاط السوق الأولية من خلال تحفيز قيام شركات جديدة، وكذا تشجيع الشركات القائمة على زيادة رؤوس أموالها، وذلك في ظل توفر سيولة لدى المستثمرين، ناتجة عن ارتفاع أسعار الأسهم، وكذلك زيادة الطلب على الاستثمار بالأسهم نظرا لارتفاع عوائدها.

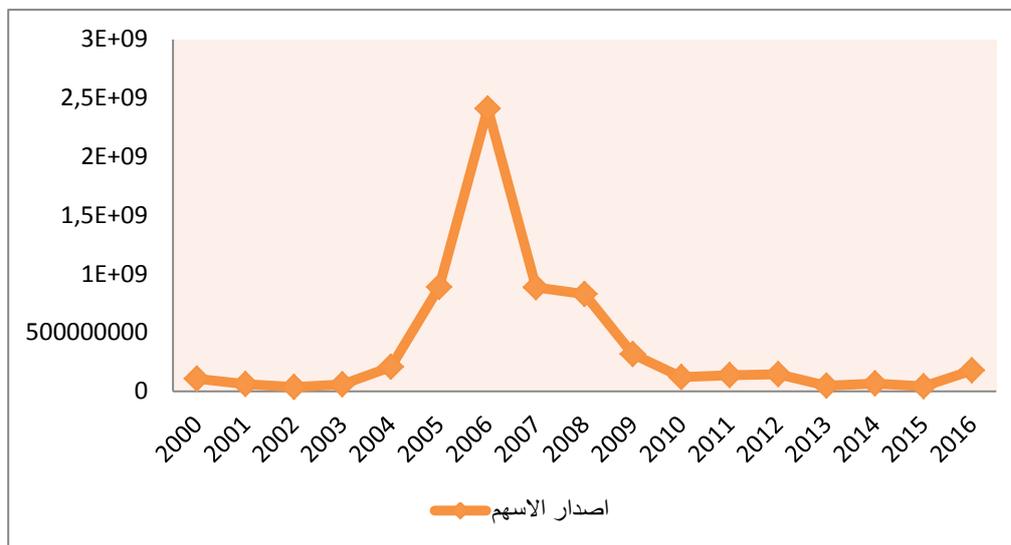
كما تم في عام 2006 تأسيس 16 شركة مساهمة عامة برأسمال قدره 356.4 مليون دينار، وقد استحوذ قطاعي العقارات والخدمات المالية المتنوعة على الجزء الأكبر من هذه الإصدارات حيث تم تأسيس 7 شركات عقارية برأسمال قدره 237.2 مليون دينار و6 شركات خدمات مالية متنوعة برأسمال قدره 98.5 مليون دينار، كما شهد عام 2006 قيام 7 شركات بتحويل صفتها القانونية من شركات ذات مسؤولية محدودة، إلى شركات مساهمة عامة بلغ مجموع رأسمالها 57.9 مليون دينار.

وقد انخفض فيما بعد الإصدار الأولي خلال فترة الأزمة المالية، حيث بلغ أقصى انخفاض في عام 2007 بنسبة 63% مقارنة بالارتفاع المحقق في عام 2006، وقد استمر الانخفاض في عامي 2009 و2010 نظرا لتداعيات الأزمة المالية، فقد كانت بورصة عمان القطاع الأكثر تأثرا بتداعيات الأزمة المالية العالمية 2008، إذ انخفضت الإصدارات بشكل لم يسبق له مثيل، كما انخفض صافي استثمار غير الأردنيين بقيمة 3 مليون دينار في عام 2009 ، بعدما كان قد سجل فائضا بقيمة 309 مليون دينار في سنة 2008، وبذلك انخفضت أسعار الأسهم ،نتيجة انخفاض الطلب الذي قابله زيادة العرض عليها، غير أن حرص هيئة الأوراق المالية ،على زيادة عمق السوق ،ساهم في نمو الإصدارات مجددا، حيث ارتفعت قيمتها إلى مليون دينار في عام 2014، بارتفاع قدر بـ 43% مقارنة بـ 5% في عام 2013، حيث قامت 8 شركات قائمة بزيادة رؤوس أموالها بمقدار 69 مليون سهم وبقيمة 65.8 مليون دينار، غير أن الإصدارات الأولية زادت بوتيرة منخفضة في عام 2015 بنسبة 38% مقارنة بعام 2014، حيث قامت 13 شركة قائمة بزيادة رؤوس أموالها بمقدار

22.3 مليون سهم وبقيمة 40.5 مليون دينار، لتعاود الارتفاع في عام 2016 بقيمة 5340.24 مليون دينار أردني، حيث قامت 17 شركة قائمة بزيادة رؤوس أموالها بمقدار 194.2 مليون سهم وبقيمة 178.24 مليون دينار؛

والشكل التالي يوضح تطور إصدار الأسهم لفترة الألفية

شكل(4-1): تطور إصدار الأسهم خلال الفترة (2000-2016)



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على الجدول(4-1).

ومع أن برامج الخصخصة أدت إلى إصدارات مهمة في عامي 2005 و 2006 إلا أن قيمة الأسهم المصدرة الجديدة إلى الناتج المحلي الإجمالي دون المستوى ولم تتجاوز 1 % منذ عام 2010 كما هو موضح بالجدول التالي:

جدول (4-2): نسبة إصدار الأسهم إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (2000-2016)

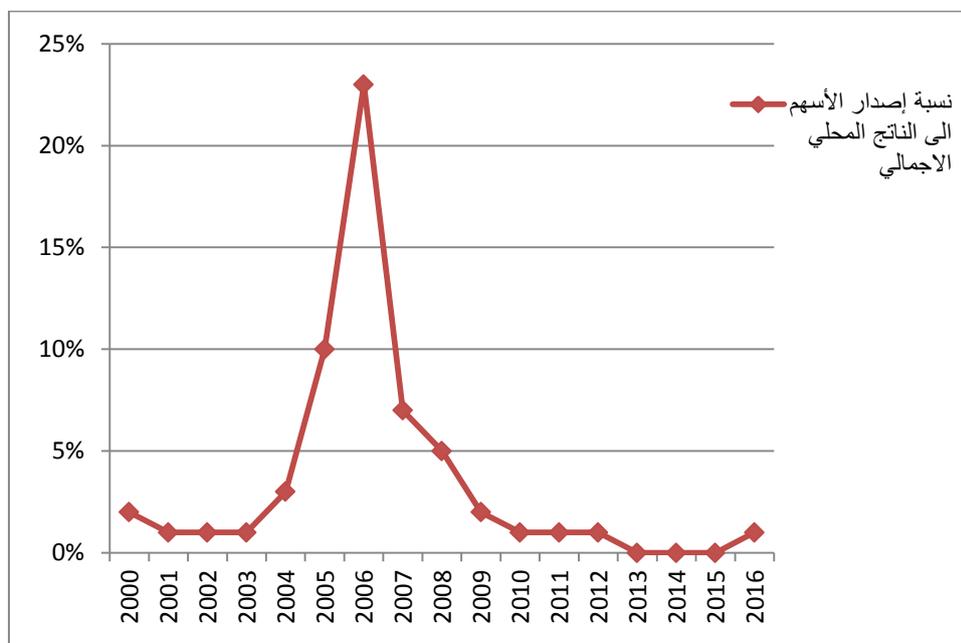
السنوات	إصدار الأسهم (د.أ)	الناتج المحلي الإجمالي (الاسمي)(د.أ)	نسبة إصدار الأسهم إلى الناتج المحلي الإجمالي %
2000	105.924.067	5.998.000.001	2%
2001	60.730.051	6.363.000.001	1%
2002	35.842.157	6.794.000.000	1%
2003	56.164.822	7.228.000.001	1%
2004	207.066.837	8.090.000.001	3%
2005	888.825.951	8.925.000.000	10%
2006	2.408.835.009	10.675.000.000	23%
2007	885.771.902	12.131.000.000	7%
2008	827.957.704	15.593.000.000	5%
2009	317.321.922	16.912.000.000	2%

1%	18.762.000.000	119.281.271	2010
1%	20.476.000.001	136.671.251	2011
1%	21.965.000.001	144.825.273	2012
0%	23.851.000.001	45.979.161	2013
0%	25.437.000.000	65.818.338	2014
0%	26.637.000.000	40.545.362	2015
1%	27.444.000.001	178.242.008	2016

المصدر : من إعداد الباحثة اعتمادا على التقارير السنوية لبورصة عمان وبنك الأردن المركزي.

والشكل الموالي يبين نسبة اصدار الاسهم الى الناتج المحلي الاجمالي

شكل(4-2): نسبة إصدار الأسهم إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (2000-2016)



المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على الجدول(4-2)

4-7-2 التداولات: يوضح حجم التداول قيمة الأسهم التي يتم التعامل بها، ويعتبر مؤشرا هاما لنشاط سوق

الأوراق المالية، فهو يبين تطورات السوق، ويشير إلى توقعات صعوده أو هبوطه في المستقبل، لذا يتوجب على المتعامل أخذ الحذر في حالة ما إذا كان حجم التعامل متعارضاً مع حركة الأسعار، وفي حالة التعاملات التي تتأرجح ما بين الهبوط والصعود؛

ولدراسة تطور حركة التعامل في السوق الثانوية، نورد الجدول التالي الذي يبين حجم تداولات الأسهم على

المستوى الكلي والقطاعي.

جدول (3-4): قيمة التداول على المستوى الكلي والقطاعي للفترة (2000-2016)

السنوات	عدد الأسهم المتداولة (سهم)	إجمالي التداول (أ.د)	التغير (%)	حجم التداول في القطاع الصناعي (أ.د)	التغير (%)	حجم التداول في قطاع الخدمات (أ.د)	التغير (%)	حجم التداول في القطاع المالي (أ.د)	التغير (%)
2000	228.365.333	537.796.287		612.042.91		874.156.58		138.597.051	
2001	340.550.460	674.652.668	132	393.377.256	182	016.584.88	52	323.691.265	134
2002	461.815.018	994.272.950	42	259.058.451	76	613.470.101	15	397.744.122	23
2003	1.008.564.620	012.176.855.1	95	983.872.819	82	441.120.203	100	832.182.588	109
2004	1.338.703.981	050.251.793.3	104	799.541.009.1	23	408.944.379	87	2.403.764.844	189
2005	2.581.744.423	16.871.051.948	345	2.474.442.386	145	1.195.920.637	215	13.200.688.924	449
2006	4.104.285.135	14.209.870.592	-16	1.697.479.173	-31	942.189.854	-21	11.570.201.564	-12
2007	4.479.369.609	12.348.101.910	-13	1.910.874.879	13	1.657.992.661	76	8.779.234.370	-24
2008	5.442.267.689	20.318.014.551	65	5.256.835.871	175	5.422.241.866	227	9.638.936.814	10
2009	6.022.471.335	9.665.312.327	-52	1.270.692.520	-76	2.030.846.061	-63	6.363.773.746	-34
2010	6.988.858.431	6.689.987.155	-31	771.210.968	-39	1.744.663.490	-14	4.174.112.697	-34
2011	4.072.337.760	2.850.252.629	-57	516.894.934	-33	576.006.319	-67	1.757.351.376	-58
2012	2.384.058.415	1.978.813.879	-31	385.377.323	-25	403.893.684	-30	1.189.542.872	-32
2013	2.705.796.950	3.027.255.186	53	397.685.580	3	408.120.453	1	2.221.449.153	87
2014	2.321.802.789	2.263.404.594	-25	379.094.502	-5	373.463.671	-8	1.510.846.421	-32
2015	2.585.816.584	3.417.079.026	51	345.825.912	51	723.462.452	94	2.347.790.662	55
2016	1.836.711.983	2.329.466.130	-32	703.718.949	103	423.639.322	-41	1.202.107.859	-49
معدل التغير									

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على التقارير السنوية لبورصة عمان، كما أن النسب احتسبت من طرف الباحثة.

نلاحظ من بيانات الجدول ، أن حجم التداول شهد تذبذبا سواء على المستوى الكلي أو القطاعي، فخلال الفترة (2001-2004) عرفت أحجام التداول معدلات نمو موجبة، إذ ارتفع حجم التداول المستوى الكلي من 228.36 مليون دينار سنة 2000 إلى 16871.05 مليون دينار في عام 2005 بمعدل نمو 345% في عام مقارنة بـ 104 % في عام 2004.

أما على المستوى القطاعي، فقد لوحظ نموها بمعدلات موجبة خلال الفترة (2000-2005)، بلغت أقصى معدلاتها سنة 2005 بنسبة 449%، 145%، 215% ، لكل من القطاع المالي والخدمات والصناعة على الترتيب، ويرجع ذلك إلى خصخصة بعض الشركات الحكومية، وتوسيع مجال الاستثمار، ارتفاع أسعار الأسهم وزيادة عدد الشركات المدرجة، إلى جانب النتائج الايجابية لقانون الأوراق المالية لعام 2002، وما نتج عنه من تطبيق للأنظمة الالكترونية، بما في ذلك أنظمة التداول والتسوية والمقاصة الالكترونية.

وبالرغم من النمو الهائل في حجم التداول في عام 2005، فإن معدل التداول اليومي كان على انخفاض، بسبب انخفاض حجم السيولة وتوجهها نحو الإصدارات الأولية، وقد تم التداول في عام 2005 بأسهم 171 شركة، حيث ارتفعت أسعار أسهم 134 شركة فيما خفضت أسعار أسهم 37 شركة، وفيما يتعلق بالتوزيع القطاعي لحجم التداول فقد استحوذ القطاع المالي على نسبة 78% من حجم التداول، تلاه القطاع الصناعي بنسبة 15 % ثم قطاع الخدمات بنسبة 7% ، كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة إلى 2581.7 مليون سهم وعدد العقود المنفذة إلى 2392.5 ألف عقد مقابل 1338.7 مليون سهم و 1178.2 ألف عقد في عام 2004 وبنسبة ارتفاع مقدارها 103.1%؛

ليرجع بعدها حجم التداول على المستوى الكلي إلى الانخفاض في عامي 2006-2007 من 16871.05 مليون دينار في عام 2005 إلى 12348.10 في عام 2007، بنسبة انخفاض بلغت أقصاها في عام 2006 ، وصلت إلى 16% مقارنة بالارتفاع المحقق في عام 2005 والمقدر بـ 345%، ومما يذكر فإنه تم التداول بأسهم 195 شركة، حيث ارتفعت أسعار أسهم 61 شركة، وانخفضت أسعار أسهم 133 شركة، واستقر سعر سهم شركة واحدة، إذ ارتفع عدد الأسهم المتداولة ليصل إلى 4104.3 مليون سهم في عام 2006، كما ارتفع عدد العقود المنفذة ليصل إلى 3.4 مليون عقد مقابل 2.4 مليون عقد في عام 2005 بنسبة ارتفاع 41.66%؛

وفيما يتعلق بالتوزيع القطاعي، فقد استحوذ القطاع المالي على نسبة 81%، تلاه قطاع الصناعة بـ 12% وأخيرا قطاع الخدمات بنسبة 7% ، وبالنسبة لعدد الأسهم المتداولة، فقد احتل القطاع المالي المرتبة الأولى حيث تم تداول 2979.2 مليون سهم بنسبة 72.7% ، وجاء قطاع الصناعة في المرتبة الثانية بعدد أسهم متداولة 733.8 مليون سهم وبنسبة 17.9% ، وأخيرا قطاع الخدمات بعدد أسهم متداولة 376.5 مليون سهم وبنسبة 9.4%.

فيما حقق عام 2008 أعلى قيمة متداولة وصلت إلى 20318.01 مليون دينار بنسبة ارتفاع 65%، مقارنة بالانخفاض المحقق في عام 2007 والمقدر بـ 13%، أما عن معدل التداولات اليومية فقد ارتفع المعدل اليومي لحجم التداول إلى 82.9 مليون دينار، والذي يرجع إلى زيادة إقبال المستثمرين على شراء الأسهم التي انخفضت أسعارها، نتيجة لتداعيات الأزمة المالية العالمية 2008، وقد تم التداول بأسهم 232 شركة، حيث ارتفعت أسعار أسهم 55 شركة فيما انخفضت أسعار أسهم 176 شركة، واستقر سعر سهم شركة واحدة؛

وفيما يتعلق بالتوزيع القطاعي لحجم التداول، فقد احتل القطاع المالي المرتبة الأولى بنسبة 47%، تلاه قطاع الخدمات بنسبة 27%، ثم قطاع الصناعة بنسبة 26%.

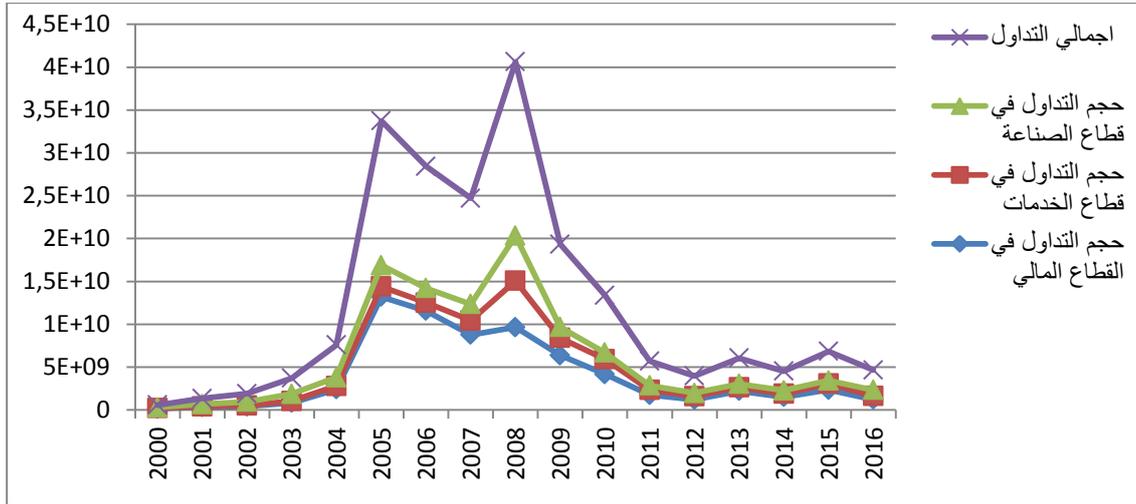
لترجع بعدها أحجام التداول إلى الانخفاض خلال الفترة 2009-2012، لتبلغ أقصى نسبة انخفاض على المستوى الكلي في عامي 2011 و 2012، حيث بلغ حجم التداول 2850.25 مليون دينار و 1978.81 مليون دينار على الترتيب، بنسبة انخفاض وصلت إلى أدناها في عام 201% والتي بلغت 57% مقارنة بعام 2010، في حين انخفض التداول في القطاعات الفرعية بنسب 58%، و67%، و33% في عام 2011 و بنسب انخفاض 32%، و30%، و25% في عام 2012 بالنسبة للقطاع المالي والخدمات والصناعة على الترتيب، والذي يرجع إلى تداعيات الأزمة المالية العالمية، حيث انخفضت أسعار الأسهم، الناتج عن انخفاض الطلب والذي قابله زيادة العرض عليها، والذي صاحبه انخفاض في أحجام التداول، حيث تم في عام 2012 التداول بأسهم 231 شركة ارتفعت أسعار 88 شركة وانخفضت أسعار 134 شركة واستقرت أسعار 9 شركات، كما انخفض عدد العقود المنفذة بنسبة 67% مقارنة مع عام 2011، بسبب الاضطرابات السياسية على الصعيد العالمي والعربي، كما تم تعديل أوقات جلسات التداول لجميع الأوراق المالية المتداولة في عام 2011.

أما على المستوى القطاعي فقد احتل القطاع المالي المرتبة الأولى بنسبة 60% تلاه قطاع الخدمات بنسبة 20% وأخيرا قطاع الصناعة بنسبة 19%.

فيما شهدت الفترة 2013 - 2016 تذبذبا في حجم التداول بين ارتفاع وانخفاض، لتسجل أدنى نسبة انخفاض وصلت إلى 32% في عام 2016 مقارنة بعام 2015، نتيجة لانخفاض حجم التداول في القطاع المالي والخدمي بنسبة 49% و41% على الترتيب، فيما شهد القطاع الصناعي ارتفاعا بلغت نسبته 103%، حيث تم التداول بأسهم 212 شركة ارتفعت أسعار 87 شركة وانخفضت أسعار 116 شركة في حين استقرت أسعار 9 شركات، كما انخفض عدد العقود المنفذة بنسبة 12.6% مقارنة بعام 2015.

ومما تقدم يتضح أن أحجام التداول عرفت تذبذباً بين ارتفاع وانخفاض، تفاوتت معدلات نموها السنوية من قطاع لآخر، وعموماً استحوذ القطاع المالي على النسبة الأكبر من حجم تلك التداولات، وهو ما يمكن توضيحه من خلال الشكل التالي:

شكل (4-3): تطور حجم (قيمة) التداول على المستوى الكلي والقطاعي للفترة (2000-2016)



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات الجدول (4-2).

كما يمكن توضيح نسب التداول القطاعي بالجدول التالي:

جدول (4-4): نسب التداول القطاعي للفترة (2000-2016)

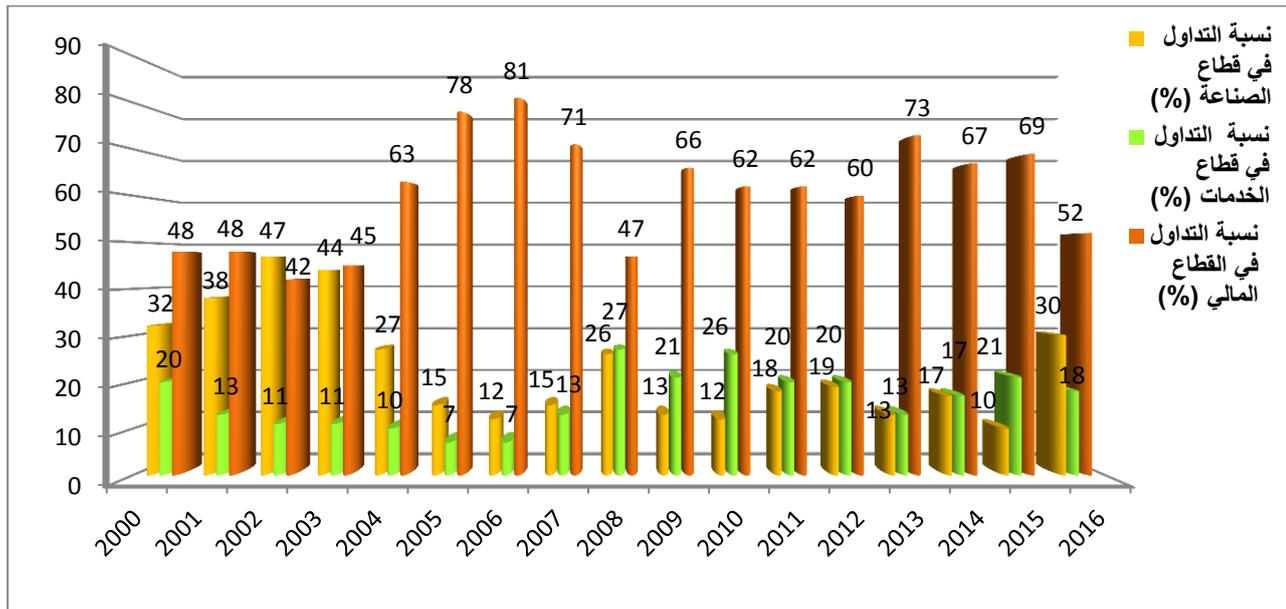
السنوات	نسبة التداول في قطاع الصناعة (%)	نسبة التداول في قطاع الخدمات (%)	نسبة التداول في القطاع المالي (%)
2000	32	20	48
2001	38	13	48
2002	47	11	42
2003	44	11	45
2004	27	10	63
2005	15	7	78
2006	12	7	81
2007	15	13	71
2008	26	27	47
2009	13	21	66
2010	12	26	62
2011	18	20	62
2012	19	20	60

73	13	13	2013
67	17	17	2014
69	21	10	2015
52	18	30	2016

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على الجدول رقم(4-5)

والذي يمكن تمثيل معطياته في الشكل التالي:

شكل(4-4): نسب التداول القطاعي للفترة (2000-2016)



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على الجدول رقم(4-3).

4-7-3 حجم السوق: يعد اتساع السوق من أهم المؤشرات الدالة على نمو حجم الاستثمارات في سوق الأوراق

المالية، فكلما اتسع حجمها دل على تطورها ونضجها، ويقاس حجم السوق بمعدل الرسملة وعدد اشركات المدرجة.

4-7-3-1 معدل الرسملة: يعد معدل رسملة السوق أحد المؤشرات الهامة التي يعتمد عليها البنك الدولي في

قياس العمق المالي للأنظمة المالية، يعكس ارتفاعه مساهمة سوق الأوراق المالية في تعبئة المدخرات، بما يسمح بتنوع

المخاطر وتحسين معدل النمو الاقتصادي، يحسب معدل الرسملة وفق العلاقة التالية:

$$\text{معدل الرسملة} = \frac{\text{القيمة السوقية للأسهم المدرجة} \div \text{الناتج المحلي الإجمالي}}{\times 100}$$

والجدول التالي يوضح تطور معدل الرسملة للفترة (2000-2016).

جدول(4-5): تطور الرسملة البورصية ومعدل الرسملة للفترة (2000-2016)

السنوات	الرسملة (أ.د.)	التغير(%)	النتاج المحلي الإجمالي الاسمي(أ.د.) (بأسعار السوق الجارية)	معدل الرسملة (%)
2000	709.640.509.3	-	5.998.000.001	59
2001	817.364.476.4	28	6.363.000.001	70
2002	990.953.028.5	12	6.794.000.000	74
2003	866.750.772.7	55	7.228.000.001	108
2004	515.833.033.13	68	8.090.000.001	161
2005	118.097.667.26	105	8.925.000.000	299
2006	222.237.078.21	-21	10.675.000.000	197
2007	327.202.214.29	39	12.131.000.000	241
2008	528.265.406.25	-13	15.593.000.000	163
2009	428.919.526.22	-11	16.912.000.000	133
2010	603.181.858.21	-3	18.762.000.000	117
2011	327.757.272.19	-12	20.476.000.001	94
2012	210.521.141.19	-1	21.965.000.001	87
2013	417.491.233.18	-5	23.851.000.001	76
2014	433.617.082.18	-1	25.437.000.000	71
2015	970.673.984.17	-1	26.637.000.000	68
2016	851.384.339.17	-4	27.444.000.001	63

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على التقارير السنوية لبورصة عمان، كما أن النسب احتسبت من طرف الباحثة.

نلاحظ من خلال الجدول أن الرسملة البورصية بدأت في الارتفاع تدريجيا من 3509.64 مليون دينار في عام 2000 إلى 26667.09 مليون دينار في عام 2005 وذلك بأقصى معدل نمو بلغ 105% مقارنة بعام 2004، نتيجة لبرامج الخصخصة والتوسع في مجال الاستثمار بالإضافة إلى النتائج الايجابية لقانون المالية لسنة 2002، والاستخدام الواسع لأنظمة التداول الالكتروني، ففيضت التغيرات التي شهدتها أسعار الأسهم، وعدد الأسهم المكتتب بها لعام 2005 وزيادة عدد الشركات المدرجة مقارنة بعام 2004، فقد ارتفعت القيمة السوقية للشركات المدرجة لتصل إلى 26667.09 مليون دينار مقارنة ب 13033.83 مليون دينار في عام 2004 لتشكل مانسبته 299 % من الناتج المحلي الاجمالي، في حين كانت تشكل مانسبته 59% في عام 2000 .

وكمحصلة لانخفاض أسعار الأسهم في عام 2006، وازدياد عدد الشركات المدرجة، وقيام عدد كبير من الشركات القائمة بزيادة رؤوس أموالها، فقد انخفضت القيمة السوقية للشركات المدرجة لتصل إلى 21078.23 مليون دينار مقارنة ب 26667.09 مليون دينار في عام 2005 بانخفاض نسبته 21%، لتشكل مانسبته 197% من الناتج المحلي الاجمالي.

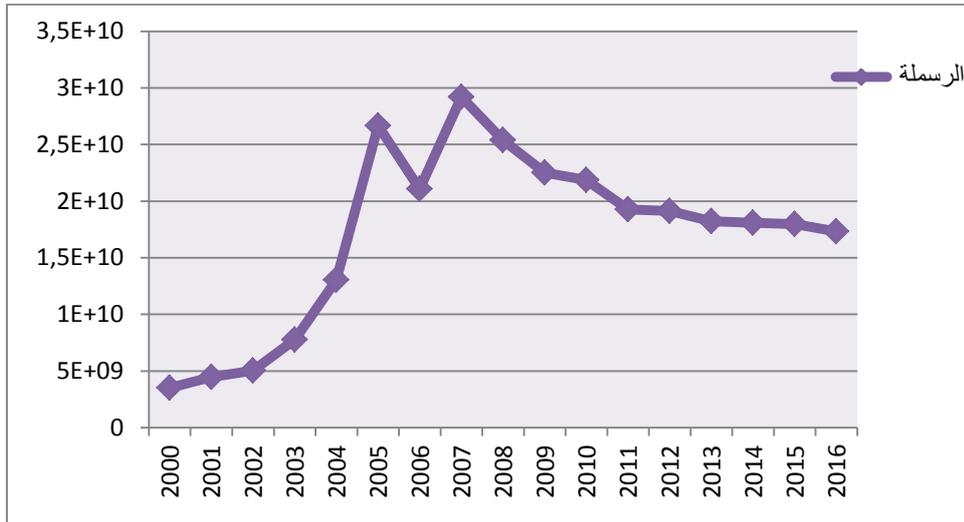
وفي عام 2007 بلغت القيمة السوقية ذروتها ،حيثوصلت إلى 29214.20 مليون دينار، بنسبة ارتفاع 39% مقارنة بالانخفاض المقدر بـ21% في عام 2006، لتشكل مانسبته 241% من الناتج المحلي الاجمالي، وذلك بسبب الحركة التصحيحية التي عرفتتها سوق الأوراق المالية الأردنية، وكمحصلة أيضا لارتفاع أسعار الأسهم، وازدياد عدد الشركات المدرجة ،وقيام عدد كبير من الشركات بزيادة رؤوس أموالها، وارتفاع حجم الاستثمار الأجنبي.

وخلال الأزمة المالية العالمية التي اجتاحت البلدان المتقدمة ،والتي وصل تأثيرها إلى الأسواق الناشئة التي كان لها علاقات قوية معها، تأثرت أسعار الأسهم بشدة، إذ تدنت القيمة السوقية للأسهم من 29214.20 مليون دينار في عام 2007 إلى 25406.26 مليون دينار و22526.91 مليون دينار في عامي 2008 و2009 على الترتيب بانخفاض نسبته 13% و22% عن الارتفاع المحقق في عام 2007.

ونظرا لانخفاض عدد الشركات المدرجة التي بلغت 224 شركة في عام 2016 مقابل 228 شركة نهاية 2015، نتيجة قيام بورصة عمان بالغاء إدراج 4 شركات بلغ مجموع رؤوس أموالها 13.75 مليون سهم، وذلك وفقا لتعليمات إدراج الأوراق المالية، وكمحصلة أيضا لاستمرار انخفاض أسعار الأسهم، استمر انخفاض القيمة السوقية طيلة الفترة(2012-2016) لتشكل مانسبته 63% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2016.

والشكل التالي يوضح تطورالرسملة في سوق عمان للأوراق المالية خلال فترة الألفية.

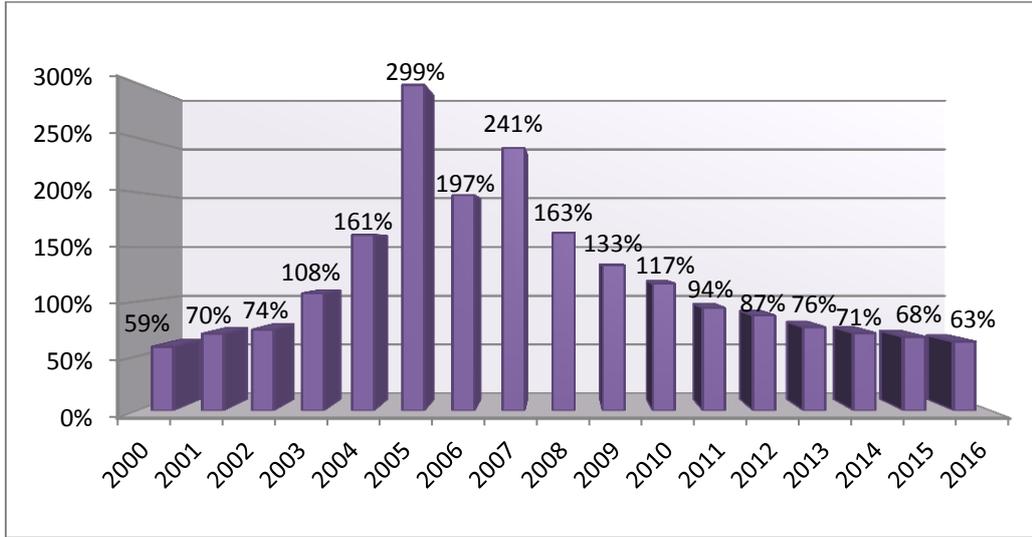
شكل (4-5): تطور الرسملة البورصية خلال الفترة (2000-2016)



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على الجدول رقم (4-4).

وتعتبر الرسملة مؤشرا جيدا لقياس سيولة سوق الأوراق المالية ، عند أخذها كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، فيما يعرف بمعدل الرسملة، أي أن هذه النسبة تمثل حجم السوق إلى الاقتصاد، وهي بذلك تعكس مدى مساهمة السوق في الناتج المحلي الإجمالي، وقد تم تمثيلها بيانيا كالتالي:

شكل (4-6): تطور معدل الرسملة للفترة (2000-2016)



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على الجدول رقم(4-4).

وقد انعكس الانخفاض في نسبة القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (2008-2016) على سلوك مؤشر الأسعار .

**4-7-3-2 عدد الشركات المدرجة:** تسعى سوق عمان للأوراق المالية، لضم أكبر عدد من شركات المساهمة العامة، وذلك بقصد زيادة نشاط البورصة، وزيادة دورها في التمويل لتحقيق النمو الاقتصادي، كما أن زيادة عدد الشركات المدرجة يمنح المستثمرين خيارات أوسع نحو الشركات، مما يساهم في التنوع والتقليل من المخاطر، بالإضافة إلى تسهيل حصول الشركات المدرجة على التمويل.

والجدول التالي يبين تطور عدد الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية .

جدول(4-6): تطور عدد الشركات المدرجة للفترة (2000-2016)

السنوات	عدد الشركات المدرجة	التغير(%)	السنوات	عدد الشركات المدرجة	التغير(%)
2000	163	-	2009	272	
2001	161	-1	2010	277	2
2002	158	-2	2011	247	-11
2003	161	2	2012	243	-2
2004	192	19	2013	240	-1
2005	201	5	2014	236	-2
2006	227	13	2015	228	-3
2007	245	8	2016	224	-2
2008	262	7			

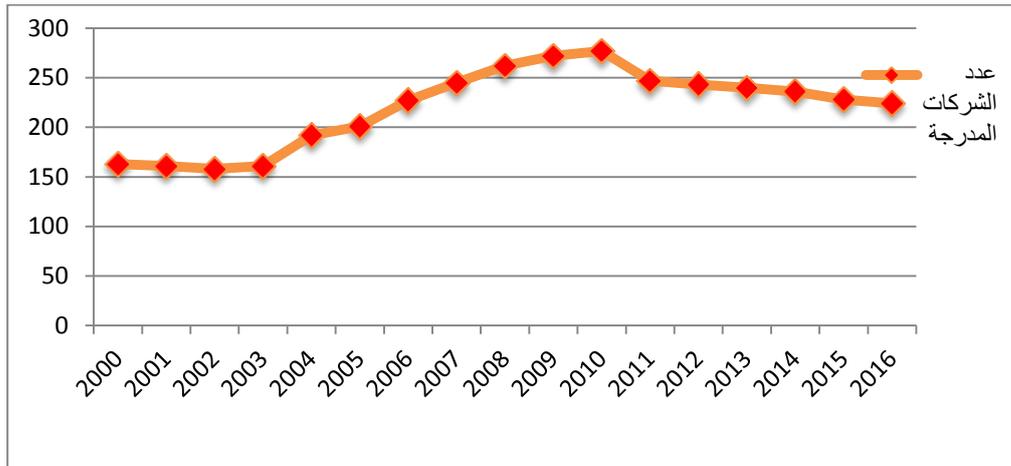
المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على التقارير السنوية لبورصة عمان.

نلاحظ من الجدول أعلاه، انخفاض عدد الشركات المدرجة في سوق عمان المالي من 163 شركة في عام 2000 إلى 161 شركة في عام 2003، حيث بلغ عدد الشركات المدرجة في السوق الأول 79 شركة و82 شركة في السوق الثاني، غير أنه ارتفع بعد ذلك ليصل إلى 245 شركة في عام 2007، حيث بلغ عدد الشركات المدرجة في السوق الأول 112 شركة و133 شركة في السوق الثاني، كما ارتفعت رؤوس أموال الشركات المدرجة نتيجة لزيادة عدد الشركات، نتيجة لقيام الدولة بتنفيذ برنامج الخوصصة، وذلك ببيع جزء من مساهمتها في عدة شركات، كما أدى ارتفاع الأسعار إلى تنشيط السوق، وتحفيز الشركات المساهمة العامة على الدخول للسوق وزيادة رؤوس أموالها، كما أن زيادة الإفصاح ونشر المعلومات عبر نظام التداول الإلكتروني، أدى إلى زيادة تحفيز الاستثمارات في البورصة، وذلك بزيادة ثقة المستثمرين بالسوق، ونتيجة لذلك تم إدراج أسهم 18 شركة جديدة، كما تم نقل إدراج 25 شركة من السوق الثاني إلى السوق الأول، ونقل أسهم 10 شركات من السوق الأول إلى السوق الثاني في عام 2007، وقد استمر بعدها عدد الشركات المدرجة في الارتفاع إلى أن وصل في 2010 إلى 277 شركة مقابل 272 شركة مدرجة بنهاية عام 2009، حيث بلغ عدد الشركات المدرجة في السوق الأول 112 شركة، في حين بلغ عددها في السوق الثاني 165 شركة.

ثم انخفض بعدها عدد الشركات المدرجة طيلة الفترة 2011-2016 من 247 شركة إلى 224 شركة بنسبة انخفاض 9.31% حيث تم إلغاء إدراج 32 شركة في عام 2011 وذلك بعد تعديل تعليمات إدراج الأوراق المالية، كما تم إلغاء إدراج 5 شركات في عام 2012 و5، 7، 8 و 4 شركات في الأعوام 2013، 2014، 2015، 2016 على الترتيب، وذلك وفقا لأحكام تعليمات إدراج الأوراق المالية النافذة

كما توزعت الشركات المدرجة على ثلاث قطاعات رئيسية وهي: القطاع المالي، الصناعي والخدمي، وقد احتل القطاع المالي المرتبة الأولى من حيث عدد الشركات، وبالتالي حجم الإصدار والتداول وعدد الصفقات المنفذة. والشكل الموالي يبين تطور عدد الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية .

شكل(4-7):تطور عدد الشركات المدرجة للفترة (2000-2016).



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على الجدول (4-5).

**4-7-4 سيولة السوق:** تعد السيولة من المؤشرات الدالة على تطور سوق الأوراق المالية، وقدرتها على إتاحة الفرص للمستثمرين، لتقليل مخاطر تصريف ومباشرة الاستثمارات طويلة الأجل، والذي من شأنه أن ينعكس إيجابا على كفاءة تخصيص الموارد المالية، وعللمعدلات النمو الاقتصادي، وتقاس سيولة السوق كما سبق الإشارة إليه في الجانب النظري بمؤشرين هما: **معدل التداول ومعدل الدوران**

**1-4-7-4 معدل التداول:** يعكس هذا المؤشر دور البورصة في توفير السيولة اللازمة للاستثمارات، ويقوم الاقتصاديون بالربط بين مؤشر حجم السوق ومعدل التداول، لوجود احتمال أن تكون السوق واسعة قياسا بمعدل الرسملة أو عدد الشركات المدرجة، إلا انها غير نشطة من حيث التداول، وبالتالي من حيث مساهمتها في تمويل التنمية وتحقيق النمو الاقتصادي.

ويحسب معدل التداول وفق المعادلة التالية:

$$\text{معدل التداول} = \frac{\text{القيمة السوقية للأسهم المتداولة} \div \text{الناتج المحلي الإجمالي}}{100} \times 100$$

**2-4-7-4 معدل الدوران:** يعكس درجة النشاط في السوق، وانخفاض تكاليف المعاملات وسرعة التداول، لكن يجب أن يؤخذ هذا المؤشر بحذر، لاحتمال أن يكون ارتفاع معدل الدوران ناتج عن عمليات المضاربة وليس انعكاسا للنشاط الاستثماري.

ويحسب معدل دوران السهم وفق المعادلة التالية:

$$\text{معدل الدوران} = \frac{\text{القيمة السوقية للأسهم المتداولة} \div \text{رسملة السوق}}{100} \times 100$$

والجدول التالي يبين تطور هذين المؤشرين .

جدول (4-7): معدل دوران الأسهم ومعدل التداول للفترة (2000-2016)

السنوات	قيمة الأسهم المتداولة (أ.د)	الناتج المحلي الإجمالي الاسمي (أ.د.) (بأسعار السوق الجارية)	الرسملة	معدل التداول (%)	معدل دوران الأسهم (%)
2000	334.724.633	5.998.000.001	3.509.640.709	6	10
2001	668.652.674	6.363.000.001	4.476.364.817	11	15
2002	950.272.994	6.794.000.000	5.028.953.990	14	19
2003	1.855.176.028	7.228.000.001	7.772.750.866	26	24
2004	3.793.251.050	8.090.000.001	13.033.833.515	47	29
2005	16.871.051.948	8.925.000.000	26.667.097.118	189	63
2006	14.209.870.592	10.675.000.000	21.078.237.222	133	67
2007	12.348.101.910	12.131.000.000	29.214.202.327	102	42
2008	20.318.014.547	15.593.000.000	25.406.265.528	130	80
2009	9.665.310.642	16.912.000.000	22.526.919.428	57	43
2010	6.689.987.155	18.762.000.000	21.858.181.603	36	31
2011	2.850.252.628	20.476.000.001	19.272.757.327	14	15
2012	1.978.813.878	21.965.000.001	19.141.521.210	9	10
2013	3.027.255.186	23.851.000.001	18.233.491.417	13	17
2014	2.263.404.594	25.437.000.000	18.082.617.433	9	13
2015	3.417.079.026	26.637.000.000	17.984.673.970	13	19
2016	2.329.466.130	27.444.000.001	17.339.384.851	8	13

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على التقارير السنوية لبورصة عمان والبنك المركزي الأردني.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه، أن السوق حققت أداء جيد، حيث أظهرت النتائج أن معدل التداول بلغ أقصاه في عام 2005 بمعدل 189% نتيجة لزيادة قيمة الأسهم المتداولة التي بلغت قيمة 16871.05 مليون دينار مقارنة بمعدل التداول المقدر بـ 47% في عام 2004 الذي يقابله قيمة تداول بـ 3793.25 مليون دينار، وقد استمرت السوق في المحافظة على أداءها الجيد إلى غاية 2008 أين بلغت نسبة التداول 130% بقيمة تداول وصلت إلى 20318.01 مليون دينار، والذي ساهم في تحسين نسبة التداول مقارنة بعام 2007 إذ وصلت إلى 102%، لكن سرعان ما تراجع أدائها وبشكل حاد، نتيجة لانخفاض أسعار الأسهم أثناء الأزمة المالية العالمية، إذ انخفض معدل التداول ابتداءً من عام 2009

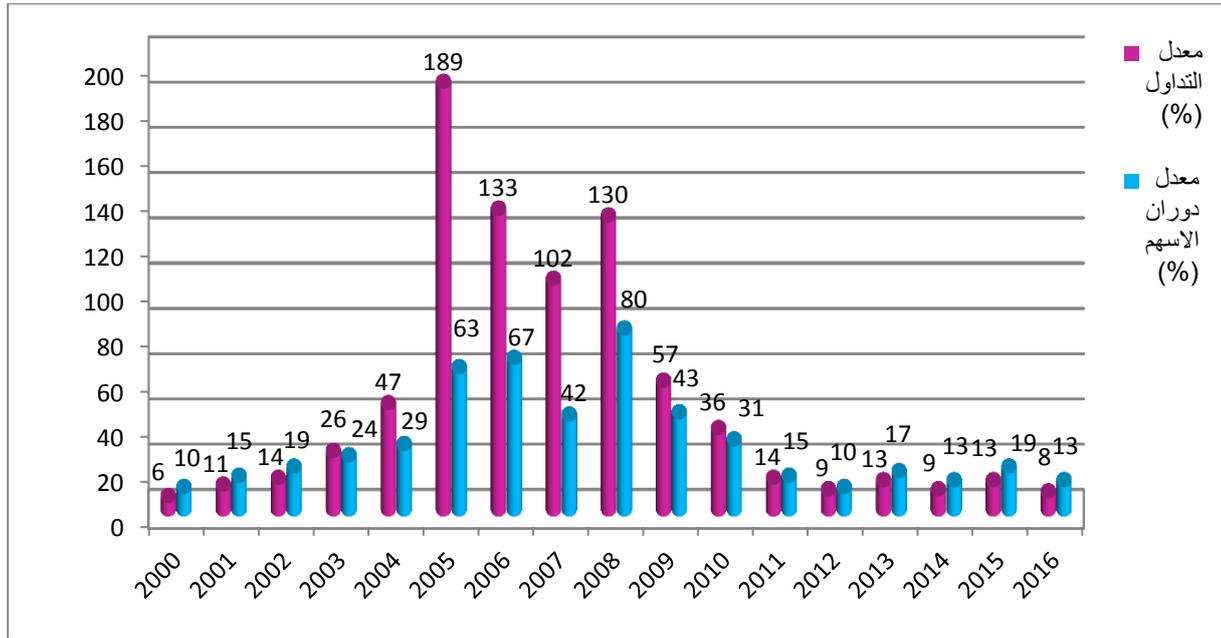
مما أدى إلى انخفاض نسبة التداول، إلى أن وصلت إلى أدنى مستوياتها في عام 2016، بنسبة منخفضة جدا وصلت إلى 8% يقابلها قيمة تداول منخفضة وصلت إلى 2329.46 مليون دينار.

وفيما يخص معدل دوران الأسهم الذي يعكس سيولة السوق، فقد أخذ نفس الاتجاه العام لمعدل التداول في انخفاضه وارتفاعه، حيث تطور وبمعدلات مرتفعة في فترات مختلفة، إلى أن وصل إلى أعلى نسبة قدرت ب 80% في عام 2008 مقارنة ب 42% في عام 2007، نظرا لارتفاع قيمة الأسهم المتداولة نتيجة لزيادة التعاملات، وانخفاض القيمة السوقية نتيجة لانخفاض أسعار الأسهم، وزيادة اقبال المستثمرين على شراء الأسهم التي انخفضت أسعارها، بسبب زيادة المعروض منها، إلا أنه تراجع فيما بعد إلى أن وصل إلى أدنى نسبة له في عام 2012، أين وصل إلى 10%، نتيجة لانخفاض قيمة الأسهم المتداولة إلى أدنى مستوياتها وصلت إلى 1978.81 مليون دينار.

ثم تطور بعد ذلك خلال الفترة (2013-2016) بين انخفاض وارتفاع ليستقر عند 13% في عام 2016.

والشكل التالي يوضح تطور معدل دوران الأسهم ومعدل التداول للفترة (2000-2016).

شكل (4-8): معدل دوران الأسهم ومعدل التداول للفترة(2000-2016)



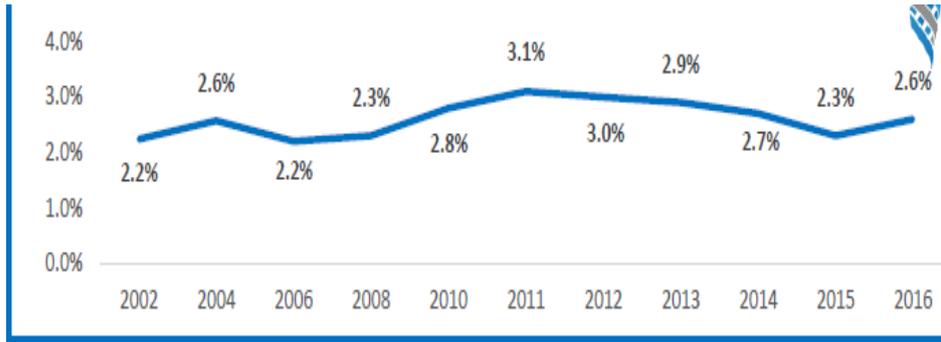
المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على الجدول رقم(4-6).

فحسب تقرير الصادر عن منتدى الاستراتيجيات الأردني فإن بورصة عمان تعاني من ضعف السيولة، حيث أنه من الصعب تنفيذ أوامر المستثمرين في أي لحظة يختارونها بغض النظر عن السعر، كما أنه عند تنفيذ أوامر المستثمرين فعادة ما يتم ذلك بتكلفة عالية (هامش سعر الشراء والبيع)<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>منتدى الاستراتيجيات الأردني، ورقة سياسات بورصة عمان 2017-09-26، مرجع سبق ذكره، ص:5.

إن آلية التداول في بورصة عمان تعاني من ضعف رئيسي، وهو عدم قدرة المساهم على تنفيذ أوامر الشراء أو البيع لحظيا وهو ما يعبر عنه بسيولة ضعيفة، حيث يظهر الشكل أدناه متوسط تكلفة السيولة في بورصة عمان خلال الفترة (2016-2002)، و تشير القيم إلى أن تكلفة السيولة تتراوح بين 2.2% كحد أدنى و 3.1% كحد أقصى كما هو موضح بالشكل:<sup>1</sup>

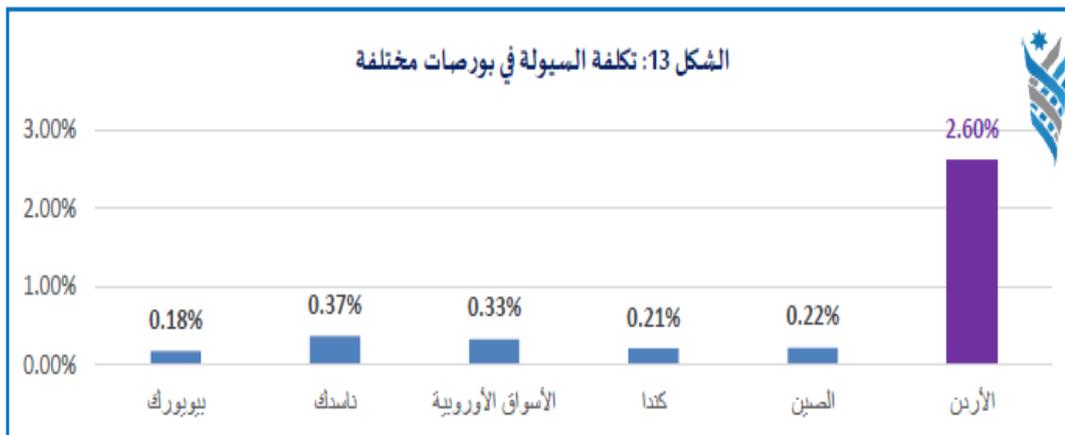
شكل(4-9): تكلفة السيولة في بورصة عمان خلال الفترة (2016-2002)



المصدر: منتدى الاستراتيجيات الأردني ورقة سياسات بورصة عمان 2017-09-26، مرجع سبق ذكره، ص: 15.

وهذه النسبة أعلى بكثير من 0.18% و 0.37% السائدة في سوق نيويورك وسوق ناسداك على الترتيب، كما أن تكلفة السيولة في بورصة عمان أعلى مما هو عليه في الأسواق الأوروبية 0.33% وكندا 0.21% وفي الصين 0.22% كما يوضحها الشكل التالي :

شكل(4-10) : تكلفة السيولة في بورصات مختلفة في عام 2016



المصدر: منتدى الاستراتيجيات الأردني ورقة سياسات بورصة عمان 2017-09-26، مرجع سبق ذكره، ص: 15.

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص: 15

ولتكلفة السيولة المرتفعة نسبيا في بورصة عمان أثارا سلبية، وفي مقدمة هذه الآثار العلاقة بين تكلفة السيولة وأسعار الأسهم، إذ تميل الأسعار إلى التقلب الشديد والمخاطرة وهذا ما يفقد ثقة المستثمرين في السوق.

4-7-5 درجة التركيز: كما سبق وتطرقتنا له في الجانب النظري، فإن درجة التركيز يقصد بها حصة أكبر عشر شركات في رزمة السوق أو في قيمة التداول، والمعنى الاقتصادي لهذا المؤشر، هو مدى هيمنة الشركات الكبرى على رزمة السوق، وبالتالي مدى تأثير السوق بالتغيرات في قيم أوراق تلك الشركات، وباعتبار سوق عمان للأوراق المالية من الأسواق شبه الناشئة، فإنه درجة التركيز بها مرتفعة إلى 70%، كما يوضحها الجدول التالي:

جدول (4-8): نسبة مساهمة الشركات العشر الأكبر من حيث القيمة السوقية للفترة (2002-2016)

السنوات	درجة التركيز (%)	السنوات	درجة التركيز (%)
2002	68.7	2010	70
2003	66.9	2011	71.2
2004	67.7	2012	71.3
2005	69.5	2013	66.1
2006	65.4	2014	63.2
2007	68.5	2015	65.3
2008	69.3	2016	65.2
2009	69.3		

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على التقارير السنوية لبورصة عمان.

وفيما يخص الشركات العشرة الأكبر من حيث القيمة السوقية لعام 2016 فنعرضها من خلال الجدول التالي:

جدول (4-9): الشركات العشرة الأكبر من حيث القيمة السوقية لعام 2016

اسم الشركة	القيمة السوقية (مليون دينار أردني)	النسبة إلى المجموع الكلّي (%)
البنك العربي	3953.7	22.8
بنك الإسكان للنجارة والتمويل	2343.6	13.5
البوتاس العربية	1598	9.2
الإقبال للاستثمار	745.5	4.3
البنك الإسلامي الأردني	579	3.3
بنك الأردن	576	3.3
الاتصالات الأردنية	433.1	2.5
البنك الأردني الكويتي	394	2.3
مصفاة البترول الأردنية /جوبترول	342	2
بنك القاهرة عمان	333	1.9
المجموع	11.301	65.2

المصدر: التقرير السنوي لبورصة عمان 2016، متاح على الموقع الإلكتروني.

4-7-6 الاستثمار الأجنبي غير المباشر: قامت الحكومة الأردنية بانتهاج سياسات اقتصادية تقوم على استقطاب الاستثمارات وتوفير المناخ الاستثماري المناسب، من خلال إصدار مجموعة من القوانين والتشريعات، التي تسمح للمستثمر الأجنبي بالاستثمار في مختلف أنواعه وضمن تسهيلات عديدة، وكان ضمن سياسات الاستثمار الممنوحة للمستثمرين الأجانب، الاستثمار في أسهم الشركات الأردنية وغير الأردنية، في بورصة عمان للأوراق المالية، حيث أصبح إسهام المستثمر الأجنبي في القيمة السوقية للشركات داخل البورصة، يقارب نسبة إسهام المستثمر المحلي، كما يوضحه الجدول التالي:

جدول (4-10): تطور صافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر، ونسبة مساهمة الأردنيين وغير الأردنيين في القيمة السوقية

للشركات المدرجة للفترة (2000-2016)

السنوات	شراء غير الأردنيين (أ.د)	بيع غير الأردنيين (أ.د)	صافي الاستثمار لغير الأردنيين (أ.د)	مساهمة الأردنيين في القيمة السوقية (%)	مساهمة غير الأردنيين في القيمة السوقية (%)	مساهمة المستثمرين العرب (%)	مساهمة المستثمرين الأجانب (%)
2000	53.000.000	64.000.000,8	-11.000.001	58.3	41.7	36.1	5.6
2001	104.000.001	212.000.000	-107.000.001	61.5	38.5	33.7	4.8
2002	233.000.000	232.000.001	900.000	62.6	37.4	27.9	9.5
2003	281.000.000	199.000.000	81.000.000,9	61.2	38.8	29.4	9.4
2004	380.000.000	311.000.000	68.000.000,9	58.7	41.3	31.1	10.2
2005	2.152.000.000	1.739.000.000	413.000.000	55	45	35.9	9.1
2006	1.995.000.000	1.814.000.001	180.000.001	54.5	45.5	34.3	11.2
2007	2.825.000.000	2.359.000.000	466.000.000	51.1	48.9	35.7	13.2
2008	4.219.000.001	3.910.000.000	309.000.001	51.1	48.9	35.7	13.2
2009	2.135.000.001	2.139.000.000	-3.000.000,8	51.1	48.9	33.4	15.5
2010	1.036.000.001	1.051.000.000	-14.000.001	50.4	49.6	32.6	17
2011	555.000.001	477.000.000	78.000.000	48.7	51.3	33.7	17.6
2012	322.000.001	285.000.000	37.000.000,6	48.3	51.7	33.8	17.9
2013	939.000.001	792.000.001	146.000.001	50.1	49.9	35.5	14.4
2014	362.000.001	384.000.001	-22.000.000	51.2	48.8	36	12.8
2015	981.000.001	971.000.000	10.000.000,6	50.5	49.5	36.8	12.7
2016	666.000.001	429.000.000	237.000.000	50.4	49.6	38.6	11

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على التقارير السنوية لبورصة عمان.

نلاحظ من الجدول أعلاه تزايد حجم الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة في القيمة السوقية لشركات المساهمة

العامّة الأردنية، خاصة بعد تحرير سوق الأوراق المالية في عام 2005.

ففي عام 2000 بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المشتراة من قبل المستثمرين غير الأردنيين، من أسهم الشركات المتداولة 53 مليون دينار مشكلة ما نسبته 15.8% من حجم التداول الكلي، في حين بلغت قيمة الأسهم المباعة من قبلهم 64 مليون دينار، وبذلك يكون الانخفاض في صافي الاستثمار لغير الأردنيين 11 مليون دينار أردني، وقد بلغت نسبة مساهمة الأردنيين في القيمة السوقية نسبة 58.3% في نهاية عام 2000، في حين بلغت مساهمة غير الأردنيين نسبة 41.7%، وقد ارتفعت فيما بعد وخلال الفترة (2000-2005)، حيث بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المشتراة من قبل المستثمرين غير الأردنيين من أسهم الشركات المتداولة 2152 مليون دينار في عام 2005، في حين بلغت قيمة الأسهم المباعة 1739 مليون دينار، ونتيجة لذلك بلغ صافي الاستثمار لغير الأردنيين 413 مليون دينار، مشكلا ما نسبته 45% من القيمة السوقية في حين مثلت نسبة الأردنيين 55%،

وفي عام 2008 بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المشتراة من قبل المستثمرين غير الأردنيين من أسهم الشركات المتداولة ما قيمته 4219 مليون دينار، مشكلة ما نسبته 20.8% من حجم التداول الكلي، في حين بلغت قيمة الأسهم المباعة من طرفهم 3910 مليون دينار، وبذلك يكون صافي الاستثمار غير الأردني قد ارتفع بما قيمته 309 مليون دينار مقارنة مع ارتفاع قيمته 466 مليون دينار في عام 2007 وقد بلغت مساهمة غير الأردنيين في الشركات المدرجة في نهاية 2008 ما نسبته 51.1% من إجمالي القيمة السوقية للبورصة، في حين بلغت مساهمة غير الأردنيين ما نسبته 48.9% موزعة بين العرب بنسبة 35.7% والأجانب غير العرب بنسبة 13.2%.

وتشير البيانات الصادرة عن مركز إيداع الأوراق المالية، إلى أن الاستثمارات السعودية تحتل المرتبة الأولى حيث بلغت قيمتها بنهاية 2008 ما نسبته 7.8% من القيمة السوقية للبورصة، تلتها الكويتية بنسبة 6.8%، ثم اللبنانية بنسبة 5.8% ثم القطرية بنسبة 4.1% ثم الأمريكية بنسبة 3.7%.

لتنخفض فيما بعد في عامي 2009-2010، حيث بلغ الانخفاض أقصاه في عام 2010، إذ بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المشتراة من قبل المستثمرين غير الأردنيين، من أسهم الشركات المتداولة 1036 مليون دينار، مشكلة ما نسبته 15.5% من حجم التداول الكلي في البورصة، في حين بلغت قيمة الأسهم المباعة 1051 مليون دينار، وبذلك يكون صافي الاستثمار غير الأردني قد انخفض بما قيمته 14 مليون دينار، مقارنة مع انخفاض قيمته 3 مليون دينار في عام 2009، وقد بلغت نسبة مساهمة غير الأردنيين، في الشركات المدرجة في البورصة في عام 2010، ما نسبته 49.6% من إجمالي القيمة السوقية للبورصة، شكلت مساهمة المستثمرين العرب ما نسبته 32.6% في حين شكلت مساهمة الأجانب غير العرب ما نسبته 17%، في حين بلغت نسبة مساهمة الأردنيين في الشركات المدرجة 50.4%.

وتشير البيانات الصادرة عن مركز إيداع الأوراق المالية، إلى أن الاستثمارات السعودية تحتل المرتبة الأولى بنسبة 7.8% من القيمة السوقية للبورصة، تلتها الكويتية بنسبة 6.8% ثم اللبنانية بنسبة 5.8% ثم القطرية بنسبة 4.1% ثم الأمريكية بنسبة 3.7% .

وقد ارتفع صافي الاستثمار لغير الأردنيين فيما بعد، ليصل إلى أقص قيمة محققة في عام 2013، حيث بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المشتراة من قبل المستثمرين غير الأردنيين في أسهم الشركات المتداولة 939 مليون دينار، مشكلة ما نسبته 31% من حجم التداول الكلي في البورصة، في حين بلغت قيمة الأسهم المباعة من قبلهم 792 مليون دينار، وبذلك يكون صافي الاستثمار غير الأردني، قد ارتفع بما قيمته 146 مليون دينار لعام 2013، وقد بلغت نسبة مساهمة غير الأردنيين في الشركات المدرجة نهاية عام 2013 ما نسبته 49.9% من إجمالي القيمة السوقية للبورصة، شكلت مساهمة الأجانب العرب 35.5%، أما الأجانب غير العرب فقد شكلت نسبة 14.4%، في حين بلغت مساهمة الأردنيين نسبة 50.1%.

وتشير البيانات الصادرة عن مركز إيداع الأوراق المالية، إلى أنه في عام 2013 احتلت الاستثمارات اللبنانية في بورصة عمان المرتبة الأولى من حيث الاستثمارات الأجنبية، حيث بلغت نسبتها 6.5% من القيمة السوقية للبورصة، تلتها الكويتية بنسبة 6%، ثم القطرية بنسبة 5.1% ثم السعودية بنسبة 4.9%، ثم الأمريكية بنسبة 4.5%.

وقد انخفضت فيما بعد في عام 2014، حيث بلغ مقدار الانخفاض في صافي الاستثمار غير الأردني ما قيمته 22 مليون دينار، مقارنة بالارتفاع المحقق في عام 2013 البالغ مقدار 146 مليون دينار.

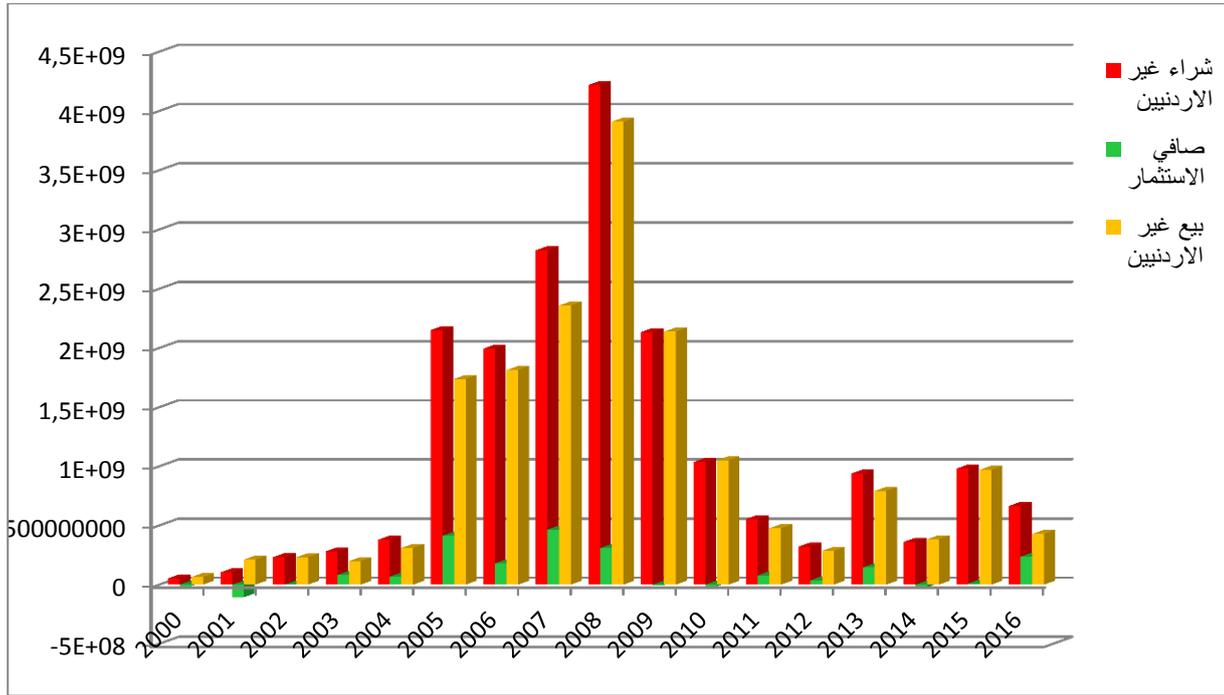
وبلغت نسبة مساهمة غير الأردنيين في الشركات المدرجة في بورصة عمان ما نسبته 48.8%، في حين بلغت نسبة مساهمة الأردنيين 51.2% من إجمالي القيمة السوقية للبورصة.

وفيما يخص عام 2016 فقد ارتفع الاستثمار الأجنبي مجدداً، إذ بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المشتراة من قبل المستثمرين غير الأردنيين، في أسهم الشركات المتداولة ما قيمته 666 مليون دينار، مشكلة ما نسبته 28.6% من حجم التداول الكلي في البورصة، في حين بلغت قيمة الأسهم المباعة من قبلهم 429 مليون دينار، وبذلك يكون صافي الاستثمار غير الأردني قد ارتفع بما قيمته 237 مليون دينار.

وقد بلغت نسبة مساهمة غير الأردنيين في القيمة السوقية للشركات المدرجة 49.6%، في حين بلغت نسبة مساهمة الأردنيين 50.4% من إجمالي القيمة السوقية للبورصة.

والشكل الموالي يبين تطور صافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر في سوق عمان للأوراق المالية خلال فترة الألفية.

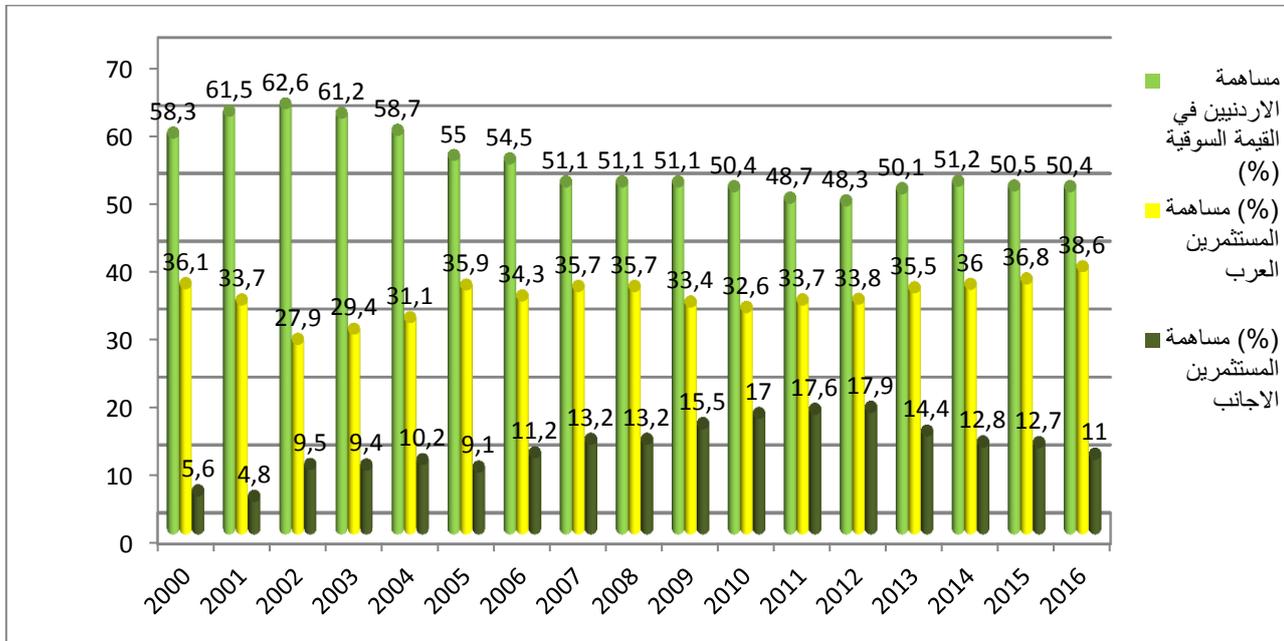
شكل (4-11): تطور صافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر للفترة (2000-2016).



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على الجدول رقم (4-9)

أما عن تطور نسبة مساهمة الأردنيين وغير الأردنيين في القيمة السوقية للشركات المدرجة فيبينها الشكل التالي:

شكل (4-12): مساهمة الأردنيين وغير الأردنيين في القيمة السوقية للشركات المدرجة للفترة (2000-2016)



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على الجدول رقم (4-9)

وبالنسبة لمساهمة الاستثمار الأجنبي في رؤوس أموال الشركات المساهمة العامة قطاعياً، فقد كان موزعاً على

القطاعات الثلاث: القطاع المالي، الصناعي والخدمي، احتل القطاع المالي منها النسبة الأكبر كما يبينه الجدول التالي:

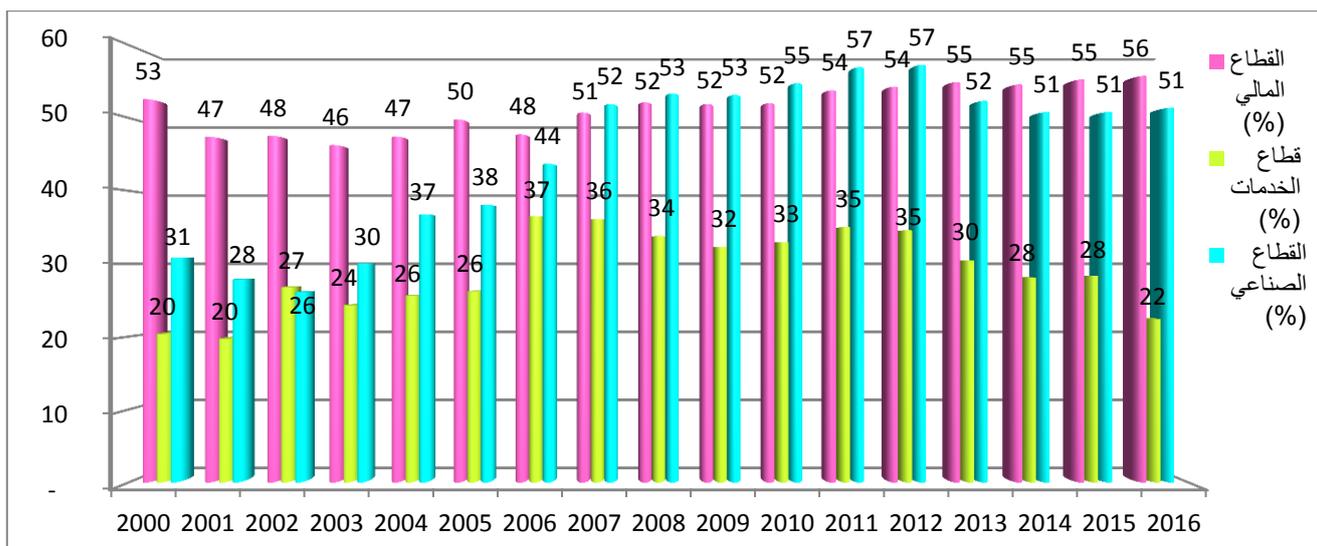
جدول (4-11): مساهمة غير الأردنيين في رؤوس أموال الشركات المساهمة العامة قطاعيا للفترة (2000-2016)

السنوات	القطاع المالي (%)	قطاع الخدمات (%)	القطاع الصناعي (%)
2000	53	20	31
2001	47	20	28
2002	48	27	26
2003	46	24	30
2004	47	26	37
2005	50	26	38
2006	48	37	44
2007	51	36	52
2008	52	34	53
2009	52	32	53
2010	52	33	55
2011	54	35	57
2012	54	35	57
2013	55	30	52
2014	55	28	51
2015	55	28	51
2016	56	22	51

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على التقارير السنوية لبورصة عمان.

والذي يمكن تمثيله بيانيا على النحو التالي:

شكل (4-13): مساهمة غير الأردنيين في رؤوس أموال الشركات المساهمة العامة قطاعيا للفترة (2000-2016)



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على الجدول (4-10).

#### 4-7-7 الأرقام القياسية لأسعار الأسهم في بورصة عمان

تعتبر الأرقام القياسية من أهم المؤشرات في الأسواق المالية، التي تدل على مستويات أسعار الأسهم، وتحديد الاتجاه العام للأسعار، وتستخدم لقياس التغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم، خلال فترة معينة مقارنة مع فترة أخرى. بدأ سوق عمان المالي منذ عام 1980 باحتساب رقم قياسي غير مرجح لأسعار الأسهم، وتم اختيار عينة مكونة من 38 شركة من كافة القطاعات، وذلك لاحتساب الرقم القياسي العام، وقد تم تحديد أسعار افتتاح تداول الأول من كانون الثاني 1980 كفترة أساس، بحيث تكون قيمة الرقم القياسي 100 نقطة، وقد تم تغيير قيمة الأساس إلى 1000 نقطة اعتباراً من بداية عام 2004، علماً بأنه إضافة إلى الرقم القياسي العام، يتم احتساب أرقام قياسية لكافة القطاعات وهي: قطاع البنوك والشركات المالية، التأمين، الخدمات والصناعة.

بدأ سوق عمان المالي منذ مطلع عام 1992 باحتساب رقم قياسي جديد مرجح بالقيمة السوقية وتم تحديد 31 كانون الأول 1991 كفترة أساس ( الرقم القياسي = 100 نقطة)، تم تغييره إلى 1000 اعتباراً من بداية عام 2004، ويقوم هذا الرقم على أساس اختيار عينة مكونة من 50 شركة ممثلة للسوق، تم زيادتها إلى 60 شركة في عام 1994 وإلى سبعين شركة في عام 2001 وإلى 100 شركة في العام 2007، واختيار هذه العينة فقد تم اعتماد خمسة معايير تعكس حجم الشركات ومدى سيولتها حيث تمثل هذه المعايير: القيمة السوقية للشركة وعدد أيام التداول ومعدل دوران السهم وحجم التداول وعدد الأسهم المتداولة، كما يتم أخذ التمثيل القطاعي بعين الاعتبار عند اختيار العينة.

ونتيجة للتطورات العالمية في مجال احتساب الأرقام القياسية، وبهدف زيادة قدرة هذه الأرقام على عكس أداء السوق، قامت البورصة بتطوير رقم قياسي جديد مبني على الأسهم الحرة (المتاحة للتداول)، بحيث يعطي تمثيلاً أفضلًا لتحركات أسعار الأسهم في السوق، ويخفف حدة تأثير الشركات ذات القيمة السوقية العالية بحيث يخفض ثقلها، حيث تم احتساب هذا الرقم من خلال الترجيح، بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول في الشركات، وليس بعدد الأسهم الكلي المدرج لكل شركة.

وقد تم تطبيق معايير شركة Dowjones في اختيار عينة الشركات، حيث يتم احتساب هذا الرقم على أساسها، ويشتمل نطاق المؤشر على جميع الشركات المحلية المدرجة في بورصة عمان، فيما يتم استثناء الشركات التي تمثل بمجموعها أقل من 1% من القيمة السوقية الإجمالية للبورصة، والشركات التي لا تزيد نسبة أيام تداولها على 33.33% من أيام التداول الكلية في كل ربع، ويتكون المؤشر من أكبر 100 شركة، من الشركات التي استوفت الشروط، من حيث القيمة السوقية في المؤشر الجديد، ويحدد وزن المؤشر بالقيمة السوقية للأسهم الحرة، فيما تحدد أوزان الأسهم الفردية بنسبة 10% كحد أقصى، بهدف منع هيمنة الأسهم الفردية على المؤشر، كما تم اختيار الرقم (1000) نقطة كقيمة أساس للرقم القياسي

كما في نهاية العام 1999، ويتميز هذا الرقم بأنه يعكس بشكل أفضل، تحركات أسعار الأسهم في السوق، وكذلك فإنه يخفف من تأثير الشركات ذات القيمة السوقية الكبيرة.

يتم احتساب الأرقام القياسية في بورصة عمان، بناء على آخر أسعار إغلاق متوفرة للشركات التي ضمن العينة، ويتم نشر هذه الأرقام بشكل يومي، ولتمكين الرقم القياسي من عكس الصورة الحقيقية، لتغيرات أسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصة، يتم مراجعة العينة بشكل دوري كل ثلاثة أشهر، من خلال دراسة نشاط الشركات المدرجة في البورصة، بحيث تضاف الشركات النشطة إلى العينة، ويتم سحب الشركات غير النشطة، ويمكن إجراء بعض التعديلات الطارئة، وذلك في حالة إيقاف شركات عن التداول لفترة طويلة، أو شطب إدراج هذه الشركات، ويتم إجراء التعديلات اللازمة على الأرقام القياسية، وذلك لاستبعاد أثر أي تغيرات ناجمة عن عوامل غير التغير في حركة أسعار الأسهم، وذلك لكي تعكس الأرقام القياسية التغيرات في أسعار الأسهم فقط.

ويتم استخدام الصيغة التالية في حساب الرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة<sup>1</sup>:

$$index_t = \frac{\sum_{i=1}^n (P_{ti} * S_{ti} * F_{ti})}{D_t}$$

حيث:

$P_{ti}$ : سعر إغلاق سهم الشركة.

$S_{ti}$ : عدد الأسهم المدرجة للشركة.

$F_{ti}$ : المعامل للشركة.

$D_t$ : الرقم القياسي Divisor.

$i$ : في زمن اليوم  $t$ .

ويمكن من خلال تتبع المؤشر، معرفة اتجاهات أسعار الأسهم، حيث يبين الجدول (4-15) اتجاهات الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة على المستوى القطاعي والكلي.

<sup>1</sup><https://www.ase.com.jo/ar/node/822>

جدول(4-12): الرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة على المستوى الكلي والقطاعي

للفترة(2000-2016)

إغلاق1999=1000 نقطة

السنوات	المؤشر العام	التغير(%)	القطاع المالي	التغير(%)	قطاع الخدمات	التغير(%)	قطاع الصناعة	التغير(%)
2000	813,3	-	804,8	-	915,1	-	744,2	-
2001	1060,6	30	1130,9	41	975,7	7	940,2	26
2002	1090,9	3	1078,6	-5	963,8	-1	1065,3	13
2003	1761,5	61	2101,7	95	1268,9	32	1590,3	49
2004	2729,1	55	3510,7	67	1762	39	2344,5	47
2005	4259,7	56	6733,6	92	2259,4	28	2815,6	20
2006	3013,7	-29	4486,3	-33	1833,1	-19	2372,3	-16
2007	3675	22	5131	14	2460,3	34	3097,7	31
2008	2758,4	-25	3609,1	-30	2025,6	-18	2736	-12
2009	2533,5	-8	3026,8	-16	2107,9	4	2738,8	0
2010	2373,6	-6	2911,7	-4	1897,2	-10	2576,6	-6
2011	1995,1	-16	2423,9	-17	1693,7	-11	2149,9	-17
2012	1957,6	-2	2363,6	-2	1651,1	-3	2176,6	1
2013	2065,8	6%	2703,9	14%	1648,8	0%	1964,9	-10%
2014	2165,5	5%	2920,9	8%	1794,8	9%	1852	-6%
2015	2136,3	-1%	2906,2	-1%	1726,7	-4%	1848,8	0%
2016	2170,3	2%	2933,2	1%	1604,7	-7%	2093	13%
معدل التغير		-100%				-100%		-100%

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على التقارير السنوية لبورصة عمان، كما أن النسب احتسبت من طرف الباحثة.

من خلال الجدول أعلاه، نلاحظ أن الرقم القياسي للمؤشر العام بلغ 813.3 نقطة في سنة 2000، وقد حقق نمواً بنسبة 30% في عام 2001، استجابة للتطورات التي شهدتها السوق على المستوى التشريعي والتنظيمي، حيث كان للتداول الإلكتروني أثر بالغ الأهمية، مما سهل التداول ورفع كفاءة الوسطاء بالإضافة إلى إعطاء المرونة بالتداول، كما أن نجاح الأردن في إنجاز مشاريع الاتفاقيات الحرة، مع الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا والانضمام إلى منظمة التجارة

الحرّة، كان له أثر بالغ الأهمية في ارتفاع الأسعار، ليعرف أقصى قيمة سنة 2005 بنسبة ارتفاع 55% مقارنة بسنة 2004، حيث اختتمت بورصة عمان تعاملها بمكاسب قياسية، لم يسبق لها مثيل في سنة 2005، في حين شهدت السوق تراجعاً في أسعار الأسهم سنة 2006 نتيجة لعملية الاكتتاب التي تطلبت سيولة كبيرة، ثم بقيت أسعار الأسهم تنمو بنسب سالبة طيلة الفترة 2008-2012 خاصة بالنسبة للقطاع المالي.

وقد أشارت البيانات الصادرة عن بورصة عمان، ارتفاع الرقم القياسي لأسعار الأسهم خلال النصف الأول من عام 2008، إذ سجل الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية للأسهم الحرّة أعلى مستوياته، والذي يرجع إلى ارتفاع أسعار أسهم بعض الشركات، خاصة الصناعية منها التي تستخرج المواد الأولية، والتي تأثرت أسعار أسهمها بالارتفاع الكبير الذي شهدته أسعار المواد الأولية عالمياً، والذي ساهم في زيادة أرباح هذه الشركات، مما زاد الطلب على أسهمها.

في حين شهد النصف الثاني من عام 2008 تراجعاً في أسعار الأسهم نتيجة للأزمة المالية العالمية التي أثرت على كافة الأسواق المالية الدولية، مما انعكس على الأرقام القياسية للبورصات، حيث انخفض الرقم القياسي في نهاية العام بنسبة 25% مقارنة مع عام 2007 ليغلق عند مستوى 2758.4 نقطة، أما على المستوى القطاعي فقد انخفض الرقم القياسي لجميع القطاعات بنسب 30%، 18%، 12% للقطاع المالي، الخدمات، والصناعة على الترتيب، وذلك لانخفاض الرقم القياسي لمعظم القطاعات الفرعية، وكمحصلة لانخفاض أسعار الأسهم في عام 2008، انخفضت القيمة السوقية للشركات المدرجة.

وقد استمر بعدها الرقم القياسي في الانخفاض ليصل إلى أدنى مستوياته في عام 2011، ليغلق عند مستوى 1995.1 نقطة، حيث انخفض بنسبة 16% مقارنة بعام 2010.

أما على المستوى القطاعي، فقد انخفض الرقم القياسي لقطاع الصناعة بنسبة 17% مقارنة بعام 2010، وذلك نتيجة لانخفاض جميع القطاعات الفرعية، كما انخفض الرقم القياسي للقطاع المالي بنسبة 17%، نتيجة لانخفاض الأرقام القياسية لجميع القطاعات الفرعية (الخدمات المالية المتنوعة والعقارات والتأمين والبنوك)، حيث يؤثر قطاع البنوك بأكثر من 70% على الرقم القياسي للقطاع المالي، وأخيراً انخفض الرقم القياسي لقطاع الخدمات بنسبة 11%، وذلك نتيجة لانخفاض الرقم القياسي للقطاعات الفرعية أيضاً.

وخلال عامي 2013 و2014 شهد أداء الرقم القياسي، المرجح بالقيمة السوقية للأسهم الحرّة تحسناً، حيث ارتفع في عام 2014 بنسبة 5% مقارنة بسنة 2013، ليغلق عند مستوى 2165.5 نقطة، أما في عام 2015 فقد شهد أداء

الرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة، والذي يضم 100 شركة من أكبر الشركات، وأكثرها نشاطا في السوقين الأول والثاني، تذبذبا لينتهي العام 2015 على انخفاض ليغلق عند مستوى 2136.3 نقطة.

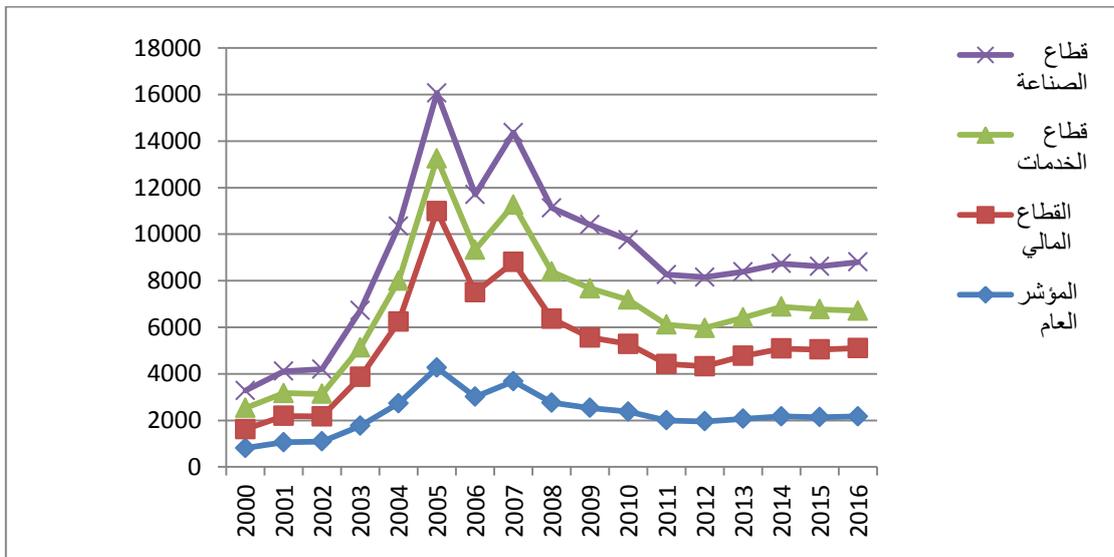
أما على المستوى القطاعي فقد انخفض الرقم القياسي لقطاعي الخدمات والمالي، نتيجة لانخفاض الرقم القياسي للقطاعات الفرعية وكمحصلة لتغيرات أسعار الأسهم لعام 2015، انخفضت القيمة السوقية للشركات المدرجة في نهاية العام.

في حين شهد أداء الرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة، تحسنا في نهاية عام، 2016 ليغلق عند مستوى 2170.3 نقطة، أي بارتفاع نسبته 2% مقارنة بعام 2015.

أما على المستوى القطاعي فقد ارتفع الرقم القياسي لقطاعي الصناعة والمالي بنسبة 13% و 1% على الترتيب، وذلك نتيجة لارتفاع الرقم القياسي للقطاعات الفرعية، فيما انخفض الرقم القياسي لقطاع الخدمات بنسبة 7%، وذلك نتيجة لانخفاض الرقم القياسي للقطاعات الفرعية، وكمحصلة لتغيرات أسعار الأسهم لعام 2016، انخفضت القيمة السوقية للشركات المدرجة في نهاية العام.

ومن خلال ما تقدم نلاحظ أن أسعار الأسهم، كانت عرضة للتغير خلال فترة الدراسة وبنسب مختلفة، حيث بلغ معدل التغير السنوي لجميع القطاعات 150% أما قطاعيا فكانت 224%، 88%، 123% لكل من القطاع المالي والخدمي والصناعي على الترتيب، والشكل الموالي يبين التطورات التي عرفها الرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية لأسعار الأسهم الحرة

شكل(4-14): تطور الرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة على المستوى الكلي والقطاعي للفترة (2000-2016)



المصدر : من اعداد الباحثة اعتمادا على الجدول (4-11)

#### 4-8 القطاع الحقيقي

4-8-1 الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ( $GDP_R$ ): لدراسة تطور القطاع الحقيقي للاقتصاد الأردني اعتمدنا على متغير الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (بالأسعار الثابتة) وذلك لقياس معدل النمو الاقتصادي، وقد جاءت معطياته ممثلة بالجدول التالي:

جدول (4-13): معدلات النمو الاقتصادي للفترة (2000-2016)

السنوات	الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي $GDP_R$ (د.أ.)	معدل النمو الاقتصادي $GR$	السنوات	الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي $GDP_R$ (د.أ.)	معدل النمو الاقتصادي $GR$
1999	4.446.000.001	0.03155	2009	8.083.000.000	0.02148
2000	4.660.000.000	0.04813	2010	8.358.000.000	0.03402
2001	4.930.000.000	0.05793	2011	8.635.000.000	0.02117
2002	4.930.000.000	0.06551	2012	8.854.000.001	0.03737
2003	5.476.000.001	0.04284	2013	9.098.000.001	0.02755
2004	5.952.000.001	0.08692	2014	9.392.000.001	0.03231
2005	6.404.000.000	0.07594	2015	9.637.000.001	0.02608
2006	6.919.000.001	0.08041	2016	9.847.000.001	0.02179
2007	7.419.000.001	0.07226			
2008	7.913.000.000	0.06658			

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على التقارير السنوية لبنك الأردن المركزي.

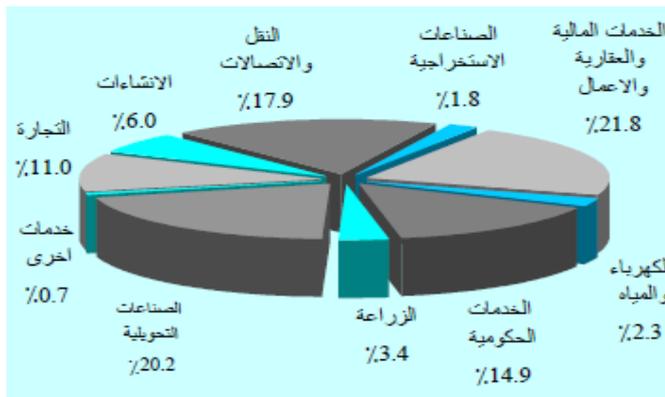
من خلال الجدول أعلاه، نلاحظ أن الاقتصاد الأردني حقق خلال فترة الألفية معدلات نمو موجبة، رغم تباطؤها في بعض السنوات، وفي تذبذب بين ارتفاع وانخفاض، بلغ أقصاه في عام 2004 بنسبة 9%، وأدناه في عام 2009 بنسبة 2%.

ففي عام 2007 حقق الاقتصاد الأردني أداءً قوياً، على الرغم من بعض التحديات التي واجهها أهمها ارتفاع الحاد لأسعار النفط والمواد الغذائية في الأسواق الدولية، حيث سجل الناتج المحلي الإجمالي نمواً بأسعار السوق الثابتة بنسبة 7%، ويرجع ارتفاع مستوى النشاط الاقتصادي إلى ارتفاع الإنفاق الكلي على السلع والخدمات الاستهلاكية، وارتفاع الصادرات الكلية إلى جانب استمرار تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة، حيث حققت معظم القطاعات

الاقتصادية نمواً، خاصة قطاعات منتجو الخدمات الحكومية والنقل والتخزين والاتصالات وخدمات المال والتأمين والعقارات والصناعات التحويلية، وقد ساهمت تلك القطاعات مجتمعة بما نسبته 78.9% في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بأسعار الأساس الثابتة، وتشكل هذه القطاعات ما نسبته 74.8% من الناتج المحلي الإجمالي بأسعار الأساس الثابتة، والشكل الموالي يبين الأهمية النسبية للقطاعات الاقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.

شكل(4-15): الأهمية النسبية للقطاعات الاقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي بأسعار الأساس الثابتة في عام

2007



المصدر : التقرير السنوي لبنك الأردن المركزي لعام 2007 ،ص: 10.

نلاحظ من الشكل أن معظم القطاعات الاقتصادية المكونة للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، سجلت معدلات نمو موجبة، بلغت أقصى نسبة لها في قطاع الخدمات المالية والعقارية والأعمال بنسبة 21.8%، كما شهد قطاع الصناعات التحويلية وقطاع النقل والاتصالات والخدمات الحكومية نسب نمو معتبرة قدرت ب 20.2% و 17.9% و 14.9% على الترتيب.

وقد ساهم النمو الاقتصادي في عام 2007 ، والذي تجاوزت نسبته معدل النمو السكاني المقدر ب 2.2%، مما ساهم في تحسين مستوى معيشة المواطنين، من خلال زيادة حصة الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي التي ارتقت في عام 2007 بنسبة 3.7% ؛

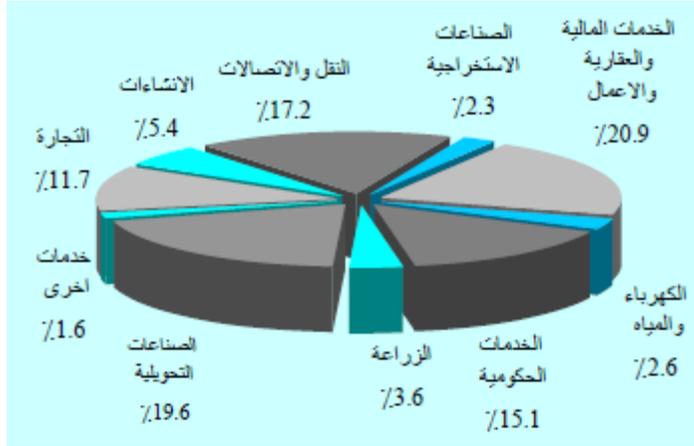
وقد تحقق النمو في ظل مستويات أسعار مقبولة ، حيث بلغ معدل التضخم في عام 2007 مقاساً بالتغير النسبي في متوسط الرقم القياسي لأسعار المستهلك 5.4%، وقد تأثر معدل التضخم بارتفاع أسعار المواد الغذائية والسلع الاستهلاكية والرأسمالية المستوردة.

وفي عام 2008 تمكن الاقتصاد الأردني من تحقيق نتائج إيجابية وذلك على الرغم من الصدمات الخارجية التي تعرض لها والمتمثلة في ارتفاع الأسعار العالمية للطاقة والمواد الغذائية والسلع الأساسية خلال الأرباع الأولى من عام 2008 وتداعيات الأزمة المالية العامة اعتباراً من الربع الثالث من العام، فقد سجل الناتج المحلي الإجمالي نمواً حقيقياً

بلغت نسبته 7%، وقد جاء النمو الحقيقي مدفوعا بنمو الصادرات بنسبة معتبرة، ونمو قطاعات الإنتاج الخدمي بوتيرة مرتفعة بالإضافة إلى استمرار تدفق الاستثمارات الأجنبية.

شكل(4-16): الأهمية النسبية للقطاعات الاقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي بأسعار الأساس الثابتة في عام

2008



المصدر : التقرير السنوي لبنك الأردن المركزي لعام 2008، ص: 10.

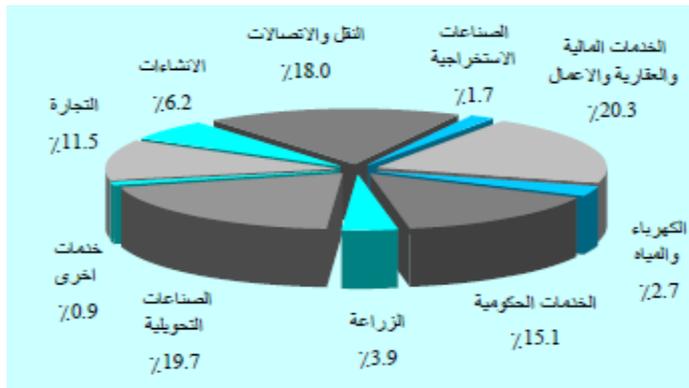
نلاحظ من الشكل أن معظم القطاعات الاقتصادية المكونة للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، سجلت معدلات نمو موجبة، بلغت أقصى نسبة لها في قطاع الخدمات المالية والعقارية والأعمال بنسبة 20.9%، كما شهد قطاع الصناعات التحويلية وقطاع النقل والاتصالات والخدمات الحكومية نسب نمو معتبرة قدرت ب 19.6% و 17.2% و 15.1% على الترتيب.

وقد تحقق النمو في ظل مستويات أسعار مرتفعة، حيث بلغ التضخم مقاسا بالتغير النسبي في متوسط الرقم القياسي لأسعار المستهلك نسبة 14.6% مقارنة بعام 2007 المقدر ب 5.4%، كما ارتفعت الأسعار المحلية وفقا لمؤشر مخفض الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 14.6%.

وفي عام 2009 انخفضت وتيرة النمو الاقتصادي إلى معدل 2%، ويرجع ذلك إلى تراجع وتيرة النشاط الاقتصادي لدى أبرز شركاء الأردن، الأمر الذي أدى إلى تراجع الصادرات السلعية والإيرادات المتأتية من الخارج، كما كان لتراجع الطلب المحلي بشقيه، الاستهلاكي والاستثماري المدفوع بتداعيات الأزمة المالية العالمية دورا في هذا التراجع. والشكل الموالي يبين الأهمية النسبية للقطاعات الاقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.

شكل(4-17): الأهمية النسبية للقطاعات الاقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي بأسعار الأساس الثابتة في عام

2009



المصدر : التقرير السنوي لبنك الأردن المركزي لعام 2009 ،ص: 10.

نلاحظ من الشكل أن معظم القطاعات الاقتصادية المكونة للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، سجلت معدلات نمو موجبة، بلغت أقصى نسبة لها في قطاع الخدمات المالية والعقارية والأعمال بنسبة 20.3%، كما شهد قطاع الصناعات التحويلية وقطاع النقل والاتصالات والخدمات الحكومية نسب نمو معتبرة قدرت ب 19.7% و 18% و 15.1% على الترتيب.

وفيما يتعلق بتطورات المستوى العام للأسعار في عام 2009، فقد انحسرت الضغوط التضخمية مدعومة بتراجع أسعار السلع الأولية عالميا وخصوصا النفط، حيث بلغ معدل التضخم السنوي مقاسا بالتغير النسبي في متوسط الرقم القياسي لأسعار المستهلك نسبة -0.7% في عام 2009 مقابل تضخم نسبته 14.6 في عام 2008، ويرجع التراجع في أسعار السلع والخدمات الاستهلاكية بشكل أساسي، إلى جملة من العوامل الخارجية والمحلية، فعلى صعيد العوامل الخارجية، والتي تساهم بشكل واضح في التأثير على المستوى العام للأسعار في الاقتصاد الأردني نظرا لانفتاحه على الخارج، فقد تراجعت أسعار الطاقة والغذاء، نتيجة انخفاض الطلب العالمي بشكل كبير نتيجة للارزمة العالمية 2008، والذي ساهم بدوره في تراجع تكاليف الإنتاج المحلي وأسعار المنتجات النهائية، أما العوامل الداخلية فقد ساهم التباطؤ الاقتصادي المسجل في نمو الطلب المحلي، في تخفيف الضغوط التضخمية في الاقتصاد الأردني، بما في ذلك أسعار السلع المنتجة محليا.

وقد استمر بعدها النمو الاقتصادي في الثبات طيلة الفترة (2010-2015)، وفي حدود مستويات منخفضة للنمو، وقد ازداد التراجع في معدل النمو الاقتصادي في عام 2016، حيث بلغت نسبة النمو 2%، وقد جاء هذا النمو رغم تراجع مقارنة بالسنوات السابقة، مدعوما بنمو معظم القطاعات الاقتصادية، خاصة خدمات المال والتأمين والنقل والتخزين والاتصالات والصناعة التحويلية والكهرباء والمياه، حيث ساهمت هذه القطاعات مجتمعة بما نسبته 70% من

معدل النمو المحقق في عام 2016، والشكل الموالي يبين الأهمية النسبية للقطاعات الاقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.

شكل(4-18): الأهمية النسبية للقطاعات الاقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي بأسعار الأساس الثابتة في عام

2016



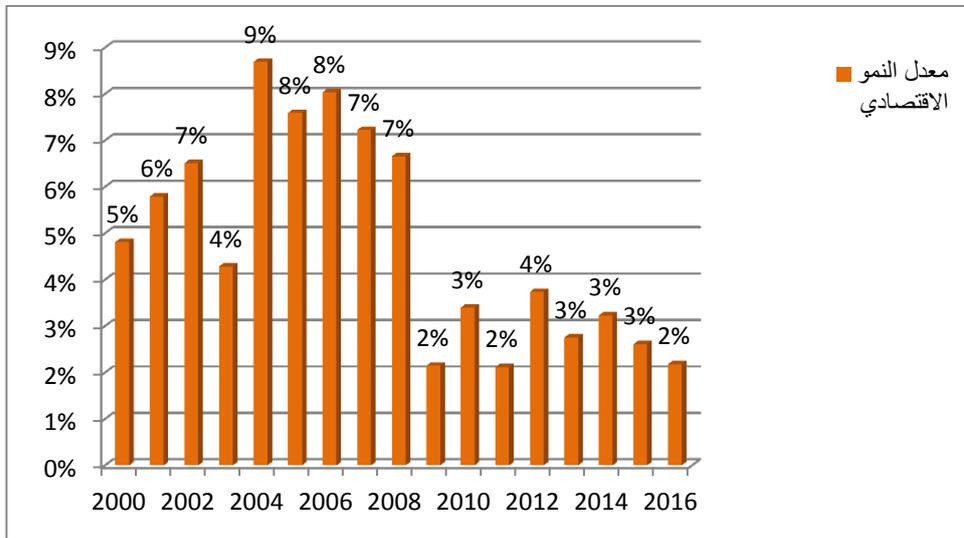
المصدر : التقرير السنوي لبنك الأردن المركزي لعام 2016 ، ص: 10.

نلاحظ من الشكل أن معظم القطاعات الاقتصادية المكونة للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، سجلت معدلات نمو موجبة، بلغت أقصى نسبة لها في قطاع الخدمات المالية والعقارية والأعمال بنسبة 24.2%، وأدناها في قطاع التأمين بنسبة نمو 1.7%، كما شهد قطاع الصناعات التحويلية وقطاع النقل والاتصالات نسب نمو مرتفعة قدرت ب 19.3% و 17.4% على الترتيب، وتحليل مكونات الناتج المحلي الإجمالي، فإن ذلك يساعد المستثمرين على اختيار القطاعات الاقتصادية والأوراق المالية المناسبة؛

ونظرا لاستمرار انخفاض أسعار النفط والسلع والخدمات، وانعكاس ذلك على الأسعار المحلية للمشتقات النفطية وخدمات النقل، فقد واصل المستوى العام للأسعار انخفاضه، حيث شهد انخفاض الناتج المحلي الإجمالي، الذي يعكس أسعار السلع والخدمات المنتجة محليا تباطؤا ليلعب 1% في عام 2016، مقارنة مع 2.3% في عام 2015، وقد جاء التباطؤ نتيجة استمرار انخفاض أسعار النفط في الأسواق العالمية، والذي انعكس في انخفاض تكاليف الإنتاج لمختلف القطاعات الاقتصادية، وتبعاً لذلك شهدت معظم القطاعات الاقتصادية تباطؤاً في أسعارها، وفيما يتعلق بالرقم القياسي لأسعار المستهلك (CPI) فقد شهد انكماشاً بنسبة 0.8% مقارنة بانكماش نسبته 0.9% في عام 2015، ويرجع ذلك إلى استمرار انخفاض أسعار النفط والغذاء في الأسواق العالمية، وانعكاس ذلك على أسعار السلع والخدمات المرتبطة بها في الأسواق المحلية، والتي تشكل الوزن الأكبر في سلة المستهلك.

والشكل التالي يوضح تطور معدلات النمو الاقتصادي خلال فترة الألفية.

شكل(4-19): معدلات النمو الاقتصادي للفترة (2000-2016).



المصدر : من اعداد الباحثة اعتمادا على الجدول (4-12).

4-9 النموذج القياسي المعتمد في الدراسة: تتميز أغلب الظواهر الاقتصادية بقابلية القياس، الأمر الذي سمح بتفسير العلاقات التي تحكمها كميًا، وذلك بالاستناد إلى مختلف النماذج القياسية، التي تقوم على الطرق الرياضية لتوصيف تلك العلاقات، وعلى الأساليب الإحصائية لتقدير معالم الصيغ واختبار الفروض، بغرض الوصول إلى نتائج دقيقة تساهم في فهم الظواهر الاقتصادية كميًا والذي سيتم اعتمادًا على الاختبارات التالية.

#### 4-9-1 اختبار استقرارية السلاسل الزمنية

نقول عن سلسلة زمنية أنها مستقرة، أو ذات تباين مشترك مستقر إذا كانت أوساطها، تبايناتها، وتبايناتها المشتركة ثابتة عبر الزمن أي:

$$E(y_t) = E(y_{t+k}) = \mu : \text{عبر الزمن ثابت متوسط حسابي}$$

$$\text{Var}(y_t) = E[y_t - E(y_t)]^2 = \text{Var}(y_{t+k}) = E[y_{t+k} - E(y_{t+k})]^2 = \sigma^2 : \text{عبر الزمن ثابت التباين}$$

أن يكون التغير بين أي قيمتين لنفس المتغير، معتمدا على الفجوة الزمنية بين القيمتين، وليس على القيمة الفعلية للزمن الذي يحسب عنده التغير، أي على الفرق بين الفترة  $t_1, t_2$  وليس على  $t_2$  أو  $t_1$ .

$$\text{Cov}(y_t, y_{t+k}) = E[(y_t - \mu)(y_{t+k} - \mu)] = \text{Cov}(y_{t+k}, y_{t+k+s})$$

حيث : تشير  $k$  إلى عدد فترات الإبطاء.

وهناك عدة اختبارات لجذر الوحدة أهمها :

#### 4-9-1-1 اختبار Augmente Dickey-Fuller

ففي حالة وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء طور Dickey-Fuller (1981)، اختبارا يسمى باختبار Augmented Dickey-Fuller (ADF)، يعتبر هذا الاختبار من أكثر الاختبارات استعمالا للكشف عن وجود جذر الوحدة في السلاسل الزمنية.

إن اختبارات ADF تركز على الفرضية  $H_1: |\theta| < 1$ ، وعلى التقدير بواسطة المربعات الصغرى:

$$\nabla Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \nabla Y_{t-j+1} + \varepsilon_t(A) \text{ النموذج}$$

$$\nabla Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \nabla Y_{t-j+1} + c + \varepsilon_t(B) \text{ النموذج}$$

$$\nabla Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \nabla Y_{t-j+1} + c + b t + \varepsilon_t \text{ النموذج (C)}$$

إن اختبار ADF يحمل نفس خصائص اختبار DF، بحيث يستخدم الفروقات ذات الفجوة الزمنية،  $\nabla Y_{t-j41}$  حيث:  $\nabla Y_{t-1} = Y_{t-1} - Y_{t-2}$ ،  $\nabla Y_{t-2} = Y_{t-2} - Y_{t-3}$  ... الخ. نستطيع أن نحدد القيمة  $p$  حسب معيار Akaike أو معيار Schwarz. ويتم إدراج عدد من الفروقات ذات الفجوة الزمنية حتى مشكلة الارتباط الذاتي.

#### 4-1-9-2 اختبار جذر الوحدة ل Phillips & Perron (PP)

يعتبر هذا الاختيار غير المعلمي فعلا، حيث يأخذ بعين الاعتبار التباين الشرطي للأخطاء، فهو يسمح بإلغاء التحيزات الناتجة عن المميزات الخاصة للتذبذبات العشوائية، حيث اعتمد Philips & Perron نفس التوزيعات المحدودة لاختباري  $ADF$  و  $DF$ ، ويجرى هذا الاختبار في أربعة مراحل:

تقدير بواسطة النماذج الثلاثة القاعدية لاختبار Dickey-Fuller، مع حساب الاحصائيات المرافقة.

$$\text{تقدير التباين قصير المدى: } \hat{\sigma}^2 = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \hat{\varepsilon}_t^2 \text{، حيث } \hat{\varepsilon}_t \text{ تمثل البواقي.}$$

تقدير المعامل المصحح  $S_1^2$  المسمى التباين طويل المدى، والمستخرج من خلال التباينات المشتركة لبواقي النماذج

السابقة،

حيث:

من أجل تقدير هذا التباين يجب من الضروري إيجاد عدد التباطؤات، المقدر بدلالة عدد المشاهدات الكلية  $T$ ،

على النحو التالي:

$$I \approx 4 \left( \frac{T}{100} \right)^{2/9}$$

4- حساب إحصائية Philips & Perron:  $t_{\hat{\theta}} = \sqrt{k} \times \frac{(\hat{\theta}-1)}{\hat{\sigma}_{\hat{\theta}}} + \frac{T(k-1)\hat{\sigma}_{\hat{\theta}}}{\sqrt{k}}$  مع  $k = \frac{\hat{\sigma}^2}{s_1^2}$ ، والذي يساوي -1

عندما تكون  $\hat{\varepsilon}_t$  تشويشا أيضا.

#### 4-2-9-2 التكامل المشترك Co-integration

إذا كانت هناك مجموعة من المتغيرات تتميز بخاصية التكامل المشترك، فإنه يمكن التعبير عنها بواسطة نموذج تصحيح الخطأ (VECM)، وإذا كانت هذه المتغيرات لا تتصف بهذه الخاصية، فإن هذا النموذج لا يصبح صالحا لتفسير سلوك الظاهرة، وعليه فإنه وقبل التطرق إلى نموذج متجه تصحيح الخطأ لا بد علينا أولا دراسة التكامل المشترك.

4-9-2-1 مفهوم التكامل المشترك (Co-integration): ظهرت تقنية التكامل المشترك في أواسط الثمانينات من طرف (Granger (1983 و(Engle (1987، وارتكز تطورها على صحة فرضية استقرارية السلاسل الزمنية، وهي ناتجة عن عملية دمج بين تقنية Ljung-Box والتقارب الحركي (الديناميكي) لنماذج تصحيح الخطأ. تركز هذه التقنية على السلاسل الزمنية غير المستقرة، في حين تكون التركيبات الخطية التي فيما بينها مستقرة، وجود التكامل المشترك مرتبط باختبارات الجذر الوحدوي للتحقق من استقرار السلاسل، كما تسمح هذه الاختبارات من التأكد من وجود تكامل مشترك، أي التقارب بين سيرورات السلاسل الزمنية.

#### 4-9-2-1 خصائص درجة تكامل سلسلة زمنية وشروط التكامل المشترك:

تكون سلسلة زمنية معينة متكاملة من الدرجة  $d$ ، إذا تم حساب الفروقات  $d$  مرة من أجل جعل السلسلة مستقرة.

نقول أن هناك تكامل مشترك بين السلسلتين  $X_t$  و  $Y_t$ ، إذا تضمنتا اتجاهها عاما عشوائيا بنفس درجة التكامل  $d$ ، وتوليفة خطية للسلسلتين تسمح بالحصول على سلسلة ذات درجة تكامل أقل. ليكن:

$$I(d)X_t \rightarrow$$

$$I(d)Y_t \rightarrow$$

بحيث:  $\alpha_1 X_t + \alpha_2 Y_t \rightarrow I(d-b)$  مع  $0 \leq b \leq d$ . نرسم ب:  $X_t, Y_t \rightarrow CI(d, b)$

حيث:  $[\alpha_1 \alpha_2]$  يسمى بشعاع التكامل المشترك.

في الحالة العامة، إذا كان لدينا متغير، فإن :

$$I(d)X_{1t} \rightarrow$$

$$I(d)Y_{2t} \rightarrow$$

$$I(d)Y_{kt} \rightarrow$$

نضع:  $X_t = [X_{1t} X_{2t} \dots X_{kt}]$

إذا وجد شعاع تكامل مشترك  $[\alpha_1 \alpha_2 \dots \alpha_k]$  ذو بعد  $(k, I)$  بحيث  $\alpha X_t \rightarrow I(d-b)$ ، فإن المتغيرات  $k$  تحمل خاصية التكامل المشترك وشعاع التكامل المشترك هو  $\alpha$ . نضع:  $X_t \rightarrow CI(d, b)$  مع  $b > 0$

<sup>1</sup> محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي محاضرات وتطبيقات، دار الحامد للنشر، ط 2011، 1، دون مكان نشر، 2011، ص: 290.

#### 4-9-2-1-2 اختبارات التكامل المشترك

1) اختبار التكامل المشترك ل(Granger & Engel (1987): يتم هذا الاختبار وفق خطوتين<sup>1</sup>:

**الخطوة الأولى:** اختبار درجة تكامل المتغيرين:

الشرط الضروري للتكامل يتمثل في أن السلسلتين ينبغي أن تكونا متكاملتين من نفس الدرجة (الرتبة)، إذا كانتا غير متكاملتين من نفس الدرجة (الرتبة)، فهذا يعني أنهما لا تحققان خاصية التكامل المشترك.

لابد من تحديد نوع الاتجاه العام (ثابت أو عشوائي) لكل متغير ثم درجة التكامل للسلسلتين المدروستين.

إذا كانت السلسلتان متكاملتين من نفس الدرجة (الرتبة)، فهناك تكامل مشترك بينهما.

**الخطوة الثانية:** تقدير العلاقة طويلة المدى:

إذا كان الشرط الضروري محققاً، فينبغي تقدير العلاقة طويلة الأجل بين المتغيرين  $Y_t = \alpha_1 X_t + \alpha_0 + \varepsilon_t$  بطريقة المربعات الصغرى العادية OLS.

من أجل قبول علاقة التكامل المشترك، يجب أن تكون سلسلة بواقي التقدير  $\varepsilon_t$  مستقرة .

حيث:

$$\varepsilon_t = Y_t - \hat{\alpha}_1 X_t - \hat{\alpha}_0$$

في هذه الحالة لا يمكن استخدام جداول Dickey-fuller، فالاختبار يتم على البواقي، انطلاقاً من العلاقة

السائنة وليس على البواقي الحقيقية من علاقة التكامل المشترك.

قام (1991) mackinnom بمحاكاة الجداول التي تعتمد على عدد المشاهدات، وعدد المتغيرات المستقلة التي تظهر

في العلاقة السائنة، فإذا كانت البواقي مستقرة، يمكن تقدير نموذج تصحيح الخطأ، وعندما تكون السلسلتان غير

مستقرتين وتحمل صفة التكامل المشترك، فلا بد من تقدير العلاقة انطلاقاً من نموذج ECM.

لتكن السلسلتان  $X_t$  و  $Y_t$  متكاملتين من الدرجة الأولى أي  $X_t \rightarrow I(1)$  و  $Y_t \rightarrow I(1)$ ، تقدير العلاقة طويلة المدى تشير

إلى استقرارية البواقي، نضع  $K_t, Y_t \rightarrow CI(1, 1)$ . نقدر نموذج ECM باتباع الخطوات التالية:<sup>2</sup>

**الخطوة الأولى:** تقدير العلاقة طويلة المدى بطريقة OLS:

$$Y_t = \hat{\alpha} + \hat{\beta} X_t + \hat{\varepsilon}_t$$

<sup>1</sup> محمد شيخي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 291، 292.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص ص: 292، 293.

**الخطوة الثانية:** تقدير العلاقة قصيرة المدى (النموذج الديناميكي) بطريقة OLS:

$$\nabla Y_t = \alpha_1 \nabla X_t + \alpha_2 \hat{\varepsilon}_{1-t} + u_1, \quad \alpha_2 < 0$$

يجب أن يكون المعامل  $\alpha_2$  معنوياً سالباً، فإذا لم يكن كذلك يجب رفض نمذجة ECM.

(2) اختبار التكامل المشترك لـ **Juselius & Johansen** : يتفوق هذا الاختبار على اختبار Granger & Engel

(1987) للتكامل المشترك، عندما يزيد عدد المتغيرات محل الدراسة عن متغيرين، لاحتمال وجود أكثر من شعاع للتكامل

المشترك، ويتناسب أكثر مع العينات صغيرة الحجم، ولتحديد عدد أشعة التكامل المشترك اقترح Johansen & Juselius

إجراء الاختبارين التاليين<sup>1</sup>:

➤ إخبار الأثر **Trace test**: تحسب إحصائية الأثر ( $\lambda_{trace}$ ) بالصيغة التالية:

$$\lambda_{trace} = -n \sum_{i=r+1}^k \log(1 - \lambda_i)$$

حيث:

$n$ : عدد المشاهدات،  $k$ : عدد المتغيرات،  $\lambda_r$ : القيم الذاتية،  $r$ : رتبة المصفوفة  $\pi$  حيث:

$$r = 0, 1, \dots, k-2, k-1$$

ومن خلال إحصائية الأثر يتم اختبار الفرضيات التالية:

- إذا كانت رتبة المصفوفة  $\pi$  يساوي الصفر يكون  $H_0: r = 0$  مقابل الفرضية  $H_1: r > 0$ ، فإذا كان  $\lambda_{trace}$  أكبر من القيمة المحدولة فإننا نرفض الفرضية  $H_0$  وننتقل إلى الاختبار الموالي.

- إذا كانت رتبة المصفوفة  $\pi$  يساوي الصفر يكون  $H_0: r = 1$  مقابل الفرضية  $H_1: r > 1$ ، فإذا تم رفض الفرضية  $H_0$  وننتقل إلى الاختبار الموالي وهكذا في كل مرة.

- وإذا تم رفض جميع فرضيات العدم  $H_0$ ، يتم في الأخير اختبار الفرضية  $H_0: r = k - 1$  مقابل الفرضية البديلة  $H_1: r = k$ ، فإذا تم رفض فرضية العدم فإن ذلك يعني عدم وجود علاقة تكامل مشترك لأن كل المتغيرات متكاملة من الدرجة صفر  $I(0)$ .

➤ اختبار الإمكانية العظمى **maximum Eigenvalue test**: تسمح هذه الإحصائية باختبار القيم الذاتية

الأكبر وتعطى هذه الإحصائية بالشكل التالي

$$\lambda_{max} = n \log(1 - \lambda_{r+1}), \quad r = 0, 1, \dots, k-1$$

يتم من خلال هذه الإحصائية اختبار فرضية العدم  $H_0: r = 0$  مقابل الفرضية البديلة  $H_1: r = 1$ ، ثم نختبر  $r$

$r=1$  ضد الفرضية  $r=2$  ..... وهكذا إلى غاية آخر قيمة  $H_1: r=k-1$  ضد الفرضية  $H_1: r=k$  وتجدد الإشارة إلى أنه قبل تطبيق

<sup>1</sup> وادة راضية، قياس أثر التحرير المالي على الطلب على النقود في الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة سطيف، الجزائر، 2017، صص: 237-238.

كريقة جوهانسون للتكامل المشترك تحديد عدد فترات الإبطاء  $p$  للسيرورة  $var$  بالاعتماد على معياري Schwarz و Akaike، حيث يتم اختيار فترة  $p$  التي تقلل من قيمتي هاذين المعيارين من خلال تقدير نموذج لفترات إبطاء من 0 إلى  $h$  (  $h$  هو الإبطاء الأكبر المقبول بالنسبة للنظرية الاقتصادية).

ويحسب هذين المعيارين Schwarz ( $p$ ) و Akaike ( $p$ ) بالطريقة التالية:

$$AIC(p) = \ln \left( \det \sum_e \right) + \frac{2k^2p}{n}$$

$$Sc(p) = \ln \left( \det \sum_e i \right) + \frac{2kpln(n)}{n}$$

حيث:

$k$ : عدد المتغيرات،  $n$ : عدد المشاهدات،  $\sum_e$ : مصفوفة التباين والتباين المشترك المقدرة لبواقي النموذج.

#### 3-9-4 نموذج متجه تصحيح الخطأ (Vector Error Correction Model = VECM)

إن النموذج الملائم في تقدير أثر سوق عمان للأوراق المالية في النمو الاقتصادي، هو نموذج متجه تصحيح الخطأ (Vector Error Correction Model)، الذي يسمح باختبار مدى تأثير سوق عمان للأوراق المالية في النمو الاقتصادي في المدينين القريب والبعيد، كما يسمح بدراسة اتجاه العلاقة السببية بين متغيرات السوق ومعدل النمو الاقتصادي، بحيث يقوم نموذج متجه تصحيح الخطأ، على دراسة التكامل المشترك كخطوة أولية، لكن وقبل تطبيق النموذج لابد من دراسة استقرارية السلاسل الزمنية .

يستخدم نموذج متجه تصحيح الخطأ عادة ، للتوفيق بين السلوك القصير والطويل الأجل للعلاقات الاقتصادية، فالمتغيرات الاقتصادية يفترض أنها تتجه في الأجل الطويل، نحو حالة الاستقرار التي يطلق عليها وضع التوازن، وهي في توجهها إلى ذلك الوضع قد تنحرف عن المسار لأسباب مؤقتة، ولكن لا يطلق عليها صفة الاستقرار، إلا إذا ثبت أنها تتجه لوضع التوازن طويل الأجل، وبالرغم من وجود العلاقة التوازنية على المدى الطويل، إلا أنه من النادر أن تتحقق، وبالتالي قد يأخذ المتغير التابع قيما مختلفة عن قيمتها التوازنية، ويمثل الفرق بين القيمتين عند كل فترة زمنية خطأ التوازن، حيث يتم تعديل ذلك الخطأ، أو جزء منه على الأقل في المدى الطويل، ففي نموذج تصحيح الخطأ يتم دراسة الحالة التي يكون بين  $X_t$  و  $X_{t-1}$  تكامل مشترك حيث  $X_t \rightarrow CI(d,b)$  و  $X_{t-1} \rightarrow [I, -1]$ . نضع  $\beta = -\frac{\alpha_1}{\alpha_2}$  شعاع التكامل المشترك أي  $\beta X_t - Y_t \rightarrow I(0)$ ، في هذا النوع من النمذجة كون السلسلتين متكاملتين co-integrated وغير مستقرتين يزيد من مشكل التقدير، حيث أن المعنوية الإحصائية للنموذج هي السبب في كون أن السلسلتين غير مستقرتين (أي هناك تكامل مشترك)<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> محمد شيخي، مرجع سبق ذكره، ص: 291.

إن استعمال الانحدار المباشر لـ  $Y_t$  على  $X_t$  يعتبر غير ممكن، باعتبار أن العلاقة المفترضة انطلاقاً من هذا الانحدار ليست واقعية، فينجم عن ذلك الحصول على علاقة بين اتجاهين  $Two\ trends$ .  
يكمن المشكل الأساسي في سحب العلاقة المشتركة للتكامل المشترك (الاتجاه العام المشترك) من جهة، ومن جهة أخرى البحث عن الارتباط الحقيقي بين المتغيرين، وهو هدف نموذج متجه تصحيح الخطأ VECM، فهو يجمع بين النموذج الساكن  $\beta_1 \nabla X_t$  والنموذج الديناميكي (الحركي)  $\beta_2(Y_{t-1} - \beta X_{t-1})$ .  
ليكن:

$$\nabla Y_t = \beta_1 \nabla X_t + \beta_2(Y_{t-1} - \beta X_{t-1})$$

$$I(0) \quad I(0) \quad I(0)$$

إضافة إلى العلاقة طويلة المدى، يسمح نموذج تصحيح الخطأ في دمج التقلبات قصيرة المدى.  
حيث أن المعامل  $\beta_2$  الذي ينبغي أن يكون سالبا، يمثل قوة الجذب (الرجوع) نحو التوازن طويل المدى، وهو يشير إلى مقدار التغير في المتغير التابع، نتيجة انحراف قيمة المتغير المستقل في الأجل الطويل بمقدار وحدة واحدة، ويتوقع أن يكون هذا المعامل سالبا، لأنه يشير إلى المعدل الذي تتجه به العلاقة قصيرة الأجل نحو العلاقة طويلة الأجل.

#### 4-9-4 تحليل الصدمات ودوال الاستجابة (Impulse Response)

يتم دمج نموذج VAR العلاقات الحركية، بين مجموعة من المتغيرات المختارة لوصف ظاهرة اقتصادية، إن تحليل الصدمات ودوال الاستجابة يسمح بدراسة أثر صدمة معينة على متغيرات النظام، كما يوضح ذلك النموذج التالي:

$$\begin{pmatrix} Y_{1t} \\ Y_{2t} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} \varphi_1^0 \\ \varphi_2^0 \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \hat{\varphi}_{11}^1 & \hat{\varphi}_{11}^2 \\ \hat{\varphi}_{21}^1 & \hat{\varphi}_{21}^2 \end{pmatrix} \begin{pmatrix} Y_{1t-1} \\ Y_{2t-1} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \hat{\varepsilon}_{1t} \\ \hat{\varepsilon}_{2t} \end{pmatrix}$$

تغير في  $\hat{\varepsilon}_{1t}$  خلال فترة زمنية معينة له نتيجة على  $Y_{1t}$  و  $Y_{1t+1}$  ثم على  $Y_{2t+1}$ ، فإذا حدثت صدمة في اللحظة  $t$  على  $\hat{\varepsilon}_{1t}$  تساوي 1 فإن أثرها يكون كالتالي:

$$\begin{pmatrix} \nabla Y_{1t} \\ \nabla Y_{2t} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} 0 \\ 1 \end{pmatrix} \quad \text{في الفترة } t:$$

في الفترة  $t+1$ :

$$\begin{pmatrix} \nabla Y_{1t} \\ \nabla Y_{2t} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} \hat{\varphi}_{11}^1 & \hat{\varphi}_{11}^2 \\ \hat{\varphi}_{21}^1 & \hat{\varphi}_{21}^2 \end{pmatrix} \begin{pmatrix} 1 \\ 0 \end{pmatrix}$$

في الفترة  $t+2$ :

$$\begin{pmatrix} \nabla Y_{1t+2} \\ \nabla Y_{2t+2} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} \hat{\phi}_{11}^1 & \hat{\phi}_{11}^2 \\ \hat{\phi}_{21}^1 & \hat{\phi}_{21}^2 \end{pmatrix} \begin{pmatrix} \nabla Y_{1t-1} \\ \nabla Y_{2t-1} \end{pmatrix}$$

... الخ.

تشكل هذه القيم المحسوبة دالة الاستجابة؛

تتميز دوال الاستجابة لحساب المضاعفات الديناميكية الموجودة، بأنها تأخذ بعين الاعتبار مجموع العلاقات الديناميكية الموجودة، بحيث أنها تبين فعل نظام المتغيرات الداخلية على أثر حدوث صدمة في الأخطاء وحسب Smiss فإن دوال الاستجابة، تبين أثر انخفاض وحيد ومفاجئ لمتغيرة على نفسها، وعلى باقي متغيرات النظام في كل الأوقات. إذا كان هناك ارتباط قوي بين صدمتين  $\varepsilon_{1t}$  و  $\varepsilon_{2t}$ ، فإن صدمة ما على  $\varepsilon_{1t}$  حتما ستكون متبوعة بصدمة على  $\varepsilon_{2t}$ ، في هذه الحالة معامل الارتباط سيؤكد على الصلة المشتركة بين البواقى  $\varepsilon_{1t}$  و  $\varepsilon_{2t}$  ولكن لا تشير إلى اتجاه السببية<sup>1</sup>. بمعنى أن اختبار دالة الاستجابة لردة الفعل، يسمح بتتبع المسار الزمني للمتغيرات المفاجئة والصدمات، التي يمكن أن تتعرض لها متغيرات النموذج في حدود الخطأ للمتغيرات، مقدارها انحراف معياري واحد، لأحد المتغيرات على القيم الحالية والمستقبلية لمتغيرات النموذج، كما تعكس أيضا كيفية استجابة المتغيرات المختلفة في النموذج، لأي تغير مفاجئ في أي متغير من المتغيرات المدججة في النموذج مع مرور الزمن.

فإذا حدث تغيير مفاجئ في حد الخطأ بمقدار وحدة معيارية واحدة One Standard Deviation، فإن ذلك سوف يغير المتغير المعتمد في الوقت الحالي وفي المستقبل.

4-9-5 تجزئة (تفكيك) التباين (Variance Decomposition): تستخدم أداة تجزئة التباين للتعرف على مقدار التباين في التنبؤ، لكل متغير من متغيرات النموذج، الذي يرجع إلى خطأ التنبؤ في المتغير نفسه، ومقدار خطأ التنبؤ في المتغيرات الأخرى في نموذج VECM، من أجل التعرف على القدرة التفسيرية للمتغير التابع والمتغيرات المستقلة، في تفسير أخطاء التباين، وتبرز أهميته أيضا بأن الاختبار يعطي الأهمية النسبية لأثر أي تغير مفاجئ (Shock)، في كل متغير من متغيرات النموذج على جميع المتغيرات في النموذج.

رياضيا، نستطيع كتابة تباين خطأ التنبؤ لفترة معينة  $h$  بدلالة تباين الخطأ الخاص بكل متغير على حدا.

ولمعرفة وزن نسبة مشاركة كل تباين نقوم بقسمة هذا التباين على تباين خطأ التنبؤ الكلي.

بعدما تصبح الصدمات طبيعية وشاقولية، يتم تحليل الاستجابة بواسطة النموذج<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> محمد شيخي، مرجع سبق ذكره، ص: 281.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص ص : 283، 284.

$$Y_t = \mu + \sum_{i=0}^{\infty} M_i V_{t-i}$$

خطأ التنبؤ في الأفق  $h$  يعطي بالعلاقة التالية:

$$Y_{t+h} = E_t(Y_{t+h}) = \sum_{i=0}^{h-1} M_i V_{t+h-i}$$

نقوم بتقسيم خطأ التنبؤ من أجل كل مركبة لـ  $Y_t$  التي نرمز إليها بـ  $Y_{jt}$ . لدينا:

$$Y_{j,t+h} - E_t(Y_{j,t+h}) = \sum_{i=0}^{h-1} (m_{j1,i} V_{1,t+h-i} + m_{j2,i} V_{2,t+h-i} + \dots + m_{jm,i} V_{jm,t+h-i})$$

حيث:  $m_{jl,i}$  يعبر عن العنصر  $(j, l)$  الخاص بالمصفوفة  $M_j$ . يمكن التعبير عنه بطريقة مختلفة:

$$Y_{j,t+h} - E_t(Y_{j,t+h}) = \sum_{k=1}^n (m_{jk,1} V_{k,t+h} + \dots + m_{jk,h-1} V_{k,t+1})$$

بما أن الأخطاء  $V$  لا تشكل أي ارتباط وذات تباين يساوي 1، يسهل حساب تباين خطأ التنبؤ كما يلي:

$$E \left( Y_{j,t+h} - E_t(Y_{j,t+h}) \right)^2 = \sum_{k=1}^n (m_{jk,1}^2 + \dots + m_{jk,h-1}^2)$$

مع:

$$m_{jk,1}^2 + \dots + m_{jk,h-1}^2 = \sum_{i=0}^{h-1} (\dot{e}_j M_i e_k)^2$$

حيث:  $e_i$  يمثل العمود رقم  $i$  للمصفوفة الأحادية والتي تعبر عن مساهمة خطأ المتغير  $k$  في تباين خطأ التنبؤ في

الأفق  $h$  للمتغير  $j$ . للحصول على تجزئة التباين بالنسبة المئوية، نجعل العبارة على الشكل:

$$\sum_{k=1}^n \sum_{i=0}^{h-1} m_{jk,i}^2$$

وبما أن النماذج القياسية تستدعي دراسة اختبارات جذر الوحدة، المتعلقة باستقراره السلاسل الزمنية للمتغيرات

المدجة في النموذج كخطوة أولية، فإن ذلك يستدعي التطرق إلى تلك الاختبارات أولاً.

#### 4-10 النمذجة القياسية لأثر سوق عمان للأوراق المالية في النمو الاقتصادي

لتقدير نموذج قياسي لأثر سوق عمان للأوراق المالية في النمو الاقتصادي خلال فترة (1980-2016) باستخدام نموذج VECM ، وذلك باتباع المراحل التالية:

4-10-1 تحديد المتغيرات وصياغة النموذج: يتم تعيين النموذج من خلال تحديد هيكله الذي تقوم عليه الدراسة، ابتداء من المتغير التابع المعبر عن الظاهرة محل الدراسة، والمتغيرات المستقلة التي تفسره، وطبيعة العلاقة التي تربطهم بصيغة رياضية مناسبة، من منطلق النظرية الاقتصادية، بالإضافة إلى الاعتماد على بعض الدراسات المقدمة في هذا المجال، ليتم بعدها تقدير العلاقة والحصول على نموذج يسمح بتحليل الظاهرة.

#### 4-10-1-1 تحديد المتغيرات: لقد تم تحديد متغيرات النموذج كما يلي:

- 1) متغير الاقتصاد الحقيقي: لقياس مستوى الأداء الاقتصادي، تم استخدام معدل النمو الاقتصادي، الذي يقاس بمعدل النمو السنوي في الناتج المحلي الإجمالي بأسعار الأساس الثابتة.
- 2) متغيرات سوق الأوراق المالية: لتحديد متغيرات سوق الأوراق المالية استخدمنا متغيرات خاصة بالسوق الأولية ممثلة بإصدار الأسهم، ومتغيرات خاصة بالسوق الثانوية(البورصة) ممثلة ب الرسملة، معدل الدوران ومعدل التداول على النحو التالي:

- ✓ **حجم السوق:** يعد اتساع حجم السوق، من أهم المؤشرات الدالة على حجم الاستثمارات، التي بدورها تعكس درجة تطور ونضج السوق، ولقياس حجم السوق اعتمادنا مؤشر الرسملة البورصية.
  - ✓ **سيولة السوق:** ولقياس سيولة السوق سنعتمد على مؤشري معدل الدوران ومعدل التداول حيث:
    - **معدل التداول:** أي ما تم تداوله في الفترة المعنية كنسبة من إجمالي الناتج المحلي لنفس الفترة،
    - **معدل الدوران ،** الذي يمثل قيمة الأوراق المالية المتداولة نسبة إلى رسملة السوق (البورصة)؛
- وفيما يقيس معدل التداول، السيولة التي توفرها سوق الأوراق المالية في الاقتصاد ككل، بمعنى دور البورصة في توفير السيولة للاستثمارات على مستوى الاقتصاد الكلي، يقيس معدل الدوران السيولة الموجودة في السوق نفسه، ويعد معدل الدوران أدق في قياس السيولة لارتباطه بالسوق.
- ✓ **نشاط السوق الأولية:** بالاعتماد على مؤشر إصدار الأسهم.

- 3) **مصادر البيانات:** استخدام بيانات سنوية تغطي الفترة (1980-2016)، بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة عمان، والتقارير السنوية لبنك الأردن المركزي، وتم مراعاة أن تكون متغيرات الرسملة البورصية وإصدار الأسهم في صورة

اللوغاريتم الطبيعي، في حين تم أخذ معدل الدوران، معدل التداول، معدل النمو الاقتصادي في شكلهم الأصلي، وذلك بالاعتماد على برنامج Eviews 9 في معالجة المعطيات.

**4-10-1-2 صياغة النموذج:** لقد تم استخدام الاقتصاد القياسي لتقدير العلاقة بين المتغيرات المفسرة ممثلة في مؤشرات تطور سوق عمان للأوراق المالية بشقيها الأولية والثانوية، والمتغير التابع ممثلاً في معدل النمو الاقتصادي، كما تم الاستعانة بمجموعة من الأدوات والأساليب الإحصائية والقياسية، وقد تم اختيار متغيرات الدراسة بما ينسجم مع النظرية الاقتصادية، وذلك باستخدام الصيغة اللوغاريتمية التي تعتبر ذات أهمية عالية في تقدير النماذج القياسية، حيث أخذنا بعض متغيرات النموذج بصيغة اللوغاريتم، وذلك بهدف التخلص من ضغوطات الاتجاه العام على المتغيرات من جهة، ومن جهة ثانية لتقليل قدر الإمكان حجم التقلبات، وهما يعتبران السمتان المميزتان لأغلب المتغيرات الاقتصادية الكلية، وخاصة عندما تكون هذه الأخيرة في شكل سلاسل زمنية، وقد استثنينا من ذلك متغير معدل النمو الاقتصادي وهذا لوجود معدلات سالبة في السلسلة الخاصة بهذا المتغير، إضافة إلى متغير معدل الدوران ومعدل التداول، وذلك لبناء نموذج متجه تصحيح الخطأ VECM؛

حيث يتم تقدير نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM) وفق الخطوات التالية:

- ✓ دراسة استقرارية السلاسل الزمنية (Stationarity Test) ؛
- ✓ تحديد درجات التأخير (The Lag-Lengh) في نموذج VAR؛
- ✓ اختبار Johansen للتكامل المشترك (Co-integration)؛
- ✓ تقدير نموذج متجه تصحيح الخطأ VECM؛
- ✓ اختبار صلاحية النموذج؛
- ✓ اختبار معنوية معالم النموذج في المدى القريب باستخدام اختبار Wald ، وذلك لاختبار إمكانية انعدام أثر مؤشرات تطور سوق عمان للأوراق المالية في المدى القريب في معادلة النمو الاقتصادي؛
- ✓ اختبار السببية قصيرة وطويلة الأجل في إطار نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM)؛
- ✓ تحليل الصدمات ودوال الاستجابة لردة الفعل (Impulse Response)؛
- ✓ تجزئة التباين (Variance Decomposition).

وبما أن هذه التقنية تهتم باتجاه المتغيرات وليس بقيمة المعلمات في حد ذاتها، بالإضافة إلى أنه عند التحليل لا نقوم بالتفسير المباشر للمعلمات وإنما نستخدم أدوات تحليل خاصة بتقنية ال VECM (اختبارات السببية، دوال الاستجابة وتجزئة التباين)، لذا سوف لن يؤثر استخدام متغير معدل النمو ومعدل الدوران ومعدل التداول في شكلهم

الأصلي، والمتغيرات الأخرى (الرسملة وإصدار الأسهم) في شكلها اللوغاريتمي على العلاقة بين متغيرات النموذج المستخدم في الدراسة ولا على التحليل؛

ولمحاولة استنباط درجة التأثير بين مؤشرات تطور سوق عمان للأوراق المالية والنمو الاقتصادي، تم الاعتماد على معطيات سلاسل زمنية تمتد على طول الفترة (2016-1980) ليتم الحصول على ما قيمته 37 مشاهدة في المجموع، وبذلك تصبح الصيغة النهائية للنموذج المراد تقديره، والمتمثل في أثر سوق عمان للأوراق المالية في النمو الاقتصادي وفق المعادلة التالية:

$$GR_t = \beta_0 + \beta_1 \text{LOG}(MC_t) + \beta_2 \text{LOG}(ISH_t) + \beta_3 \text{TUR}_t + \beta_4 \text{TRA}_t + \varepsilon_t \dots 1-4$$

حيث:

$t = 1, 2, 3, 4, 5, \dots, 37$ . وهي عبارة عن الزمن في السلسلة الزمنية (Time-Series) خلال الفترة (2016-1980).

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \dots, \beta_4$ : معاملات المتغيرات المستقلة؛

$Growth (GR_t)$ : المتغير التابع يمثل معدل النمو الاقتصادي؛

$Issuance of shares (ISH_t)$ : متغيرا مستقلا يمثل إصدار الأسهم؛

$Market Capitalization (MC_t)$ : متغيرا مستقلا يمثل الرسملة البورصية؛

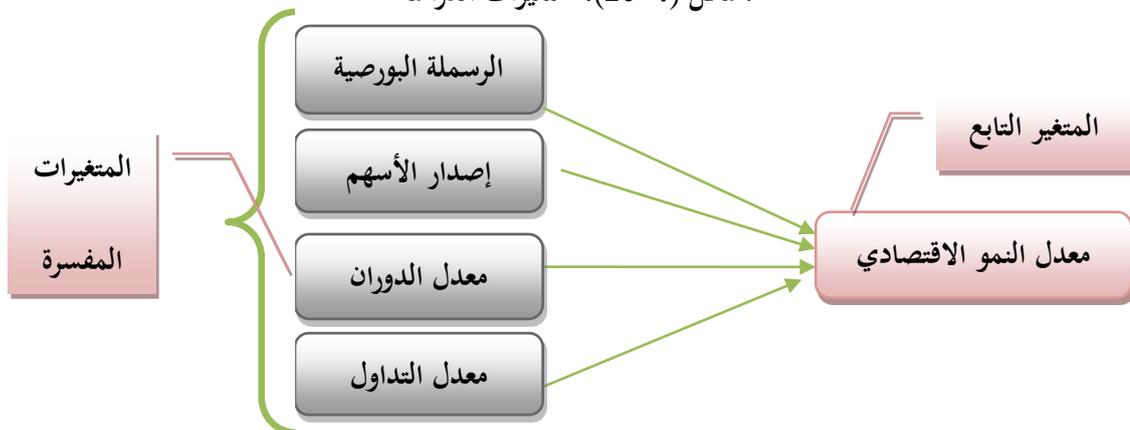
$Turnover rate (TUR_t)$ : متغيرا مستقلا يمثل معدل الدوران؛

$Trading rate (Tra)$ : متغيرا مستقلا يمثل معدل التداول؛

الصيغة اللوغاريتمية (LOG): التي تقلل من تشتت البيانات.

وفيما يلي شكل بياني يلخص المتغيرات التي تضمنتها الدراسة كالتالي

شكل (4-20): متغيرات الدراسة



المصدر: من إعداد الباحثة.

4-10-3 تحليل وصفي لمتغيرات الدراسة: سيتم في هذه الخطوة حساب مختلف الإحصائيات الوصفية للمعطيات (القيمة العظمى، القيمة الدنيا، القيمة الوسطية، القيمة المتوسطة ) لمتغيرات الدراسة، والتي تسمح بتكوين فكرة عن كيفية تطور مختلف

قيم هذه المعطيات أثناء فترة الدراسة، وقد كانت النتائج كما يلي:

جدول (4-14): التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

	GR	LOG(MC)	LOG(ISH)	TUR	TRA
Mean	0.042	22.227	18.257	0.215	0.268
Median	0.035	22.074	18.002	0.147	0.097
Maximum	0.164	24.097	21.602	0.799	1.890
Minimum	-0.108	20.021	15.653	0.065	0.031
Std. Dev.	0.045	1.282	1.423	0.176	0.424
Skewness	-0.369	0.022	0.211	1.873	2.515
Kurtosis	5.728	1.589	2.653	5.911	8.519
Jarque-Bera	12.319	3.069	0.460	34.725	85.991
Probability	0.002	0.215	0.794	0.000	0.000
Sum	1.573	822.404	675.522	7.969	9.935
Sum Sq. Dev.	0.075	59.210	72.932	1.118	6.491
Observations	37	37	37	37	37

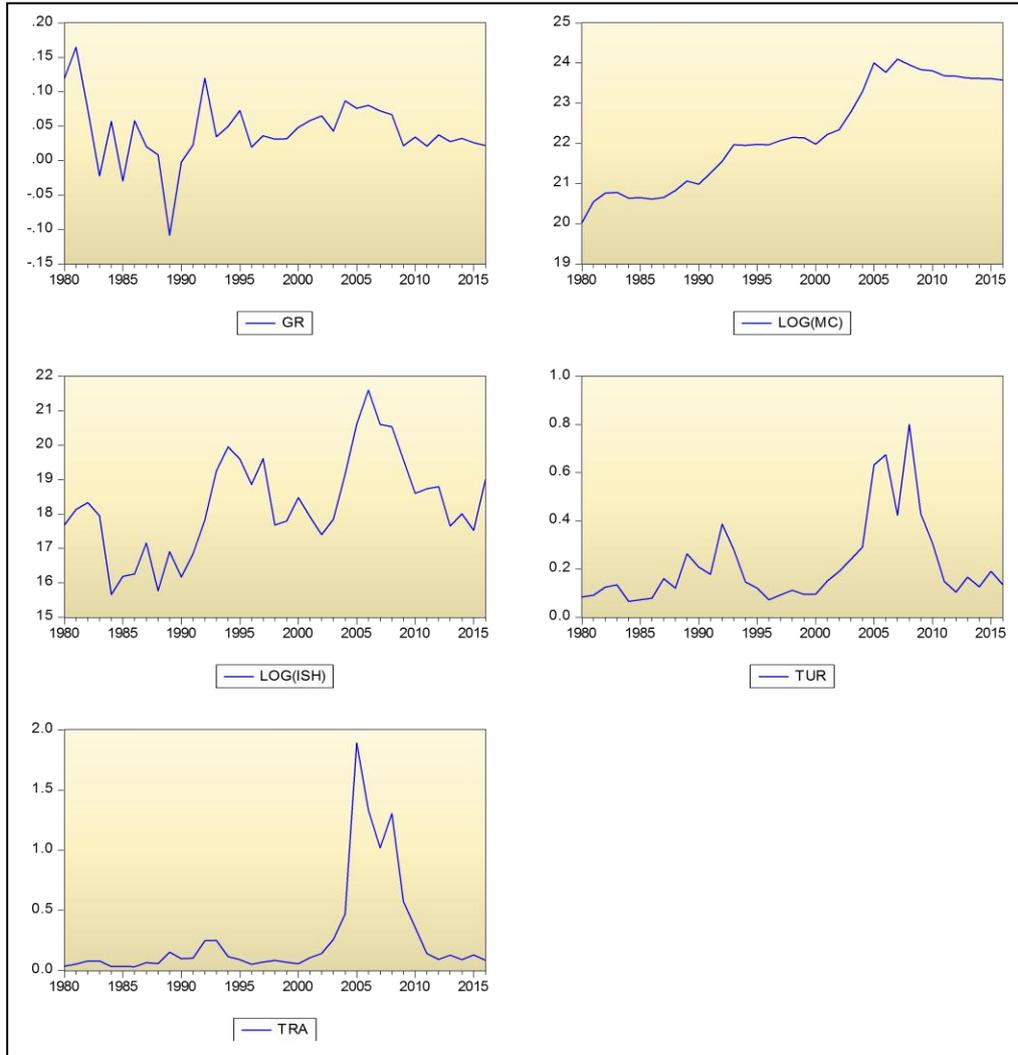
المصدر: نتائج برنامج Eviews 9

من الجدول أعلاه نلاحظ:

- ✓ من بين 37 مشاهدة لسلسلة النمو الاقتصادي، بلغ متوسطها الحسابي 0.035 بانحراف معياري مقداره 0.045، في حين بلغت أعلى وأدنى نسبة للمتغير 0.164 و -0.108 على الترتيب؛
- ✓ بلغ المتوسط الحسابي لمرونة الرسالة البورصية حوالي 22.074 مليون دينار أردني بانحراف معياري قدره 1.282، بلغت أعلى وأدنى قيمة 24.097 مليون دينار و 20.021 مليون دينار على الترتيب؛
- ✓ بلغ المتوسط الحسابي لمرونة إصدار الأسهم حوالي 18.002 مليون دينار بانحراف معياري قدره 1.423، بلغت أعلى وأدنى قيمة للمتغير 21.602 مليون دينار و 15.653 مليون دينار؛
- ✓ بلغ المتوسط الحسابي لمعدل الدوران 0.147 بانحراف معياري قدره 0.176، بلغت أعلى وأدنى نسبة للمتغير 0.799 و 0.065 على الترتيب؛
- ✓ بلغ المتوسط الحسابي لمعدل التداول 0.097 بانحراف معياري قدره 0.424، بلغت أعلى وأدنى نسبة 1.890 و 0.031 على الترتيب؛

بعد تحديد وتعريف متغيرات الدراسة سنقوم بتمثيلها وذلك لإعطاء فكرة عن تطور هذه المتغيرات، حيث نقوم بتمثيلها بدلالة الزمن (السنوات) كما تظهرها الأشكال الموالية.

4-1-10-4 تمثيل متغيرات الدراسة: لقد قمنا بتمثيل متغيرات الدراسة بيانياً، وكانت كما يلي:  
شكل (4-21): التمثيل البياني للسلاسل الزمنية المتعلقة بمتغيرات الدراسة



المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9

يتضح من منحنيات السلاسل الزمنية أنها غير مستقرة، لذا فإن الأمر يتطلب استخدام اختبارات جذر الوحدة Unit Root tests، الذي يهدف إلى فحص خصائص السلاسل الزمنية للمتغيرات قيد الدراسة، والتأكد من مدى استقرارها وتحديد رتبة تكامل كل متغير لوحده، وكذلك تحديد رتبة الفروقات التي يحتاجها، ومن أجل تحقيق ذلك

نستخدم اختباري Augmente Dickey-Fuller وPhillips-Perron

#### 4-10-5 اختبار Augmente Dickey-Fuller و Philips & Perron لاستقرارية السلاسل الزمنية

قبل البدء في تحليل البيانات لابد من اختبار السلاسل الزمنية هل هي ساكنة أم لا؟، وذلك تجنباً لظهور مشكلة الانحدار الزائف الذي يعطي قيمة مرتفعة لمعامل التحديد  $R^2$ ، فقد أوضحت العديد من الدراسات أن كثيراً من السلاسل الزمنية تتسم بعدم السكون لاحتوائها على جذر الوحدة أي غير ساكنة إحصائياً Nonstationary، بمعنى أن متوسط وتباين المتغير غير مستقلين عبر الزمن وأن أغلبها يجوي عامل الاتجاه Trend الذي يعكس ظروف معينة تؤثر على جميع المتغيرات، إما في نفس الاتجاه أو اتجاهات متعاكسة، كما قد يجعل نتائج التقدير التي يتم الحصول عليها زائفة ولا تقدم تفسيراً اقتصادياً ذا معنى، بالرغم من كون معامل التحديد  $R^2$  مرتفعاً.

ولدراسة استقرارية السلاسل الزمنية تم إجراء اختبار Philips & Perron (PP) و Augmented Dickey-Fuller (ADF) لاختبار فرضية احتواء المتغيرات على جذر للوحدة Unit Root في المستوى (level) والفرق الأول (First difference)، باستخدام الحد الثابت (Intercept)، القاطع والاتجاه العام (Trend and Intercept) وبدونهما (None).

وبتطبيق الاختبار على السلاسل الزمنية، تحصلنا على النتائج الملخصة بالجدول التالي:

جدول (4-15): اختبار Augmente Dickey-Fuller و Philips & Perron لاستقرارية السلاسل الزمنية

في المستوى (Level)

باستخدام النماذج الثلاثة

	النماذج	ADF الإحصائية t للجدور الأحادي	5%level الإحصائية الجدولية t	Prob	PP الإحصائية t للجدور الأحادي	Prob
GR	A	4.316-	2.945-	0.0016	-4.2251	0.0021
	B	4.251-	3.540-	0.0096	-4.1233	0.0131
	C	3.026-	1.950-	0.0035	-3.0216	0.0036
LOG(MC)	A	1.468-	2.945-	0.5379	-1.4060	0.5685
	B	2.850-	3.540-	0.1904	-1.7562	0.7147
	C	2.568	1.950-	0.9968	2.1163	0.9904
LOG(ISH)	A	2.047-	2.945-	0.2663	-3.0280	0.0417
	B	2.381-	3.540-	0.3822	-2.3819	0.3822
	C	0.076	1.950-	0.7006	0.0985	0.7077
TUR	A	2.443-	2.945-	0.1376	-2.5503	0.1126
	B	2.424-	3.540-	0.3616	-2.5919	0.2860
	C	1.427-	1.950-	0.1406	-1.3847	0.1515
TRA	A	2.236-	2.945-	0.1974	-2.3712	0.1567
	B	2.224-	3.540-	0.4622	-2.4116	0.3677
	C	1.849-	1.950-	0.0620	-1.9287	0.0524

النموذج A (Intercept): باستخدام الثابت؛  
النموذج B (Trend&Intercept): باستخدام الثابت والاتجاه العام؛  
النموذج C (None): بدون ثابت وبدون اتجاه عام.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج التقدير باستخدام برنامج Eviews9، ملخص الملاحق (2-3-4-5-6-12-13-14-15-16).

من خلال النماذج الثلاثة نستنتج أن السلاسل الزمنية غير مستقرة عند المستوى ماعدا سلسلة معدل النمو الاقتصادي، بحيث القيمة المطلقة t المحسوبة أصغر من القيمة المطلقة الجدولية، وهي غير معنوية عند مستوى دلالة 5%، كما أن الاحتمال (Prob) أكبر من 5%، لذلك يجب تطبيق الاختبار على الفرق الأول (1st Difference) حت تستقر جميع السلاسل الزمنية.

وبتطبيق اختبار Augmente Dickey-Fuller و Philips & Perron على الفرق الأول كانت النتائج كما يلي:

جدول (4-16) : اختبار Augmente Dickey-Fuller و Philips & Perron لاستقرارية السلاسل الزمنية في الفرق الأول (1st Difference)

باستخدام النماذج الثلاثة						
	النماذج	ADF الإحصائية t للجذر الأحادي	5%level الإحصائية الجدولية t	Prob	PP الإحصائية t للجذر الأحادي	Prob
D(GR(-1))	A	9.1973-	2.945-	0.0000	-10.4121	0.0000
	B	9.1863-	3.540-	0.0000	-1.3297	0.0000
	C	9.2552-	1.950-	0.0000	-10.3126	0.0000
D(LOG(MC(-1)))	A	4.8360-	2.945-	0.0000	-4.8184	0.0004
	B	4.7766-	3.540-	0.0000	-4.7584	0.0027
	C	2.7545-	1.950-	0.0000	-4.4945	0.0000
D(LOG(ISH(-1)))	A	5.8053-	2.945-	0.0000	-5.8066	0.0000
	B	5.7573-	3.540-	0.0000	-5.7082	0.0002
	C	5.8914-	1.950-	0.0000	-9.900	0.0000
D(TUR(-1))	A	7.5451-	2.945-	0.0000	-7.4388	0.0000
	B	7.4886-	3.540-	0.0000	-7.3958	0.0000
	C	7.6574-	1.950-	0.0000	-7.5438	0.0000
D(TRA(-1))	A	6.4535-	2.945-	0.0000	-6.4455	0.0000
	B	7.6574-	3.540-	0.0000	-6.3841	0.0000
	C	6.4535-	1.950-	0.0000	-6.5411	0.0000

النموذج A (Intercept): باستخدام الثابت؛  
النموذج B (Trend&Intercept): باستخدام الثابت والاتجاه العام؛  
النموذج C (None): بدون ثابت وبدون اتجاه عام.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج التقدير باستخدام برنامج Eviews9، ملخص الملاحق (7-8-9-10-11-17-18-19-20).

أشارت نتائج اختبار PP و ADF الواردة في الجدول أعلاه، أن المتغيرات حققت استقراراً عند مستوى معنوية 5% في الفرق الأول (1st difference).

إذن و بناء على نتائج اختبارات استقرارية السلاسل الزمنية، والتي دلت على استقرارها في الفرق الأول، يمكن مواصلة التحليل ، وبما أن المتغيرات تعتبر مستقرة في نفس الدرجة، فإنه بإمكاننا استخدام نموذج VAR في تقدير علاقة

المتغيرات المفسرة بالمتغير التابع، وبما أن نموذج VAR يقتصر على التقدير في الأجل القصير فقط، فقد استخدمنا نموذج متجه تصحيح الخطأ (Vector Error Correction Model)، وذلك لدراسة الظاهرة وعلاقة المتغيرات المفسرة بالمتغير التابع في الأجلين القصير والطويل، وذلك بتحديد معادلة تصحيح الخطأ VECM، بالإضافة إلى دراسة السببية بناء على نموذج VECM، مع تحليل دوال الاستجابة الفورية والصدمات (Impulse Response) وتجزئة (تفكيك) التباين (Variance Decomposition).

**4-11 تقدير نموذج متجه تصحيح الخطأ VECM**: يقوم نموذج متجه تصحيح الخطأ، على فرضية مؤداها أن هناك علاقة توازنية طويلة الأجل، تتحدد في إطارها القيمة التوازنية للنمو الاقتصادي في ضوء علاقته بمؤشرات سوق الأوراق المالية (الرسمة البورصية، إصدار الأسهم، معدل الدوران، معدل التداول)، وبالرغم من وجود هذه العلاقة التوازنية في المدى الطويل، خاصة في أسواق الأوراق المالية المتطورة والكفاء، غير أنها ليست دائماً محققة، ومن ثم تأخذ متغيرات النموذج قيما مختلفة عن القيم التوازنية، ويمثل الفرق بين القيمتين عند كل فترة زمنية خطأ التوازن، ويتم تعديل أو تصحيح هذا الخطأ كلياً أو جزئياً في المدى الطويل؛

ويفترض نموذج متجه تصحيح الخطأ وجود نوعين من العلاقات، بين مؤشرات سوق الأوراق المالية كمتغيرات مستقلة والنمو الاقتصادي كمتغير تابع وهي:

**1) علاقة في المدى الطويل**: أي علاقة توازنية في المدى الطويل بين معدل النمو الاقتصادي ومؤشرات سوق الأوراق المالية كمتغيرات مفسرة، وذلك باستخدام منهج Johansen & Juselius للتكامل المشترك؛

**2) علاقة في المدى القصير**: وهي العلاقة الآنية أو المباشرة، التي تظهر بين معدل النمو الاقتصادي ومؤشرات تطور سوق الأوراق المالية في كل فترة زمنية، وتقاس باستخدام معامل تصحيح الخطأ.

ونظراً لأن السلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة، غير مستقرة في مستوياتها ومستقرة في فروقها الأولى، بمعنى أنها متكاملة من نفس الدرجة أي الدرجة الأولى (1)، فإن ذلك يدل على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات، وهذا ما سيكون محل اختبار باستخدام التكامل المشترك.

**4-11-1 اختبار التكامل المشترك**: يعتبر اختبار التكامل المشترك هو الأهم والحاسم لتطبيق نموذج

VECM، فإذا كان هناك علاقة تكاملية طويلة الأجل نطبق نموذج VECM، وإذا لم توجد علاقة توازنية طويلة الأجل، نقوم بتطبيق نموذج VAR، بمعنى أننا نكتفي بتحليل العلاقة بين المتغيرين في الأجل القصير فقط، ويعتبر اختبار التكامل المشترك ل (Johansen & Juselius 1990) الأكثر شيوعاً واستخداماً، حيث يختبر وجود المعادلات المتكاملة على نحو مشترك لمتغيرات الدراسة، عن طريق تحديد معنوية الجذور المميزة للمتجهات، وذلك بمقارنة القيم المحسوبة للجذور المميزة

بالقيم الجدولية، والتي تتحدد من خلالها قيمة  $r$  عدد متجهات التكامل المشترك، من خلال اختباري الأثر  $Trace test$ ، والإمكانية (المعقولة) العظمى  $Eigen max test$ .

ولاختبار التكامل المشترك نقوم بوضع الفرضيتين التاليتين:

{	$H_0$ : عدم وجود تكامل مشترك	⇒	القيمة المحسوبة لإحصائية الأثر $\lambda$ trace أقل من القيمة الحرجة (الجدولية) عند مستوى معنوية 5%
	$H_1$ : وجود تكامل مشترك	⇒	القيمة المحسوبة لإحصائية الأثر $\lambda$ trace أكبر من القيمة الحرجة (الجدولية) عند مستوى معنوية 5%

والنتائج موضحة بالجدول أدناه اعتمادا على نتائج اختبار الأثر

جدول (4-17): اختبار الأثر ( $trace test$ )

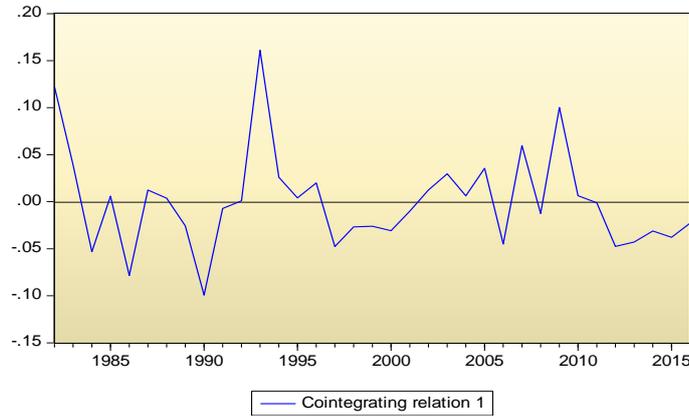
Date: 04/21/18 Time: 01:05				
Sample (adjusted): 1982 2016				
Included observations: 35 after adjustments				
Trend assumption: Linear deterministic trend				
Series: GR LOG(MC) LOG(ISH) TUR TRA				
Lags interval (in first differences): 1 to 1				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized				
No. of CE(s)				
Eigenvalue		Trace Statistic		Prob.**
		Critical Value		
None *		0.591095	70.82612	0.0415
Atmost 1		0.372342	39.52661	0.2399
Atmost 2		0.334732	23.22500	0.2352
Atmost 3		0.204899	8.960204	0.3691
Atmost 4		0.026366	0.935181	0.3335
Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values.				

المصدر: مخرجات برنامج Eviews9

يتبين من خلال نتائج الجدول، أنه في السطر الأول القيمة المحسوبة لإحصائية الأثر، أكبر من القيمة الحرجة (الجدولية) عند مستوى معنوية 5% ، أو أن  $Prob < 0.05$ ، مما يعني رفض الفرضية العدمية القائلة بعدم وجود تكامل مشترك (لا توجد علاقة توازنية طويلة الأجل)، ونقبل الفرض البديل بأنه توجد على الأقل علاقة توازنية طويلة الأجل، وبالمرور إلى الاختبار الموالي تبين أن الاختبار غير معنوي، يعني أننا نقبل الفرض الصفري (توجد على الأقل علاقة توازنية واحدة طويلة الأجل)؛

وعليه نستنتج أنه توجد علاقة توازنية طويلة الأجل، وبالتالي يمكننا تقدير نموذج VECM، حيث أن عدد متجهات التكامل المشترك  $r=1$ ، وأن النمو الاقتصادي متكامل تكاملاً مشتركاً مع مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية كما يظهر ذلك المنحنى أدناه:

شكل (4-22): التكامل المشترك بيانياً



المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9

تدل هذه النتيجة على وجود توليفة خطية ساكنة، بين النمو الاقتصادي ومؤشرات تطور سوق الأوراق المالية، أي أنه توجد علاقة توازنية طويلة الأجل، بمعنى أن المتغيرات لا تبتعد عن بعضها البعض في الأجل الطويل، وتظهر سلوكاً متشابهاً.

وبالرجوع إلى النموذج قيد الدراسة لتحديد عدد فترات الإبطاء (التأخر)، كانت نتائج الاختبار كما يلي:

جدول(4-18): نتائج اختبار تحديد فترات الإبطاء المستخدمة في نموذج VECM

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-4.792614	NA	1.22e-06	0.576036	0.800501	0.652585
1	95.96437	165.9527	1.45e-08	-3.880257	-2.533469*	-3.420964*
2	124.2401	38.25534*	1.32e-08*	-4.072945	-1.603832	-3.230907
3	151.7593	29.13806	1.51e-08	-4.221138*	-0.629701	-2.996355

\* indicates lag order selected by the criterion  
 LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)  
 FPE: Final predictionerror  
 AIC: Akaike information criterion  
 SC: Schwarz information criterion  
 HQ: Hannan-Quinn information criterion

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.

يتضح من خلال الجدول أعلاه أن فترة الإبطاء المحددة وفق اختباري Schwarz و Hannan-Quinn كانت 1، وعليه فهي فترة الإبطاء المثلى.

الآن يمكننا تقدير نموذج VECM الذي يقدر أثر سوق عمان للأوراق المالية في النمو الاقتصادي، في المدينين القريب والبعيد بعلاقة توازنية واحدة وبتأخر واحد، والذي يمكننا من اختبار وتقدير العلاقة في المدى القريب، والتعرف على ما إذا كانت هناك انحرافات على المستوى القصير الأجل، في اتجاه العلاقة التوازنية طويلة الأجل، كما أنه يتفادى المشكلات الناتجة عن الارتباط الزائف.

وقد تم تقدير نموذج تصحيح الخطأ وفقاً لمنهج (Johansen) ذات المرحلتين، حيث تتمثل المرحلة الأولى في تقدير العلاقة التوازنية طويلة الأجل، أما المرحلة الثانية فيتم خلالها تقدير نموذج تصحيح الخطأ، وتم تقدير هذا النموذج قصير الأجل، بإدخال البواقي المقدرة في الحدار المدى الطويل، كمتغير مستقل بفترة إبطاء واحدة يرمز لها بالرمز  $ECT_{t-1}$ .

وبعد التقدير وفق البرنامج كانت النتائج ملخصة في الجدول التالي:

جدول (4-19): تقدير نموذج متجه تصحيح الخطأ VECM

معادلة قصيرة الأجل			معادلة طويلة الأجل		
t-statistic	المعاملات $\alpha$	المتغيرات	t-statistic	المعاملات $\beta$	المتغيرات
<b>[-4.04589]</b>	<b>-0.794724</b>	<b>CointEq1</b>	-	1.000000	(GR(-1))
[ 0.13622]	0.022008	D (GR(-1))			
[ 0.81374]	0.039747	D(LOG(MC(-1)))	[-1.86507]	-0.012053	LOG(MC(-1))
<b>[ 2.63570]</b>	0.021464	D(LOG(ISH(-1)))	[-0.01043]	-6.94E-05	LOG(ISH(-1))
[ 1.10097]	0.110694	D (TUR(-1))	<b>[ 3.93279]</b>	0.418349	TUR(-1))
[-1.62347]	-0.086066	D(TRA(-1))	<b>[-3.07284]</b>	-0.143364	TRA(-1)
-1	-0.008111	C	-	0.176103	C

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9، ملخص الملحق (22)

واعتماداً على معطيات الجدول أعلاه يمكننا كتابة معادلة التوازن طويلة الأجل (معادلة تصحيح الخطأ) كما يلي:

$$GR_{(-1)} = 0.176 + 0.012 LOG(MC_{(-1)}) + 6.94E-05 LOG(ISH_{(-1)}) - 0.418 TUR_{(-1)} + 0.143 TRA_{(-1)}$$

[+1.86507]                      [+0.01043]                      **[- 3.93279]**                      **[+3.07284]**

في حين تكتب معادلة المعادلة قصيرة الأجل وفق الصيغة التالية:

$$D (GR_{(-1)}) = -0.008 + 0.022 D (GR_{(-1)}) + 0.039 D (LOG(MC_{(-1)})) + 0.021 D (LOG(ISH_{(-1)}))$$

[ 0.13622]                      [+ 0.81374]                      **[+2.63570]**

$$+ 0.110 D (TUR_{(-1)}) - 0.086 D (TRA_{(-1)}) - 0.794 ECT_{GR_{(-1)}}$$

[ 1.10097]                      [-1.6234]                      **[-4.04589]**

نلاحظ من معادلة متجه تصحيح الخطأ VECM ظهور مقدر معلمة تصحيح الخطأ بقيمة سالبة ومعنوية، مما يعني أن معدل النمو الاقتصادي في المدى القريب لا يتساوى مع قيمته التوازنية في المدى البعيد، لذلك فإنه في المدى القريب يكون هناك تصحيح جزئي في اتجاه العلاقة طويلة الأجل؛

و يمثل معامل تصحيح الخطأ مقدر معلمة تعديل القيم الفعلية لمعدل النمو الاقتصادي باتجاه قيمته التوازنية من فترة لأخرى، وتحديدًا تقيس نسبة اختلال التوازن في الفترة السابقة  $T_{-1}$  التي يتم تعديلها في الفترة اللاحقة  $T$ .

بلغ مقدر معامل حد تصحيح الخطأ -0.794، وهذا يعني أن معدل النمو الاقتصادي تعدل قيمته نحو القيم التوازنية في كل فترة زمنية بنسبة 79.4%، بمعنى أنه عندما ينحرف معدل النمو الاقتصادي في المدى القريب في الفترة  $T_{-1}$

عن قيمته التوازنية فإنه يتصحح بنسبة 79.4% من هذا الانحراف في الفترة T، مما يدل على أن معدل النمو الاقتصادي يستغرق وقتا ليصل إلى قيمته التوازنية يقدر ب 0.794/1 أي حوالي سنة و4 أشهر.

**نتائج التقدير في المدى القريب:** فيما يخص معادلة التوازن قصيرة الأجل فقد ورد بعضها معنويا والبعض الآخر غير معنوي، وبالنسبة لغير المعنوية (الرسملة ومعدل الدوران ومعدل التداول) فسيتم إسقاطها من الشرح، أما بالنسبة لإصدار الأسهم فقد كانت معلمته معنوية عند مستوى دلالة 5%، مما يسمح لنا بتفسير أثره على النمو الاقتصادي في المدى القريب وذلك على النحو التالي:

أوضحت نتائج التقدير أن مقدر معلمة إصدار الأسهم معنوية وموجبة، حيث كلما ارتفع إصدار الأسهم ب1% يرتفع معدل النمو الاقتصادي بنسبة 0.021% وهي نسبة ضعيفة، أي أن زيادة الإنتاج الحقيقي المتمثل في حجم السلع والخدمات سواء كانت استهلاكية خاصة بالقطاع العائلي أو استثمارية خاصة بقطاع الأعمال، يتطلب زيادة رؤوس أموال لغرض الاستثمار الحقيقي، مما يدفع بالشركات في حالة توفر فرص استثمارية مريحة إلى طلب التمويل، إما عن طريق طرح الأوراق المالية (الأسهم) للاكتتاب أو عن طريق الزيادة في رأس المال، باعتبار السوق الأولية الوسيلة التي تحصل من خلالها الوحدات الاقتصادية على الموارد المالية لتمويل استثماراتها وهي بذلك تعد بمثابة سوق الاستثمار الحقيقي، فإذا قام المكتتبين بإعادة بيع الأوراق المالية في السوق الثانوية فلا يوجد استثمار حقيقي بل استثمار مالي.

وقد جاءت نتائج دراستنا مطابقة لدراسة أحمد محمد مشعل و زكية أحمد مشعل (2012)، التي اختبرت العلاقة السببية بين النمو الاقتصادي وتنمية القطاع المالي في الاقتصاد الأردني، وقد توصلت نتائج دراستهما إلى أن تنمية سوق الأوراق المالية تعمل على تحفيز النمو الاقتصادي في الأجل القصير؛<sup>1</sup>

لكن وبالرغم من الأثر الإيجابي لإصدار الأسهم على النمو الاقتصادي في دراستنا إلى أنه ضعيف، وذلك لاعتماد أغلب اقتصاديات الأسواق شبه الناشئة سيما العربية منها على البنوك (الديون) في مجال التمويل، حيث يرى بعض الاقتصاديين أنه في الدول النامية تمول حصة محدودة من استثمارات الشركات من خلال إصدار الأسهم، بينما يمول الجزء الأكبر من تلك الاستثمارات من مصادر ذاتية، كالأرباح المحتجزة أو من مصادر خارجية كالقروض المصرفية<sup>2</sup>؛

<sup>1</sup> أحمد محمد مشعل و زكية أحمد مشعل، القطاع المالي في الأردن والنمو الاقتصادي، دراسات العلوم الإدارية، المجلد 39، العدد 1، 2012، ص: 81-96. متاح على الموقع الإلكتروني:

<https://journals.ju.edu.jo/DirasatAdm/article/download/2978/6275>

<sup>2</sup> عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص: 112.

وهو ما أكده (1988) Mayer في دراسته التي يقر فيها بالدور المحدود لأسواق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي، ذلك أن لجوء الشركات للتمويل عن طريق إصدار الأسهم ضعيف<sup>1</sup>؛

أما باقي المتغيرات فهي غير معنوية في نموذج تصحيح الخطأ VECM لهذا سيتم إسقاطها من الشرح.

**نتائج التقدير في المدى البعيد:** وفيما يخص معادلة التوازن طويلة الأجل فقد ورد بعضها معنويا والبعض الآخر غير معنوي، فبالنسبة لغير المعنوية (الرسمة وإصدار الأسهم) فسيتم إسقاطها من الشرح، أما بالنسبة لمعدلي الدوران والتداول فقد كانت معلمتها معنوية عند مستوى دلالة 5%، مما يسمح لنا بتفسير أثرهما في معدل النمو الاقتصادي في المدى البعيد وذلك على النحو التالي:

**بالنسبة لمعدل الدوران:** فقد كان تأثيره سالب ومعنوي حيث بلغ مقدر معلته -0.418، كما أن إحصائية معنوية عند مستوى دلالة 5%، مما يعني أن ارتفاع معدل الدوران ب1% سيخفض من معدل النمو الاقتصادي ب0.418، ذلك أن توفير السيولة في الوقت المناسب يشجع على زيادة الاستثمار وعدم التردد في شراء وبيع الأوراق المالية، وذلك لإمكانية التنازل عنها في السوق الثانوية، فبتوفر عنصر السيولة يصبح الاستثمار أقل مخاطرة وأكثر ربحية مما يؤدي إلى توسيع القاعدة الاستثمارية للشركات، غير أن السيولة المفرطة يجب أن تؤخذ بحذر، لأنها قد تعني زيادة نشاط المضاربة، وليس انخفاض في تكلفة المعاملات، وبالتالي زيادة الاستثمار المالي مقارنة بالاستثمار الحقيقي؛

أما وجهة نظر Demetriades & Arestis فإن القطاع المالي في حالة اعتباره مسؤولا ولو جزئيا على النمو الاقتصادي، فإنه يعد أيضا مسؤولا عن حدوث الأزمات المالية التي تعثر النمو الاقتصادي، وبالتالي فإن تنمية أسواق الأسهم يمكن أن تؤثر سلبا على النمو الاقتصادي نتيجة للمضاربات المحتملة في السوق، خاصة عندما ترتفع درجة المخاطر لدى المضاربين نتيجة للتوسع في الائتمان السريع، وبذلك ترتفع أسعار الفائدة بسرعة في حين تنخفض الاستثمارات مما يؤدي إلى انخفاض النمو الاقتصادي<sup>2</sup>.

فمن وجهة نظر Demetriades & Hussein فإن المضاربة الناتجة عن السيولة المرتفعة في السوق، تؤدي إلى تبذير الموارد المالية التي توجه إلى الأنشطة غير المنتجة، بدلا من توجيهها إلى المشروعات الاستثمارية، وهو ما يمثل عائقا

<sup>1</sup> سامية زيطاري، مرجع سبق ذكره، ص: 74.

<sup>2</sup> حسن كريم حمزة، مرجع سبق ذكره، ص: 138.

أمام الاستثمارات، خاصة إذا أدى نشاط المضاربة إلى ارتفاع سعر الفائدة، مما يجعل الاقتصاد أكثر عرضة للأزمات المالية<sup>1</sup>.

ومن وجهة نظر Ajit Singh فإن السيولة التي توفرها سوق الأوراق المالية، تفسح المجال أمام المضاربين، الذين يقومون بتغيير محافظهم المالية بسهولة، كما أن بعض المؤسسات كشركات التأمين، قد تشتت في السوق سعياً وراء العائد المرتفع من خلال المضاربة، وبسبب اتجاه الكثير إلى المضاربة، تقوم المؤسسات المقرضة بتمويل هذا النشاط في الأجل القصير، خوفاً من فقدان عملائها، وبالتالي تنخفض المدخرات الموجهة للاستثمار<sup>2</sup>.

في حين يعتبر Demirguc-Kunt&Levine أن ارتفاع السيولة في سوق الأوراق المالية قد يقلل من النمو الاقتصادي، من خلال التقليل من معدلات الادخار، ذلك أن زيادة حجم السيولة يرفع من مستوى عدم التأكد بالنسبة للادخار، كما أن زيادة السيولة في السوق يؤثر على حوكمة الشركات، ذلك أن نسبة كبيرة من الأسهم في هيكل أموال الشركات يرفع من الأداء غير الإيجابي اتجاه حملة الأسهم، مما يؤدي إلى انخفاض نتيجة أعمال الشركة، مما يقلل من النمو الاقتصادي، كما أن زيادة السيولة في السوق المالية قد يجعل المستثمرين يسرعون في بيع الأسهم أكثر من مراقبة أداء إدارة الشركة، والذي بدوره ينعكس سلباً على أداء الاقتصاد ككل مما يقلل من النمو الاقتصادي<sup>3</sup>.

كما وضع Keynes أن الأسواق المالية تنتج الكثير من أنشطة المضاربة التي تسهم في إحداث تقلبات وعدم الاستقرار في الاقتصاد.

ومن وجهة نظر Stiglitz فإن احتمال عدم كفاءة سوق الأوراق المالية يؤدي إلى عدم نجاح سياسة تحرير السوق على المستوى الخارجي، مما يهدد استقرار البورصة وماله من انعكاسات سلبية على النمو الاقتصادي<sup>4</sup>.

أما من وجهة نظر Bencivenga& al فإن السيولة في سوق الأوراق المالية تلعب دوراً أساسياً في تحقيق النمو الاقتصادي، بالرغم أن الاستثمارات ذات المردودية عادة ما تتطلب رؤوس أموال لمدة طويلة، والمدخرون لا يريدون تخصيص أموالهم لمدة طويلة دون الحصول على سيولة، وعليه فإن توفر السيولة بالسوق تسمح للمستثمرين ببيع أسهمهم

<sup>1</sup> Demetriades & Hussein, **Does Financial Development cause economic growth? Time Series Evidence**

**From Sixteen Countries**, Journal of Development Economic, 51, 1996

<sup>2</sup> A. Singh, **Financial liberalisation of Stock Markets & Economic Development**, The Economic

Journal, 107, 1997.

<sup>3</sup> Demirguc-Kunt& Levine, **Stock Market Development& Financial Intermediaries: Stylized Facts**, The World Bank Economic Review, Vol 10, 1996

<sup>4</sup> E. Stiglitz, Financial Markets & Development, Oxford Review of Economic Policy v 5, 1989, p :55-68.

في أي وقت، كما تستطيع الشركات الحصول على رؤوس أموال لتمويل مشاريعها، مما يساهم في تحقيق النمو الاقتصادي<sup>1</sup>.

وبالرجوع إلى سيولة بورصة عمان التي تم قياسها من خلال مؤشر معدل الدوران، نلاحظ أن بورصة عمان تعاني من ضعف في السيولة، وذلك لانخفاض معدل الدوران طيلة فترة الدراسة ماعدا الفترة (2005-2010)؛

ولضعف السيولة أثرا سلبيا على عوائد الأسهم حيث لا يشجع الشركات المدرجة على الإصدارات في السوق الأولية لتمويل استثماراتها من جهة، ومن جهة أخرى يؤدي إلى تخوف المستثمرين في الدخول إلى السوق بشقيها الأولية و الثانوية، لأن المستثمر في هذه الحالة يجد صعوبة في تصريف الأوراق المالية إذا أراد التنازل عنها، وهو ما كان له انعكاسا سلبيا على أثر السوق الأولية في النمو الاقتصادي، حيث ظهر متغير إصدار الأسهم غير معنوي في معادلة تصحيح الخطأ ( معادلة طويلة الأجل).

**بالنسبة لمعدل التداول:** فيما يقيس معدل الدوران السيولة الموجودة في السوق نفسه يقيس معدل التداول السيولة التي توفرها سوق الأوراق المالية للاقتصاد ككل ، بمعنى دور البورصة في توفير السيولة للاستثمارات على مستوى الاقتصاد الكلي، ارتفاعه يشير إلى أن وزن البورصة في اقتصاد البلد المعني معتبر؛ وفي نتائج دراستنا تبين أن تأثيره موجب ومعنوي حيث بلغ مقدر معلمته 0.143، مما يدل على أن ارتفاع معدل التداول بـ1% يؤدي إلى ارتفاع معدل النمو الاقتصادي بنسبة 0.143%.

فبالرغم من كون السوق الثانوية (البورصة) تمثل استثمارا ماليا بحتا إلا أنها تسهل من تمويل الاستثمار الحقيقي، وذلك بتوفير الخيارات لأصحاب الفوائض المالية، من خلال الأصول المالية المتنوعة من ناحية السيولة والعائد والمخاطرة، وبالتالي تشجيعها على تقليل الإنفاق الاستهلاكي لصالح الادخار الموجه للاستثمار، كما أن قيام السوق الثانوية بوظيفة تسهيل الورقة المالية يسمح لشركات المساهمة التي ترغب في زيادة رأس مالها أن تطرح إصداراتها للاكتتاب. وقد جاءت دراستنا موافقة لدراسة (Greenwood & Jovanovich 1990) التي أشارت إلى أن سوق الأوراق المالية تشجع على التخصيص الأمثل للموارد وعلى حيافة المعلومات ونشرها، كما تقلل من تكلفة تعبئة المدخرات فيسهل بذلك الاستثمار<sup>2</sup>؛

Bencivenga & al, **Equity Markets, Transaction Costs & Capital Accumulation: An Illustration**, The World Bank Economic Review, Vol 10, 1996<sup>1</sup>

<sup>2</sup> J. Greenwood & B.Jovanovic, **Financial Development Growth And The Distribution of Income**, Journal of Political Economy, (98) 5, 1990,p:1076-1107.

وموافقة أيضا لدراسة سامي مباركي ، حيث توصلت نتائج دراسته الى الدور الايجابي لسوق الأوراق المالية في زيادة معدل نمو نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي وفي الاستثمار.<sup>1</sup>

لكن وبالرغم من الأثر الايجابي لبورصة عمان في النمو الاقتصادي ، إلا أن دورها في النمو مازال متوسطا، فرغم تحرير سوق الأوراق المالية الأردنية ، وفتحها على الاستثمار الأجنبي غير المباشر، بغرض المساهمة في زيادة دور الأدوات التمويلية في النشاط الاقتصادي إلا أنها مازالت متوسطة.

4-11-2 اختبار استقرارية معلمات النموذج : لاختبار خلو النموذج من مشكل الارتباط الذاتي بين الأخطاء، وعدم تجانس التباين .

1) اختبار مشكل الارتباط الذاتي بين الأخطاء: لاختبار مشكل الارتباط بين الأخطاء نقوم بوضع الفرضيتين التاليتين

$H_0$  : عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء  $\Rightarrow$  الاحتمالات لكل فترات الإبطاء تفوق 5 %  
 $H_1$  : وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء  $\Rightarrow$  الاحتمالات لكل فترات الإبطاء أقل من 5 %

والجدول الموالي يوضح نتائج اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء.

سامي مباركي، تأثير الأسواق المالية على النمو الاقتصادي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، الترابط بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة، الجزائر، 2015

جدول (4-20): اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء

VEC Residual Serial Correlation LM Tests		
Null Hypothesis: no serial correlation at lag order h		
Date: 04/21/18 Time: 01:24		
Sample: 1980 2016		
Included observations: 35		
Lags	LM-Stat	Prob
1	19.46861	0.7741
2	20.48545	0.7209
3	29.34514	0.2497
4	23.01421	0.5767
5	24.25174	0.5049
6	10.00863	0.9966
7	22.00193	0.6356
8	31.15754	0.1839
9	16.13664	0.9107
10	19.85731	0.7543
11	24.94250	0.4656
12	19.48877	0.7731
Probs from chi-square with 25 df.		

المصدر: مخرجات برنامج Eviews9.

توضح نتائج الجدول أن كل الاحتمالات غير معنوية، وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية التي تقر بأنه لا يوجد ارتباط ذاتي بين الأخطاء.

(2) اختبار عدم التجانس: ولاختبار تجانس تباين الأخطاء نقوم بوضع الفرضيتين التاليتين:

}	$H_0$ : سلسلة البواقي لها تباين متجانس:	⇒	احتمالية $\chi^2$ أكبر من 5%
	$H_1$ : سلسلة البواقي ليس لها تباين متجانس:	⇒	احتمالية $\chi^2$ أقل من 5%

والجدول الموالي يعرض نتائج اختبار تجانس الأخطاء.

جدول (4-21): اختبار عدم تجانس الأخطاء

VEC Residual Heteroskedasticity Tests: No Cross Terms (only levels and squares)		
Date: 04/21/18 Time: 01:20		
Sample: 1980 2016		
Included observations: 35		
Joint test:		
Chi-sq	df	Prob.
174.3054	180	0.6057

المصدر: مخرجات برنامج Eviews9.

من الجدول أعلاه نلاحظ أن احتمالية Chi-sq تساوي 0.6057 أكبر من 5% إذن نقبل الفرضية الصفرية، بمعنى أن سلسلة البواقي لها تباين متجانس.

كما يمكن استخدام اختباري Breusch-Pagan-Godfrey و ARCH من أجل اختبار تجانس التباين، وكانت النتائج كما يلي:

جدول (4-22): نتائج اختبار Breusch-Pagan-Godfrey

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.199165	Prob. F(1,32)	0.6584
Obs*R-squared	0.228858	Prob. Chi-Square(1)	0.6324

المصدر: مخرجات برنامج Eviews9، ملخص الملحق (24).

نلاحظ من خلال النتائج المقدمة لاختبار Breusch-Pagan-Godfrey أن قيمة الإحصائية  $nR^2=0.2288$  باحتمال يقدر بـ 0.6324 عند مستوى معنوية 5%، مما يعني قبول الفرضية العدمية، التي تنص على تجانس تباين الأخطاء في النموذج.

أما نتائج اختبار ARCH فهي موضحة بالجدول التالي:

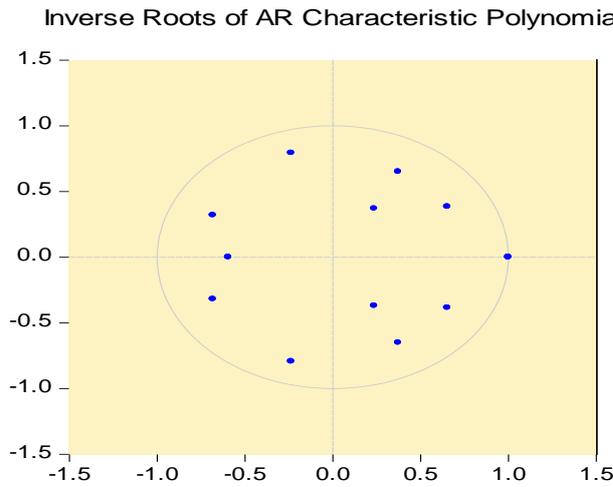
جدول (4-23): نتائج اختبار ARCH

Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	0.063468	Prob. F(1,34)	0.8026
Obs*R-squared	0.067077	Prob. Chi-Square(1)	0.7956

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9، ملخص الملحق (25)

نلاحظ من خلال النتائج المقدمة لاختبار ARCH أن قيمة الإحصائية  $nR^2 = 0.0670$  باحتمال يقدر بـ 0.7956 عند مستوى معنوية 5%، وهذا ما يبين معنوية الفرضية العدمية، على أن النموذج لا يعاني من مشكلة عدم ثبات التباين، وعليه فإن النموذج المقدر لا يعاني من مشكلة عدم التجانس، ولا مشكلة الارتباط الذاتي. كما يمكن استخدام التمثيل البياني لمقلوب الجذور الأحادية، لاختبار استقرارية معاملات النموذج وقد جاءت النتائج كما يلي:

شكل (4-23): استقرارية معاملات النموذج باستخدام مقلوب الجذور الأحادية



المصدر: مخرجات برنامج Eviews9.

نلاحظ من خلال الشكل أن مقلوب كل الجذور الأحادية تقع داخل دائرة الوحدة، مما يعني أن النموذج المقدر يحقق شروط الاستقرارية خلال كل فترة الدراسة. إذن ومن خلال ما سبق نستنتج أن النموذج لا يعاني من مشكل الارتباط الذاتي بين الأخطاء، ولا مشكل عدم ثبات التباين، وبالتالي فهو صالح للاستعمال. وبعد التأكد من صلاحية النموذج ننتقل إلى اختبار معنوية معالم النموذج.

4-11-3 اختبار معنوية معالم النموذج: جاءت نتائج اختبار معنوية معالم النموذج كما يلي:

جدول(4-24) نتائج اختبار معنوية معالم النموذج

System: UNTITLED				
Estimation Method: Least Squares				
Date: 04/21/18 Time: 01:32				
Sample: 1982 2016				
Included observations: 35				
Total system (balanced) observations 175				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	-0.794724	0.196427	-4.045894	0.0001
C(2)	0.022008	0.161563	0.136221	0.8918
C(3)	0.039747	0.048845	0.813737	0.4172
C(4)	0.021464	0.008144	2.635698	0.0093
C(5)	0.110694	0.100543	1.100968	0.2728
C(6)	-0.086066	0.053013	-1.623469	0.1067
C(7)	-0.008111	0.008110	-1.000138	0.3190
C(8)	-0.566688	0.887931	-0.638212	0.5244
C(9)	2.126015	0.730331	2.911031	0.0042
C(10)	0.613962	0.220800	2.780623	0.0062
C(11)	0.039460	0.036812	1.071926	0.2856
C(12)	0.925893	0.454494	2.037195	0.0435
C(13)	-0.680423	0.239643	-2.839325	0.0052
C(14)	0.028546	0.036659	0.778704	0.4375
C(15)	-0.867961	4.475193	-0.193949	0.8465
Determinant	residual covariance	1.68E-09		
Equation: D(GR) = C(1)*(GR(-1) - 0.0120525783325*LOG(MC(-1)) - 6.93989288225E-05*LOG(ISH(-1)) + 0.418349392094*TUR(-1) - 0.14336406787*TRA(-1) + 0.176103164212 ) + C(2)*D(GR(-1)) + C(3)*D(LOG(MC(-1))) + C(4)*D(LOG(ISH(-1))) + C(5)*D(TUR(-1)) + C(6)*D(TRA(-1)) + C(7)				
Observations: 35				
R-squared	0.560330	Meandependent var	-0.004083	
Adjusted R-squared	0.466116	S.D. dependent var	0.051970	
S.E. of regression	0.037973	Sumsquaredresid	0.040374	
Durbin-Watson stat	1.825661			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews9، ملخص الملحق(23).

نلاحظ من الجدول أعلاه أن معامل تصحيح الخطأ  $C_1$  سالب ويساوي - 0.7947 وهو معنوي لأن (Prob=0.0001) أقل من 5%، مما يعني وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات سوق الأوراق المالية ممثلة في الرسمة البورصية، إصدار الأسهم، معدل الدوران، معدل التداول ومتغيرات الاقتصاد الحقيقي ممثلا في معدل النمو الاقتصادي، أي أنه على المدى البعيد متغيرات البورصة تفسر 79.47% من تغيرات النمو الاقتصادي وهي نسبة معتبرة.

كما نلاحظ أن معالم المدى القريب بعضها معنويًا (إصدار الأسهم) أقل من 5% وبعضها غير معنوي (الرسمة البورصية، معدل الدوران، معدل التداول) أكبر من 5%، كما هو موضح في المعادلة قصيرة الأجل.

4-11-4 اختبار معنوية المعالم في المدى القريب (اختبار Wald): وذلك لاختبار إمكانية انعدام أثر مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية ممثلة في الرسمة البورصية، إصدار الأسهم، معدل الدوران، معدل التداول، في التأخيرات الثلاثة الأولى للمدى القريب في معادلة النمو الاقتصادي، وقد كانت نتائج الاختبار كما يلي:

جدول (4-25): نتائج اختبار معنوية المعالم في المدى القريب باستخدام اختبار Wald

Wald Test:			
System: %system			
Test Statistic	Value	df	Probability
Chi-square	10.44254	3	0.0152
Null Hypothesis: C(3)=C(4)=C(5)=0			
NullHypothesisSummary:			
Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.	
C(3)	0.039747	0.048845	
C(4)	0.021464	0.008144	
C(5)	0.110694	0.100543	
Restrictions are linear in coefficients.			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews9

نلاحظ أن الاحتمالية (Prob < 0.05) يعني أنه لا يمكن أن تنعدم المعالم الثلاثة لمؤشرات تطور سوق عمان الأوراق المالية في معادلة النمو الاقتصادي.

إشارة المعالم موجبة يعني أن الأثر موجب لمؤشرات تطور سوق عمان للأوراق المالية في النمو

الاقتصادي في المدى القريب.

إذن وبعد التأكد من صلاحية النموذج بإمكاننا الانتقال إلى دراسة السببية (Causality) وتحليل الصدمات

ودوال الاستجابة (Impulse Response) وتجزئة (تفكيك) التباين (Variance Decomposition).

4-11-5 اختبارات السببية (Causality Test): هناك مجموعة من اختبارات السببية يمكن تقسيمها إلى اختبارات

متعلقة بالأجل القصير واختبارات متعلقة بالأجل الطويل؛

بالنسبة لاختبارات الأجل القصير أشهرها على الإطلاق اختبار Granger، كما يمكن إجراء اختبار السببية قصيرة الأجل وفق نموذج متجه تصحيح الخطأ VECM، أما بالنسبة لاختبارات الأجل الطويل هناك أداتين لهذا الاختبار، إحداهما تتم باستخدام طريقة متجه الخطأ VECM وأخرى تتم وفق طريقة Toda & Yamamoto (1955)، ومادام تحليلنا ارتبط بنموذج VECM، فإننا سندرس السببية بناء على نموذج VECM.

يستخدم اختبار السببية لتحديد اتجاه علاقة السببية بين المتغيرات المستخدمة في النموذج، فإذا كان المتغير X يؤثر في المتغير Y يعني ذلك أن المتغير X يحوي معلومات ذات قوة تفسيرية أكثر من المتباطات الزمنية للمتغير Y، وبهدف اختبار وجود علاقة السببية بين متغيرات الدراسة، يتم الاستعانة بالصيغة التالية وتقديرها :

$$Y_t = c_1 + \sum_{i=1}^n \alpha_i Y_{t-i} + \sum_{j=1}^m \beta_j X_{t-j} + \mu_{1t} \dots\dots\dots 1$$

$$X_t = c_2 + \sum_{i=1}^p \lambda_i X_{t-i} + \sum_{j=1}^q \delta_j Y_{t-j} + \mu_{2t} \dots\dots\dots 2$$

ويمكن تمييز أربع حالات:

1) سببية أحادية الاتجاه من  $X_t$  نحو  $Y_t$  : وهذا يعني أن معاملات المتغير  $X_t$  المبطأ في المعادلة 1، تختلف إحصائياً عن 0 أي  $\left( \sum_{j=1}^m \beta_j \neq 0 \right)$ ، ومعلمات المتغير  $Y_t$  المبطأ في المعادلة 2 لا تختلف إحصائياً عن 0 أي  $\left( \sum_{j=1}^q \delta_j = 0 \right)$ .

2) سببية أحادية الاتجاه من  $Y_t$  نحو  $X_t$  : وهذا يعني أن معاملات المتغير  $X_t$  المبطأ في المعادلة 1، لا تختلف إحصائياً عن 0 أي  $\left( \sum_{j=1}^m \beta_j = 0 \right)$ ، ومعلمات المتغير  $Y_t$  المبطأ في المعادلة 2، تختلف إحصائياً عن 0 أي  $\left( \sum_{j=1}^q \delta_j \neq 0 \right)$ .

3) سببية ثنائية الاتجاه أي  $X_t$  يسبب  $Y_t$ ، و  $Y_t$  يسبب  $X_t$  : ويعني هذا أن جميع المعلمات للمتغيرين المبطين في المعادلتين 1 و 2 تختلف إحصائياً عن 0.

4) لا توجد سببية بين المتغيرين  $X_t$  و  $Y_t$  : ويعني هذا أن جميع المعلمات للمتغيرين المبطين في المعادلتين 1 و 2 لا تختلف إحصائياً عن 0.

أما بالنسبة للخطوات المتبعة في اختبار السببية ل Granger فيمكن توضيحها فيما يلي :

✓ تقدير صيغة انحدار المتغير  $Y_t$  على مبطأته  $Y_{t-1}$  ومتغيرات أخرى إن كان يعتقد أن لها تأثير على  $Y_t$  فقط، واستبعاد مبطآت المتغير  $X_t$  و تسمى بالصيغة المقيدة، وانطلاقاً من هذه الصيغة يمكن الحصول على مجموع مربعات البواقي المقيدة  $RSS_R$ .

✓ تقدير صيغة انحدار  $Y_t$  على مبطأته  $Y_{t-1}$  ومتغيرات أخرى، إن كان يعتقد أن لها تأثير على  $Y_t$  بالإضافة إلى مبطآت المتغير  $X_t$ ، و تسمى هذه الصيغة بالصيغة غير المقيدة، وانطلاقاً منها يمكن الحصول على مجموع مربعات البواقي غير المقيدة  $RSS_{UR}$ .

✓ اختبار فرض العدم والذي ينص على عدم وجود علاقة سببية، تتجه من المتغير  $X_t$  نحو المتغير  $Y_t$  أي:  

$$H_0 : \sum \beta_j = 0$$

✓ يمكننا إعادة نفس الخطوات السابقة على النموذج 2، وذلك قصد معرفة ما إذا كان المتغير  $Y_t$  يسبب المتغير  $X_t$ .

كما يمكن تسجيل بعض الملاحظات المهمة، والتي يجب أخذها بعين الاعتبار أثناء إجراء هذا الاختبار وهي:

- يجب أن تكون السلاسل الزمنية قيد الدراسة مستقرة .
- كيفية تحديد عدد الفجوات الزمنية المختارة في اختبار السببية ؟، ومن أجل تحديدها يمكن استخدام أحد المعايير الأكثر استعمالاً وهي: Akaike أو Schwarz.
- يجب أن يكون حدا الخطأ في النموذجين  $\mu_{1t}$  و  $\mu_{2t}$  غير مرتبطين.

#### 4-11-6 السببية طويلة و قصيرة الأجل في إطار نموذج VECM

تعد نتائج اختبارات السببية تعبيراً عن علاقات إحصائية وليس عن علاقات اقتصادية، فالنموذج المقدر VECM يبرز من خلال مختلف استخداماته، العلاقات الاقتصادية الديناميكية فيما بين المتغيرات، ومن بين استخداماته نجد اختبارات السببية، سواء كان ذلك في الأجل الطويل أو القصير

4-11-6-1 اختبار السببية في الأجل الطويل: بالرجوع إلى نتائج الجدول (4-18)، نلاحظ أن مقدر معامل تصحيح الخطأ سالب (-0.7477) ومعنوي وذلك حسب المعنوية (t-Statistic) عند مستوى دلالة 5%، حيث بلغت إحصائية t المحسوبة بالقيمة المطلقة 4.045 في حين بلغت قيمة t الجدولية المستخرجة من جدول توزيع Student (2.0262)، وهذا يدل على وجود علاقة سببية في المدى الطويل تتجه من سوق الأوراق المالية وبالتحديد من البورصة إلى النمو الاقتصادي وبالتالي تحقق فرضية العرض القائد في المدى البعيد؛

وقد جاءت دراستنا مطابقة لدراسة (2005) Caporal, Howells & Soliman.

4-11-6-2 اختبار السببية قصيرة الأجل: يتم من خلالها تتبع العلاقة بين مختلف المتغيرات الاقتصادية المكونة لنموذج VECM في المدى القصير، وذلك من خلال تحديد علاقة الأسبقية بين هذه المتغيرات استناداً إلى معيار القدرة التنبؤية، حيث يمكن أن يتم الاختبار بالاعتماد على إحصائية F ل Fisher. أو باستخدام إحصائية Wald، إلا أنه يفضل الاعتماد على إحصائية (Khideux - Wald)<sup>1</sup>.

ولاختبار السببية قصيرة الأجل لنموذج النمو الاقتصادي في إطار نموذج VECM، نستخدم اختبار (Wald Tests) وذلك بناء على الفرضيتين التاليتين:

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{الاحتمالية (Prob)} < 5\% \Rightarrow \text{عدم وجود علاقة سببية بين المتغيرين: } H_0 \\ \text{الاحتمالية (Prob)} > 5\% \Rightarrow \text{وجود علاقة سببية بين المتغيرين: } H_1 \end{array} \right.$$

وبالتطبيق على نموذج دراستنا كانت النتائج كما يلي:

جدول (4-26): نتائج اختبار السببية قصيرة الأجل (Wald Tests) في إطار نموذج VECM

الفرضيات الصفرية المختبرة	إحصائية Chi-sq	حجم العينة	الاحتمال Prob	نتيجة الاختبار
D(LOG(MC)) does not Granger Cause D((GR))	0.6621	35	0.4158	لا توجد علاقة سببية Do not reject H <sub>0</sub>
D (GR) does not Granger Cause D(LOG(MC))	8.474104	35	0.0036	توجد علاقة سببية Reject H <sub>0</sub>
D(LOG(ISH)) does not Granger Cause D((GR))	6.946905	35	0.0084	توجد علاقة سببية Reject H <sub>0</sub>
D(GR) does not Granger Cause D(LOG(ISH))	3.677137	35	0.0552	توجد علاقة سببية Reject H <sub>0</sub>
D(TUR) does not Granger Cause D(GR)	1.212132	35	0.2709	لا توجد علاقة سببية Do not reject H <sub>0</sub>
D(GR) does not Granger Cause D(TUR)	13.23515	35	0.0003	توجد علاقة سببية Reject H <sub>0</sub>
D(TRA) does not Granger Cause D(GR)	2.635652	35	0.1045	لا توجد علاقة سببية Do not reject H <sub>0</sub>
D(GR) does not Granger Cause D(TRA)	8.464143	35	0.0036	توجد علاقة سببية Reject H <sub>0</sub>

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews 9، ملخص الملحق (26).

<sup>1</sup>Hamilton James D, Time Series Analysis, Princeton University Press, New Jersey, 1994, p: 305.

من خلال نتائج الجدول أعلاه فإن الاختبار الإحصائي لعلاقة السببية قصيرة الأجل، يظهر وجود سببية تنجحه من النمو الاقتصادي إلى سوق الأوراق المالية، ومن سوق الأوراق المالية إلى النمو الاقتصادي عند مستوى معنوية 5% نلخصها على النحو التالي:

❖ **علاقة السببية بين الرسملة البورصية والنمو الاقتصادي:** بما أن  $(0.05 < \text{Prob})$  فإنه يتم قبول فرض العدم

الذي ينص على عدم وجود علاقة سببية من الرسملة البورصية نحو النمو الاقتصادي، كما يتم قبول

الفرض البديل في الحالة الثانية  $(0.05 > \text{Prob})$ ، ونقول أنه توجد علاقة سببية تنجحه من النمو الاقتصادي نحو

الرسملة البورصية، وعليه فإن تطور سوق الأوراق المالية (السوق الثانوية) متغيرا تابعا للنمو الاقتصادي، وبالتالي تحقق فرضية الطلب التابع ونكتب:

$$D(GR) \rightarrow D(LOG(MC))$$

❖ **علاقة السببية بين معدل الدوران والنمو الاقتصادي:** بما أن  $(0.05 < \text{Prob})$ ، وبالتالي فإنه يتم قبول فرض

العدم، أي أنه لا توجد علاقة سببية من معدل الدوران الذي يمثل سيولة السوق نحو النمو الاقتصادي، كما يتم

قبول الفرض البديل في الحالة الثانية  $(0.05 > \text{Prob})$  ونقول أنه توجد علاقة سببية تنجحه من النمو الاقتصادي

نحو معدل الدوران، بمعنى أن النمو الاقتصادي سببا في سيولة سوق الأوراق المالية، وعليه تحقق فرضية الطلب التابع ونكتب:

$$D(GR) \rightarrow D(TUR)$$

❖ **علاقة السببية بين معدل التداول والنمو الاقتصادي:** بما أن  $(0.05 < \text{Prob})$  فإنه يتم قبول فرض العدم، أي

أنه لا توجد علاقة سببية من معدل التداول الذي يمثل دور البورصة في توفير السيولة للاستثمارات نحو النمو

الاقتصادي، كما يتم قبول الفرض البديل في الحالة الثانية  $(0.05 > \text{Prob})$  ونقول أنه توجد علاقة سببية تنجحه من

النمو الاقتصادي نحو معدل التداول، بمعنى أن النمو الاقتصادي سببا في سيولة سوق الأوراق المالية ممثلة بمعدل التداول، وبالتالي تحقق فرضية الطلب التابع ونكتب:

$$D(GR) \rightarrow D(TRA)$$

إذن ومما سبق نستنتج أن هناك علاقة أحادية سببية بين السوق الثانوية (البورصة) والنمو الاقتصادي تتجه من النمو الاقتصادي إلى البورصة وبالتالي تحقق فرضية الطلب التابع، بمعنى أن تطور البورصة هو نتاج للتطورات التي تحدث في القطاع الحقيقي، فالتنمية حسب (Robinson 1952) تخلق ترتيبات تمويل تناسبها والبورصة تستجيب تلقائياً لذلك الطلب.

❖ **علاقة السببية بين إصدار الأسهم والنمو الاقتصادي:** بما أن  $(0.05 > \text{Prob})$  فإنه يتم رفض فرض العدم

الذي يقر بعدم وجود علاقة سببية من إجمالي الإصدار نحو النمو الاقتصادي، وقبول الفرض البديل الذي يقر

بوجود علاقة سببية تتجه من إصدار الأسهم (السوق الأولية) نحو النمو الاقتصادي ونكتب:

$$D(\text{LOG}(\text{ISH})) \rightarrow D(\text{GR})$$

كما يتم قبول الفرض البديل في الحالة الثانية ( $\text{Prob} = 0.05$ ) ونقول أن النمو الاقتصادي سببا في إصدار الأسهم، فزيادة النشاط الاقتصادي يعتبر عاملا مهم لزيادة الإصدار في سوق الأوراق المالية، ذلك أن زيادة النمو الاقتصادي يؤدي إلى زيادة نصيب الفرد من الناتج، خاصة إذا تجاوز معدل النمو الاقتصادي معدل النمو السكاني، مما يتيح الفرصة لزيادة مدخرات الأفراد والمؤسسات الاقتصادية في سوق الأوراق المالية (السوق الأولية)، مقابل زيادة استثمارات أطراف أخرى من مؤسسات عمومية وخاصة، والتي يتطلب تمويلها طرح أوراق مالية في شكل أدوات مالية (أسهم) في سوق الإصدارات بما يضمن تلبية احتياجاتها التمويلية، ونكتب:

$$D(\text{GR}) \rightarrow D(\text{LOG}(\text{ISH}))$$

بمعنى توجد علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين النمو الاقتصادي وإصدار الأسهم، أولها يتعلق بفرضية الطلب التابع، أي أن تطور سوق الأوراق المالية (سوق الإصدار) يتبع النمو الاقتصادي، والثاني فرضية العرض القائد بمعنى أن تطور سوق الأوراق المالية (سوق الإصدار) يقود النمو الاقتصادي، وفي ظل التفاعل المستمر بين العرض القائد والطلب التابع والنمو الاقتصادي تتحدد العلاقة الثنائية كما يلي:

$$D(\text{LOG}(\text{ISH})) \Leftrightarrow D(\text{GR})$$

وهو ما أشارت إليه دراسة (Liang & Reichert 2007) التي تؤكد وجود علاقة سببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي تختلف وفقا لمراحل التنمية التي يمر بها البلد، حيث أن النمو الاقتصادي يحث على التوسع في النظام المالي

وهذا ما ينعكس إيجاباً على كفاءة تخصيص رأس المال ويزيد من الطاقة الإنتاجية للقطاع الحقيقي، وبالتالي النمو الاقتصادي يحفز التطور المالي، وبالنتيجة فإن توسع النظام المالي يحفز الطلب على الخدمات المالية، بمعنى أنه في المراحل اللاحقة من التطور الاقتصادي فإن النظام المالي هو الذي يحفز النمو الاقتصادي وذلك عندما تكون الخدمات المالية متوفرة بشكل واسع في الاقتصاد.

فزيادة النمو الاقتصادي لبلد ما، نتيجة لزيادة إيرادات القطاعات المكونة له، يساهم في نمو وتطور الدول، مما يجعلها تخصص مبالغ ضخمة لزيادة استثماراتها، حتى تضمن الاستمرار في ذلك النمو، وهذا ما يدفع الدول إلى تحسين تنظيم أسواقها المالية، وتوسيع فروعها، وزيادة حجمها، وتنويع منتجاتها، وبالتالي زيادة دورها في تفعيل الاقتصاد، مع ما يتمشى مع تطورات الاقتصاد، كما تؤثر حالة الرواج والانكماش للاقتصاد في نشاط سوق الأوراق المالية، حيث تتجه أسواق الأوراق المالية نحو الصعود في فترات الازدهار الاقتصادي، والهبوط في فترات الركود والانكماش الاقتصادي، فنتائج التحليل الاقتصادي، تساعد المستثمرين على اختيار الوقت المناسب، للدخول لسوق الأسهم أو الخروج منها حسب الحالة الاقتصادية للبلد، كما قد تساهم إحدى القطاعات الاقتصادية، دون غيرها في زيادة معدل النمو الاقتصادي، مما يؤدي إلى زيادة التعامل في الشركات التابعة لها.

وقد جاءت دراساتنا مطابقة للدراسات التي تقرر بالسببية الثنائية منها دراسة مفيد ذنون ومنى عبد الرزاق (2008)،(Liang & Reichert 2007)، ومطابقة للدراسات التي تقرر بالسببية الأحادية بين السوق الثانوية (البورصة) والنمو الاقتصادي مع تحقق اتجاه السببية من النمو الاقتصادي نحو السوق الثانوية (البورصة)، ومنها دراسات (1988) Mayer و(1994) Devereux & Smith و(1952) Robinson، ومعاكسة لدراسة أحمد محمد مشعل وزكية أحمد مشعل(2012) و(2010)A.Antonios.

#### 4-11-7 تحليل الصدمات ودوال الاستجابة (Impulse Response)

وقد جاء اختبار دالة الاستجابة لردة الفعل كما يبينه الجدول أدناه:

جدول (4-27): تحليل الصدمات ودوال الاستجابة لردة الفعل

Response of GR:					
Period	GR	LOG(MC)	LOG(ISH)	TUR	TRA
1	0.037973	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.013641	0.011789	0.019200	-0.014988	0.004559
3	0.013503	0.006766	0.005675	-0.009019	0.011907
4	0.008326	0.005949	0.009276	-0.013956	0.010915
5	0.009092	0.001768	0.005585	-0.010004	0.012759
6	0.008945	0.002248	0.006336	-0.011382	0.012794
7	0.009836	0.001138	0.006065	-0.010223	0.012035
8	0.009957	0.001813	0.006276	-0.010540	0.012374
9	0.010198	0.001757	0.006409	-0.010460	0.011891
10	0.010143	0.001966	0.006438	-0.010500	0.012074

Response of LOG(MC):					
Period	GR	LOG(MC)	LOG(ISH)	TUR	TRA
1	0.003494	0.171617	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.073774	0.217609	0.028823	-0.012949	-0.098026
3	0.052430	0.262037	0.054912	-0.025893	-0.083530
4	0.043031	0.276476	0.049037	-0.036914	-0.079355
5	0.029473	0.272863	0.050223	-0.040677	-0.077460
6	0.024521	0.268389	0.043573	-0.039265	-0.069671
7	0.023081	0.264366	0.042987	-0.039672	-0.070322
8	0.023780	0.261880	0.041577	-0.037713	-0.069371
9	0.024620	0.261836	0.041837	-0.037848	-0.069807
10	0.025322	0.261704	0.042042	-0.037410	-0.070356

Response of LOG(ISH):					
Period	GR	LOG(MC)	LOG(ISH)	TUR	TRA
1	0.045728	0.281245	0.816863	0.000000	0.000000
2	0.278396	0.623483	0.668833	-0.007894	0.080362
3	0.207837	0.734168	0.889808	-0.151507	-0.127238
4	0.166752	0.762150	0.804866	-0.102935	0.003046
5	0.117978	0.780915	0.829984	-0.171906	-0.016087
6	0.104788	0.736190	0.802691	-0.137365	0.001165
7	0.096624	0.739036	0.798118	-0.149807	0.016640
8	0.102157	0.722311	0.796685	-0.140591	0.005324
9	0.103647	0.725176	0.795444	-0.140015	0.012132
10	0.106859	0.724573	0.797339	-0.140184	0.006402

Response of TUR:					
Period	GR	LOG(MC)	LOG(ISH)	TUR	TRA
1	-0.022049	0.031942	-0.007707	0.082169	0.000000
2	-0.015972	0.113285	-0.007751	0.026140	0.011884
3	-0.030742	0.098071	0.011386	0.028882	-0.020574
4	-0.043810	0.108743	-0.004741	0.027575	0.014933
5	-0.047622	0.100988	-0.001111	0.021730	0.002059
6	-0.049501	0.095818	-0.006400	0.027892	0.010284
7	-0.048884	0.095967	-0.006066	0.025461	0.009085
8	-0.047826	0.093791	-0.006107	0.027557	0.007955
9	-0.047432	0.094965	-0.006112	0.027110	0.008792
10	-0.047019	0.094813	-0.005678	0.027168	0.007702

Response of TRA:					
Period	GR	LOG(MC)	LOG(ISH)	TUR	TRA
1	-0.037184	0.156310	-0.003115	0.116072	0.163601
2	-0.001935	0.287098	0.026045	0.003548	0.090852
3	-0.036338	0.271240	0.053062	0.021918	0.069219
4	-0.059573	0.298826	0.028232	0.005398	0.122512
5	-0.069076	0.279058	0.034328	0.000757	0.099686
6	-0.073996	0.272866	0.022929	0.009167	0.119281
7	-0.072785	0.270384	0.024248	0.005389	0.113895
8	-0.071130	0.266709	0.023259	0.009700	0.114110
9	-0.070112	0.268648	0.023603	0.008505	0.114561
10	-0.069295	0.268225	0.024290	0.009003	0.112833

Cholesky Ordering:  
 GR  
 LOG(CM)  
 LOG(ISH)  
 TUR  
 TRA

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.

فحسب تقديرات دوال الاستجابة الممتدة خلال 10 سنوات التي يوضحها الجدول أعلاه نلاحظ أن:

- ✓ النمو الاقتصادي (GR) يتأثر بالصدمات الناتجة عن الرسملة البورصية (MC)، إصدار الأسهم (ISH)، معدل الدوران (TUR)، معدل التداول (TRA) بقيمة انحراف معياري واحد، حيث كانت الاستجابة خلال السنة الأولى مقتصرة فقط على الصدمة في المتغير نفسه بمقدار 0.0379، ولم تصدر أي استجابة فورية لباقي المتغيرات

إلا ابتداء من الفترة الثانية، أين تولد أثر إيجابي ضعيف ومتناقص في الرسملة البورصية (MC) و في إصدار الأسهم (ISH) ب 0.0117 و 0.0192 على الترتيب، ليصبح أثر المتغيرين شبه معدوم في الفترة العاشرة، في حين كان الأثر ضعيفا ومتزايدا في معدل التداول (TRA) قدر ب 0.0045 في الفترة الثانية ثم تزايد ليصل إلى 0.012 في الفترة العاشرة، أما بالنسبة لمعدل دوران السهم (TUR) فقد كان الأثر أيضا ضعيفا وسلبيا قدر ب - 0.0149 في الفترة الثانية و -0.009 في الفترة الثالثة ليصل إلى -0.01 في الفترة العاشرة.

كما يتضح من خلال تقديرات دوال الاستجابة الممتدة خلال 10 سنوات ما يلي:

✓ حدوث صدمة عشوائية في الرسملة البورصية (MC) في الفترة الأولى ب 0.1716، يكون لها أثر شبه معدوم في النمو الاقتصادي (GR) خلال نفس الفترة ب 0.0034 ثم يتزايد فيما بعد، لكنه يبقى ضعيفا ب 0.0737 في الفترة الثانية و 0.0524 في الفترة الثالثة، حيث يستمر التأثير الإيجابي الضعيف بين ارتفاع وانخفاض ليصل إلى 0.025 في الفترة العاشرة؛

✓ أما حدوث صدمة عشوائية في إصدار الأسهم (ISH) في الفترة الأولى بمقدار 0.8168 يؤدي إلى تأثير إيجابي على النمو الاقتصادي (GR) بمقدار 0.0457 خلال نفس الفترة، و ب 0.2783 في الفترة الثانية و ب 0.2078 في الفترة الثالثة و يستمر الأثر الإيجابي بين ارتفاع وانخفاض ليصل إلى 0.1068 في الفترة العاشرة وهي نسب متوسطة؛

✓ كما نلاحظ أن حدوث صدمة عشوائية في معدل الدوران في الفترة الأولى ب 0.0821 يؤدي إلى تأثير سلبي ضعيف في النمو الاقتصادي خلال نفس الفترة ب - 0.0220، ويبقى التأثير السلبي الضعيف في حالة تزايد ليصل إلى - 0.0495 في الفترة السادسة، ثم يثبت عند - 0.047 ابتداء من الفترة الثامنة.

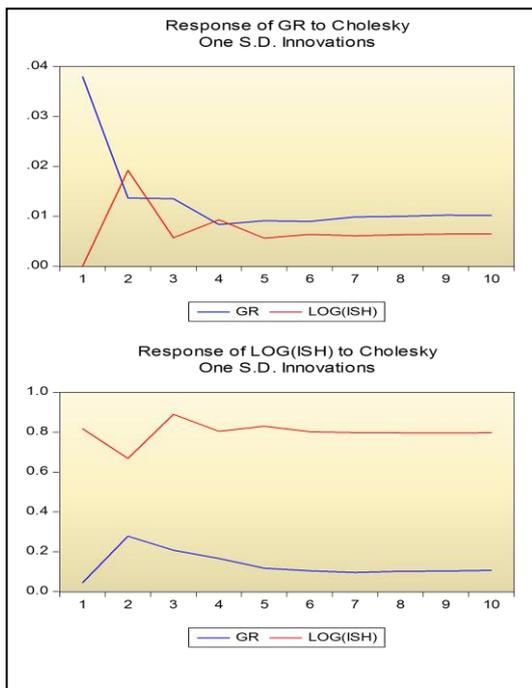
✓ في حين نجد أن حدوث صدمة عشوائية في معدل التداول (TRA) ب 0.1636 في الفترة الأولى، تؤدي إلى حدوث أثر سلبي ضعيف في النمو الاقتصادي (GR) ب - 0.0371 خلال نفس الفترة، و ب - 0.001 في الفترة الثانية و ب - 0.036 في الفترة الثالثة ويستمر التأثير السلبي الضعيف بين ارتفاع وانخفاض ليصل إلى - 0.0692 في الفترة العاشرة.

وما يمكن استنتاجه وجود استجابة ضعيفة جدا لمعدل النمو الاقتصادي، للصدمة العشوائية التي يتعرض لها، أو تتعرض لها الرسملة البورصية، معدل دوران الأسهم ومعدل التداول، في حين كانت الاستجابة فورية وملموسة في حال الصدمات التي يتعرض لها إصدار الأسهم.

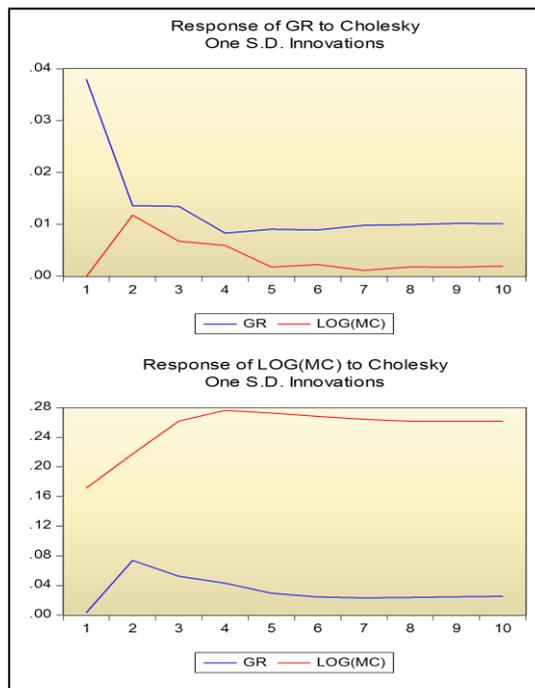
وهو ما يمكن توضيحه من خلال المنحنيات التالية:

شكل (4-24): تحليل الصدمات و دوال الاستجابة لرد الفعل بيانيا

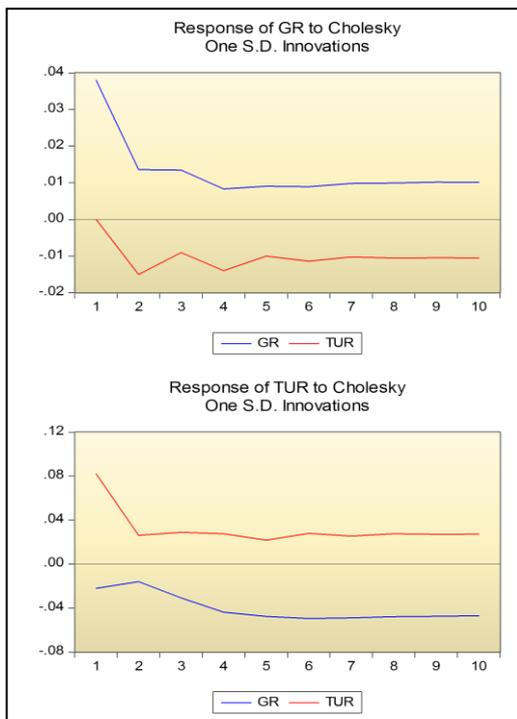
(ب)



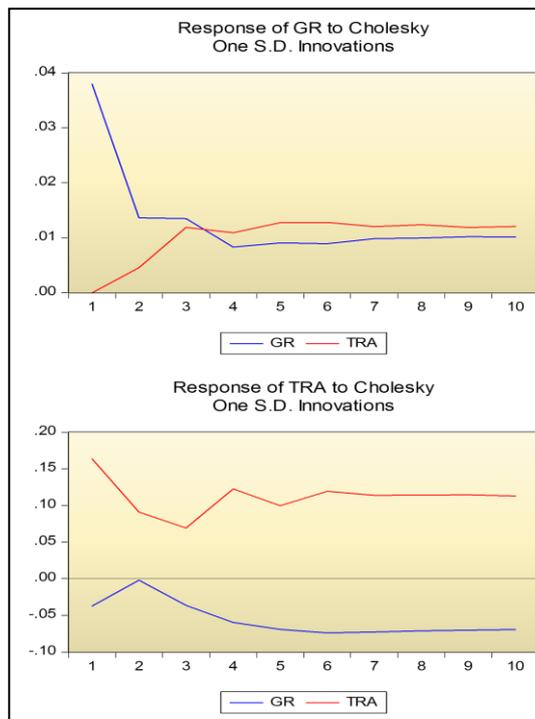
(أ)



(ج)



(د)



المصدر: مخرجات برنامج Eviews9.

يلاحظ من خلال نتائج دالة الاستجابة الفورية بيانياً:

- أن حدوث أية صدمة عشوائية موجبة في الرسملة البورصية تحدث أثراً موجباً وضعيفاً في معدل النمو الاقتصادي، يستمر في الانخفاض حتى الفترة الرابعة ليصبح التأثير ثابتاً يكاد ينعدم، وهو ما يتفق مع العلاقة طويلة الأجل (انعدام الأثر في الأجل الطويل)؛
- كما يتبين أن أي صدمة عشوائية موجبة لمتغير إصدار الأسهم، يحدث أثراً موجباً في معدل النمو الاقتصادي، ثم يبدأ في التذبذب بين ارتفاع وانخفاض إلى غاية ثبوته عند مستوى ضعيف في الفترة الثامنة، وهو ما يتفق مع العلاقة طويلة الأجل (انعدام الأثر في الأجل الطويل)،
- أما بالنسبة لمعدل الدوران، فإن حدوث صدمة عشوائية موجبة فيه تحدث أثراً سلبياً في معدل النمو الاقتصادي تستمر في الارتفاع إلى غاية الفترة الرابعة ثم تثبت، وهذه العلاقة العكسية تتفق ما مع أظهرته نتائج العلاقة السلبية في المدى الطويل، فزيادة السيولة في السوق الثانوية (البورصة)، يجب أن يؤخذ بحذر لأنه قد يدل على انخفاض تكاليف المعاملات مما يعكس كفاءة السوق، كما قد يدل على انخفاض أسعار الأسهم ، أو زيادة نشاط المضاربة في السوق، وهو ما يتفق مع العلاقة السلبية طويلة الأجل .
- كما أن حدوث أي صدمة عشوائية موجبة في معدل التداول تحدث أثراً سلبياً ضعيفاً في معدل النمو الاقتصادي، يستمر في الارتفاع مع بقاءه ضعيفاً إلى أن يثبت في الفترة السادسة، وهو ما لا يتفق مع العلاقة الإيجابية طويلة الأجل.

8-11-4 تجزئة (تفكيك) التباين (Variance Decomposition): عند تطبيق الاختبار على معادلة النمو

الاقتصادي، كانت النتائج كما يوضحها الجدول أدناه:

جدول (4-28): نتائج تجزئة (تفكيك) التباين

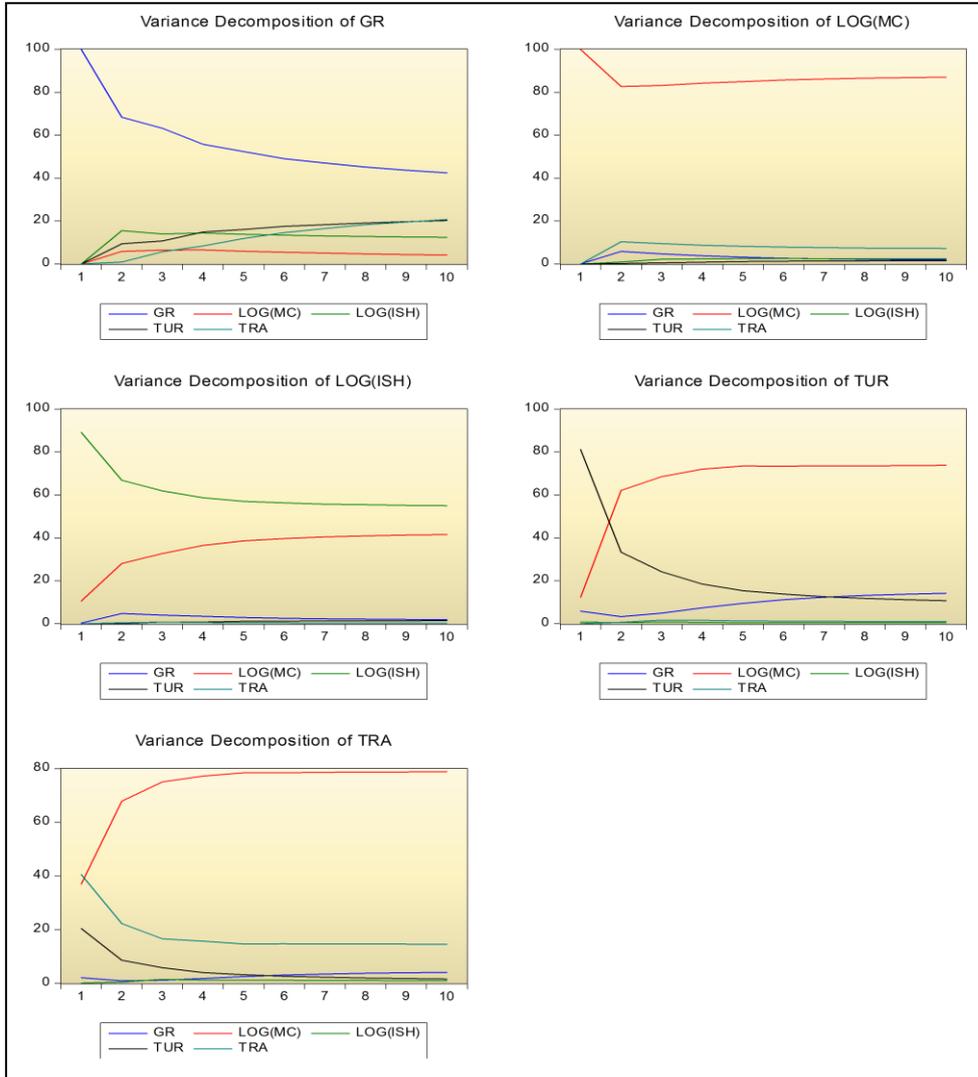
Period	S.E.	GR	LOG(MC)	LOG(ISH)	TUR	TRA
1	0.037973	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.048796	68.37218	5.837234	15.48277	9.434768	0.873049
3	0.053521	63.19803	6.450349	13.99416	10.68228	5.675176
4	0.058045	55.78940	6.534567	14.45167	14.86322	8.361147
5	0.061229	52.34195	5.955842	13.81954	16.02676	11.85591
6	0.064556	49.00644	5.479126	13.39528	17.52591	14.59325
7	0.067466	46.99566	5.045129	13.07267	18.34294	16.54360
8	0.070411	45.14647	4.698265	12.79661	19.08138	18.27728
9	0.073189	43.72539	4.406005	12.61042	19.70259	19.55560
10	0.075900	42.44321	4.163908	12.44504	20.23370	20.71414

المصدر : مخرجات برنامج 9 Eviews، ملخص الملحق(27)

نسعى من خلال تفكيك التباين إلى الوقوف على مدى مساهمة كل متغير من المتغيرات الموجودة في النموذج في خطأ التنبؤ الخاص بالمتغير التابع، فمن خلال الجدول نلاحظ أنه في السنة الأولى فإن تباين خطأ التنبؤ يتسبب فيه بنسبة 100% متغير النمو الاقتصادي نفسه ، وابتداء من الفترة الثانية فإن تباين خطأ التنبؤ يتسبب فيه بنسبة 68.37% متغير النمو نفسه، بينما 31.63% المتبقية من تباين خطأ التنبؤ يمكن ارجاعها إلى المتغيرات المتبقية أي :

LOG (MC) بنسبة 5.83% ، LOG (ISH) بنسبة 15.48% ، TUR بنسبة 9.43% و TRA بنسبة 0.87% ، والشكل التالي يبين منحنيات تفكيك التباين.

شكل (4-25): منحنيات تفكيك التباين



المصدر : مخرجات برنامج 9 Eviews.

## خلاصة الفصل الرابع

من خلال هذا الفصل الذي خصصناه للدراسة التطبيقية، قمنا بمحاولة بناء نموذج قياسي لأثر سوق عمان للأوراق المالية في النمو الاقتصادي خلال الفترة (1980-2016) باستخدام نموذج ديناميكي لدراسة الظاهرة وتحليلها، وذلك باستخدام التكامل المشترك لـ Johansen الذي بين وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين مؤشرات تطور سوق عمان للأوراق المالية والنمو الاقتصادي، مما سمح لنا بمواصلة التحليل وذلك باستخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ VECM وقد جاءت نتائج الاختبارات مقبولة من الناحية الإحصائية، كما تم إثبات وجود أثر لسوق عمان للأوراق المالية في النمو الاقتصادي وذلك في المدينين القريب والبعيد.

كما سمحت أدوات تحليل نموذج VECM ( السببية وتحليل الصدمات ودوال الاستجابة الفورية ) بتوضيح أثر مؤشرات تطور سوق عمان للأوراق المالية في النمو الاقتصادي في المدى القريب الممتد إلى عشرة سنوات. وقد بينت نتائج اختبارات السببية طويلة الأجل بناء على نموذج VECM وجود علاقة سببية في الأجل الطويل تتجه من متغيرات السوق الثانوية(البورصة) ممثلة في معدل الدوران ومعدل التداول نحو النمو الاقتصادي ؛ كما بينت اختبارات السببية قصيرة الأجل باستخدام اختبار Wald وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه في الأجل القصير تتجه من النمو الاقتصادي نحو السوق الثانوية (البورصة)، وعلاقة سببية ثنائية الاتجاه بين السوق الأولية (سوق الإصدار) والنمو الاقتصادي .

الخاتمة

## خاتمة

تعتبر سوق الأوراق المالية إحدى أهم آليات تجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، وهي بذلك تلعب دوراً أساسياً في تطوير أساليب التمويل وتوفيره بالأحجام المناسبة، وذلك بتجميع المدخرات الوطنية وتحريك رؤوس الأموال من القطاعات ذات الفائض المالي إلى القطاعات ذات العجز المالي، بهدف خلق قيمة مضافة في الاقتصاد القومي؛

ونظراً لأهميتها في حشد الموارد المالية بدأت الأردن في فترة التسعينات بتطوير سوق الأوراق المالية وتحريرها، بهدف إيجاد آليات اقتصادية لتشغيل الموارد المالية المتاحة، إضافة لأهمية تلك الأسواق في التحول إلى اقتصاديات السوق الحر، من خلال برامج التصحيح؛

وقد خطى الأردن خطوات مهمة في مجال الإصلاح والانفتاح على الأسواق الخارجية، بهدف إعادة تأهيل الاقتصاد الأردني وتحسين قدرته التنافسية، في اقتصاد عالمي مفتوح أمام تدفقات رؤوس الأموال، وكان ضمن سياسات الاستثمار الممنوحة للأجانب الاستثمار في أسهم الشركات الأردنية وغير الأردنية في بورصة عمان للأوراق المالية و توفير المناخ الاستثماري المناسب للأجانب، ونتيجة لذلك أصبح إسهام الاستثمار الأجنبي في القيمة السوقية للشركات داخل بورصة عمان، يعادل نسبة إسهام الاستثمار المحلي.

وبناء على ذلك سعت الدراسة إلى بناء واستغلال نتائج نموذج قياسي، لقياس واختبار أثر مؤشرات تطور سوق عمان للأوراق المالية في النمو الاقتصادي، استناداً للبيانات التي تقدمها التقارير السنوية لسوق عمان للأوراق المالية وبنك الأردن المركزي خلال الفترة (1980-2016)، وعلى إثرها فقد تم التوصل إلى جملة من النتائج، يمكن ذكرها

كما يلي:

## 1- النتائج النظرية

✓ تعتبر سوق الأوراق المالية أحد آليات التعامل بالأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل، كالأسهم والسندات، يصنفها البعض على أساس الإصدار والتداول إلى سوق أولية وسوق ثانوية، فيما يصنفها آخرون على أساس الورقة المالية محل التعامل، وبذلك نجد سوق الأسهم وسوق السندات، أما تقسيمها على المستوى الدولي، فنجد الأسواق المتقدمة، الناشئة وشبه الناشئة.

- ✓ تساهم سوق الأوراق المالية في تفعيل النمو الاقتصادي، من خلاله ما توفره من رؤوس أموال للقطاعات الإنتاجية، وما تقدمه من أرباح وفوائد لمقدمي تلك الأموال، مما يسمح بتعزيز وتقوية الثروة المالية والحقيقية؛
- ✓ تحقق سوق الأوراق المالية للمشروع استمرارية الإمداد بالأموال، كما تحقق للمدخر حرية توظيفها، من خلال الإصدار الجديد عند إنشاء المشروع لأول مرة، أو عند زيادة رأس المال، أو من خلال السوق الثانوية .
- ✓ هناك علاقة تكاملية بين السوق الأولية والثانوية، فسوق التداول في خدمة سوق الإصدار وليس بديلاً لها، فما يتحقق في السوق الثانوية من مستويات نشاط مرتفعة، يظهر أثره الإيجابي في عمليات السوق الأولية، كما أن نجاح عمليات السوق الأولية في تغطية إصداراتها، وزيادة حجم مشاركة الأفراد في عملياتها، ينعكس إيجاباً على نشاط السوق الثانوية، في شكل زيادة أحجام التداول، فنجاح إحدى السوق مرتبط بنجاح السوق الأخرى؛
- ✓ تتميز السوق الثانوية عن السوق الأولية، أنها متاحة لعدد أكبر من المدخرين مقارنة بالسوق الأولية، لأن عملية إعادة البيع تسمح لمدخرين آخرين باستثمار أموالهم في أي وقت، بينما إصدارات السوق الأولية تحدث في فترات قليلة ومختلفة على مدار العام؛
- ✓ تعطي عمليات سوق الأوراق المالية مؤشراً لاتجاهات الأسعار والادخار والاستثمار، وهي مؤشرات تساهم في الدراسات الخاصة بالاقتصاد القومي، فيما يتعلق بمعرفة أهم القطاعات الاقتصادية. فأسعار الأسهم في البورصة تعكس نجاح أو فشل المشروعات الإنتاجية، وهي بذلك توفر رقابة على الأداء الاقتصادي للمشروعات الخاصة؛
- ✓ تساهم أسواق الأوراق المالية التي تتمتع بقدر كافي من السيولة، في تحسين عملية تخصيص الأموال وتعزيز آفاق النمو، حيث تقلل تلك الأسواق من مخاطر حيازة الأوراق المالية، وذلك بالسماح للمدخرين بالشراء والبيع بسرعة وبتكلفة منخفضة، كما توفر للشركات إمكانية الحصول على رؤوس الأموال، من خلال إصدار الأوراق المالية مما يشجع على الادخار والاستثمار؛
- ✓ يساهم تحرير أسواق الأوراق المالية في جعلها أكثر فعالية وأكثر قدرة على المنافسة، في مجال توفير فرص الاستثمار ومصادر التمويل بتعبئة المدخرات المحلية والأجنبية، وبالتالي زيادة معدلات الاستثمار ومصادر تمويل الاقتصاد، غير أن التحرير غير الوقائي يجعلها أكثر عرضة للازمات المالية، وبصفة خاصة عندما تكون مؤشرات الاقتصاد ضعيفة؛
- ✓ يؤدي الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى تحقيق الانضباط والخبرة في أسواق الأوراق المالية المحلية، إذ أنه و في سوق أعمق وأوسع، فإن المستثمرين لديهم حوافز أكبر لتخصيص وإنفاق الموارد المالية، في البحث عن فرص الاستثمار

الجديدة ، كما أن دخول المستثمر الأجنبي في السوق الأولية أو سوق الإصدار، يؤدي إلى الاستفادة من تجربة استخدام معايير الشفافية في الأسواق العالمية؛

✓ ترتبط سوق الأوراق المالية بالنظرية الكلاسيكية، حيث يعتبر الكلاسيك أن نظام المنافسة الكاملة، هو النظام القادر على إقامة التوازن الاقتصادي، وتحقيق المصالح الخاصة، وعلى هذا الأساس تعتبر سوق الأوراق المالية، أقرب الأسواق إلى المنافسة الكاملة، كما تحقق قانون العرض والطلب في ظل توفر مجموعة من الشروط:

- اتصال البائعين بالمشتريين مباشرة أو بواسطة الوسطاء الماليين؛
- حرية المساومة في تحديد السعر؛
- توافر العلانية الكاملة؛
- التعامل في وحدات متجانسة.

✓ ترتبط سوق الأوراق المالية بالنظرية الكنزية من خلال الأسعار و الاستثمار(أسعار الأوراق المالية ودافع الاستثمار)، حيث أعطى J. Keynes أهمية كبيرة لمستوى الأسعار في سوق الأوراق المالية، كمحدد لمستوى الاستثمار، لأنها تعطي حكماً وتقديراً قائماً على أساس الظروف، حول العوائد المتوقعة على الأصول التي تملكها الشركات ، كما خلص Keynes إلى أن تفضيل السيولة من أجل المضاربة (أسعار الأوراق المالية ودافع المضاربة)، يرتبط أساساً بعدم التأكد، وتوقع حدوث تغيرات في أسعار الأوراق المالية وأسعار الفائدة، فعندما يسود توقع بأن أسعار الأوراق المالية سوف ترتفع، فإن الأفراد سيفضلون شراءها فوراً وبسعرها الحالي، مستخدمين في ذلك ما يجوزتهم من سيولة نقدية، وذلك حتى يمكنهم بيع هذه الأوراق مستقبلاً، بسعر مرتفع محققين بذلك أرباحاً، وهو ما يعرف بحالة المضاربة على الصعود؛ أما الحالة العكسية وعندما يسود توقع بانخفاض أسعار الأوراق المالية ، فهذا يعني تفضيل الأفراد للاحتفاظ بالسيولة وتصفية مراكزهم المالية، حيث يمكن استخدام هذه السيولة في المضاربة مستقبلاً، وهو ما يعرف بحالة المضاربة على الهبوط ؛

✓ يختلف تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية ، على أداء سوق الأوراق المالية ، فمنها ما يؤثر إيجاباً ومنها ما يؤثر سلباً، ومن بين أهم المتغيرات الاقتصادية المؤثرة في أداء سوق الأوراق المالية : الناتج المحلي الإجمالي، معدل الفائدة، معدل التضخم، سعر الصرف، عرض النقود، مؤشر الإنتاج الصناعي ، الإنفاق العام؛

✓ يعتبر النمو الاقتصادي من أهم المؤشرات الاقتصادية، التي تعكس تطور اقتصاديات الدول، باعتباره المحرك الرئيسي للتنمية الاقتصادية، حيث لا يمكن إحداث تنمية اقتصادية بدون نمو اقتصادي مقبول، و هناك اختلاف بين

الاقتصاديين في المعيار المعتمد في حساب النمو، فمنهم من يعتمد مؤشر نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، ومنهم من يعتمد مؤشر نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي؛

✓ يرتبط النمو الاقتصادي بتراكم عوامل الإنتاج ممثلة في العمل ورأس المال والتطور التكنولوجي، فمستوى الإنتاج المحقق في اقتصاد ما، ما هو إلا انعكاس لعوامل الإنتاج المستخدمة فيه؛

✓ يتأثر الناتج المحلي الإجمالي بأسعار الفائدة ارتفاعاً وانخفاضاً، حيث يؤدي انخفاض سعر الفائدة، إلى زيادة الطلب على الاستثمار، وهو ما يؤدي بدوره إلى زيادة النمو الاقتصادي، من خلال مضاعف الاستثمار، مؤدياً بذلك إلى زيادة الناتج القومي، الذي ينعكس بدوره على زيادة الطلب على الأدوات الاستثمارية ومنها الأسهم، مما يرفع أسعارها ويحسن عوائدها ويزيد من حجم تداولها.

✓ بتحليل مكونات الناتج المحلي الإجمالي للتعرف باتجاه السوق، وجد أن سوق الأوراق المالية تتجه إلى الصعود في حالة الرواج الاقتصادي والهبوط في فترات الانكماش، وبالتالي فإن تحليل مكونات الناتج المحلي الإجمالي، يساعد المستثمرين على اختيار القطاعات الاقتصادية و الأوراق المالية المناسبة؛

✓ ركز نموذج Harrod & Domar على زيادة الادخار لإحداث النمو الاقتصادي، ذلك أن زيادة الادخار ستؤدي بالتبعية إلى زيادة الاستثمار، وبالتالي زيادة النمو الاقتصادي، غير أن فرضية ثبات نسب استخدام رأس المال والعمل في النموذج غير واقعية، وذلك لإمكانية الإحلال فيما بينها، إلى جانب إهمال النموذج تأثيرات التقدم التقني؛

✓ ركز نموذج Solow-Swan على العمل ورأس المال، كأحد أهم العوامل المحددة للنمو الاقتصادي، مع افتراض إمكانية الإحلال بينهما، حتى يتحقق التوازن في النمو على المدى البعيد حيث:

- تسمح الحالة المستقرة للاقتصاد عند Solow-Swan وبدون عامل تقني، بدراسة أثر الصدمات الخارجية على النمو الاقتصادي، ذلك أن زيادة معدل الادخار وبالتالي الاستثمار، يخلف صدمة إيجابية على الإنتاج والدخل، مما يؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي، كما أن ارتفاع معدل النمو السكاني، يخلف صدمة سلبية على الإنتاج والدخل، مما يؤدي إلى انخفاض النمو الاقتصادي؛

- يشير نموذج Solow-Swan إلى وجود العامل التقني، إلى أن لهذا الأخير عند الحالة المستقرة للاقتصاد، أثراً إيجابياً على نصيب الفرد من حجم الناتج، الذي ينمو بمعدل نمو عنصر العمل، كما يكون له أثراً إيجابياً على حجم الناتج الكلي، الذي ينمو بمعدل نمو عنصري العمل والسكان؛

- يقدم نموذج Solow-Swan بوجود العامل التقني تفسيراً لسبب الاختلاف في درجة التقدم بين البلدان، حيث كلما كان معدل الادخار مرتفعاً، ومعدل النمو السكاني منخفضاً، مع وجود تقدم تقني عالي، فإن البلد يكون

غنيا والعكس، غير أن اعتبار التقدم التقني عاملا خارجيا في نموذج Solow-Swan، لم يمكن من إعطاء تفسير حقيقي للنمو الاقتصادي.

✓ أما نموذج النمو الداخلي ل Rebelo الذي يعتبر التقدم التقني متغيرا داخليا في نموذج النمو الاقتصادي، فقد توصل إلى أن معدل نمو دخل الفرد، يعتمد على معدل الادخار ونسبة الناتج لرأس المال، كما تبين أن معدل نمو رأس المال يساوي معدل نمو الإنتاج، وأن معدل النمو دالة متزايدة في معدل الادخار؛ وفق نموذج Rebelo فإن الإنتاجية الحدية لرأس المال ثابتة، بمعنى أن رأس المال يتراكم بمردودية ثابتة، وهو ما يعطي تفسيراً للنمو الاقتصادي في المدى البعيد.

## 2- النتائج التطبيقية

### 2-1 نتائج تحليل أداء سوق عمان للأوراق المالية والقطاع الحقيقي

✓ رغم أن برامج التصحيح الاقتصادي والتحرير المالي، لم تحقق أهدافها الرئيسية في خلق التوازن والاستقرار النقدي والمالي في الأردن، إلا أن سوق عمان للأوراق المالية، شهدت تطورات ملموسة في السنوات الأخيرة، تمثلت في زيادة عدد الشركات المدرجة، مما أدى إلى زيادة رسملة السوق وقيمة التداولات، وعدد المتعاملين في السوق سواء كانوا محليين أو أجانب، كما شهدت تطورات على المستوى التنظيمي والتقني، تمثلت في فصل دور الرقابة عن التنفيذ، مع العلم أنه سابقا كانت السوق الأردنية تقوم بمهذين الدورين في آن واحد، فضلا عن إدخال تكنولوجيا المعلومات؛

✓ بتحليل أداء سوق عمان للأوراق المالية خلال فترة الألفية، وجد أنها قد حققت أداء جيدا في السنوات الأولى، حيث ارتفع مؤشر السوق المبني على الأسهم الحرة، استجابة للتطورات التي شهدتها السوق على المستوى التشريعي والتنظيمي، نتيجة للتداول الإلكتروني الذي سهل عمليات التداول ورفع كفاءة الوسطاء، بالإضافة إلى إعطاء المرونة في التداول، كما أن نجاح الأردن في إنجاز مشاريع الاتفاقيات الحرة مع الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، والانضمام إلى منظمة التجارة الحرة، كان له أثرا بالغ الأهمية في ارتفاع الأسعار؛

✓ استمرت سوق عمان للأوراق المالية في المحافظة على أداءها الجيد إلى غاية 2007، أين بلغت قيمة المؤشر 3675 نقطة بنسبة ارتفاع 22%، ثم تراجع بعدها أداء السوق، نتيجة لتراجع أسعار الأسهم بسبب الأزمة المالية العالمية التي أثرت على كافة الأسواق المالية الدولية، مما انعكس على الأرقام القياسية للبورصات؛

✓ استمر أداء سوق عمان للأوراق المالية في الانخفاض، متأثرا بتداعيات الأزمة المالية العالمية، وحالة عدم الاستقرار في بعض الدول العربية، لتغلق بورصة عمان في كل سنة على تراجع، نتيجة سيطرة الهبوط على تداولات السوق، الذي استمر طيلة أربع سنوات؛

- ✓ للسياسة النقدية الانكماشية دورا في ارتفاع أسعار الفائدة، وبالتالي تشجيع المدخرين على نقل بعض مدخراتهم من الأسهم، إلى السندات وأذونات الخزينة منخفضة المخاطر، مما يدفع بأسعار الأسهم إلى الانخفاض، وعليه فإن الانخفاض في أسعار الأسهم، قد يكون أحد أعراض سياسة نقدية انكماشية؛
- ✓ تمكنت بورصة عمان في عام 2013 من النجاح في تحقيق أول ارتفاع لها، حيث أغلق المؤشر العام المبني على الأسهم الحرة عند 2065.8 نقطة بنسبة ارتفاع 6%، وليغلق عند 2170.3 نقطة في عام 2016 بنسبة ارتفاع 2%.
- ✓ عرفت أحجام التداول تذبذبا بين ارتفاع وانخفاض، تفاوتت معدلات نموها السنوية من قطاع لآخر، وعموما استحوذ القطاع المالي على النسبة الأكبر من تلك التداولات، كما توزعت الشركات المدرجة على ثلاث قطاعات رئيسية وهي: القطاع المالي، الصناعي والخدمي، وقد احتل القطاع المالي المرتبة الأولى، من حيث عدد الشركات، وبالتالي حجم الإصدار، والتداول، وعدد الصفقات المنفذة؛
- ✓ تعاني بورصة عمان ضعفا في السيولة حيث تطور معدل الدوران بنسب منخفضة، ماعدا الفترة الممتدة من 2005 الى 1010 ، أين وصل معدل الدوران إلى أقصى نسبة قدرت ب 80 % في عام 2008، ويرجع ذلك إلى زيادة اقبال المستثمرين على بيع أسهمهم واقتناء السندات في فترة الأزمة المالية العالمية، غير أنه تراجع فيما بعد ليسجل في عام 2016 نسبة 13%؛
- ✓ باعتبار سوق عمان للأوراق المالية من الأسواق شبه الناشئة، فإن درجة التركيز بها مرتفعة إلى أكبر من 60%، مما يدل على هيمنة الشركات الكبرى على رسملة السوق.
- ✓ وفيما يخص درجة تحرير السوق تبين ارتفاع نسبة ملكية الأسهم لغير الأردنيين، التي وصلت إلى نسبة تجاوزت 50%، نتيجة لعمليات التحرير المالي التي شهدتها السوق الأردنية ابتداء من 2005 ، وذلك بالسماح للأجانب بالتملك، فضلا عن زيادة ثقة المستثمرين المحليين والعرب والأجانب في سوق الأوراق المالية الأردنية.
- ✓ حقق الاقتصاد الأردني خلال فترة الألفية معدلات نمو موجبة رغم تباطؤها في بعض السنوات، وفي تذبذب بين ارتفاع وانخفاض، أدناه فترة الأزمة المالية العالمية 2009 بنسبة 2% .

## 2-2 نتائج النمذجة القياسية لأثر سوق عمان للأوراق المالية في النمو الاقتصادي واختبار الفرضيات

✓ دلت نتائج اختبارات جذر الوحدة أن السلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة غير مستقرة في المستوى، ومستقرة عند أخذ الفرق الأول لها، مما يعني أنها متكاملة من الدرجة الأولى، وأن السلاسل الزمنية تتحرك معا عبر الزمن، وهو ما يشير إلى إمكانية وجود تكامل مشترك بين متغيرات السلاسل الزمنية.

✓ بين اختبار التكامل المشترك أن النمو الاقتصادي متكامل تكاملا مشتركا مع مؤشرات تطور سوق عمان للأوراق المالية، أي أنه توجد توليفة خطية ساكنة بين هذه المتغيرات، وأنها لا تبتعد عن بعضها البعض في الأجل الطويل وتظهر سلوكا متشابها، وهو ما ينفي فرض العدم القائل بعدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل، مقابل الفرض البديل الذي يقر بوجود على الأقل علاقة توازنية طويلة الأجل.

✓ ظهور مقدر معلمة تصحيح الخطأ بقيمة سالبة ومعنوية، يعني أن معدل النمو الاقتصادي في المدى القريب لا يتساوى مع قيمته التوازنية في المدى البعيد، لذلك فإنه في المدى القريب يكون هناك تصحيح جزئي في اتجاه العلاقة طويلة الأجل؛

✓ بلغ معامل تصحيح الخطأ - 0.794 ، مما يدل على أن النمو الاقتصادي تتعدل قيمته نحو القيم التوازنية في كل فترة زمنية بنسبة 79.4%، وهذا يعني أنه عندما ينحرف معدل النمو الاقتصادي في المدى القريب في الفترة  $(t-1)$  عن قيمته التوازنية، فإنه يتصحح بنسبة 79.4% في الفترة  $(t)$ ، وبالتالي فهو يحتاج تقريبا إلى سنة وأربعة أشهر للعودة إلى حالة التوازن؛

✓ من المعادلة قصيرة الأجل تبين وجود أثر إيجابي لإصدار الأسهم على النمو الاقتصادي في المدى القريب، وهو ما ينفي فرض العدم القائل بعدم وجود أثر لمؤشرات تطور سوق عمان للأوراق المالية في النمو الاقتصادي، مقابل الفرض البديل الذي يقر بوجود الأثر، وبالتالي تم إثبات الفرضية الثانية ؛

✓ أوضحت نتائج التقدير أن مقدر معلمة إصدار الأسهم معنوية وموجبة، حيث كلما ارتفع إصدار الأسهم بـ 1% يرتفع معدل النمو الاقتصادي بنسبة 0.021% وهي نسبة منخفضة، وذلك لاعتماد أغلب اقتصاديات الأسواق شبه الناشئة سيما العربية منها على البنوك في مجال التمويل، حيث تمول حصة محدودة من استثمارات الشركات من خلال إصدار الأسهم، بينما يمول الجزء الأكبر من مصادر ذاتية كالأرباح المحتجزة، أو من مصادر خارجية كالقروض المصرفية، وبالتالي فإن دور سوق الإصدارات محدودا في النمو الاقتصادي ؛

✓ من تحليل دوال الاستجابة لرد الفعل، تبين استجابة النمو الاقتصادي للصدمات التي تحدث في مؤشرات تطور سوق عمان للأوراق المالية التي نوضح نتائجها كمايلي:

- ✓ توجد استجابة فورية للنمو الاقتصادي للصدمة العشوائية التي يتعرض لها المتغير نفسه في الفترة الأولى، غير أنها ضعيفة في حدود 0.037؛
- ✓ حدوث أية صدمة عشوائية موجبة في الرسمة البورصية تحدث أثرا موجبا وضعيفا في النمو الاقتصادي، يستمر في الانخفاض حتى ينعدم، وهو ما يتفق مع العلاقة طويلة الأجل (انعدام الأثر في المدى البعيد)؛
- ✓ حدوث أي صدمة عشوائية موجبة في إصدار الأسهم يحدث أثرا موجبا في النمو الاقتصادي، ثم يبدأ في التذبذب بين ارتفاع وانخفاض إلى غاية ثبوته عند مستوى ضعيف، وهو ما يتفق مع العلاقة طويلة الأجل ( انعدام الأثر في المدى البعيد)؛
- ✓ حدوث أي صدمة عشوائية موجبة في معدل الدوران تحدث أثرا سلبيا في النمو الاقتصادي، تستمر في الارتفاع إلى غاية أن تثبت، وهذه العلاقة العكسية تتفق ما مع أظهرته نتائج العلاقة السلبية في المدى البعيد (وجود أثر سلبى)؛
- ✓ حدوث أي صدمة عشوائية موجبة في معدل التداول، تحدث أثرا سلبيا ضعيفا في النمو الاقتصادي، يستمر في الارتفاع مع بقاءه ضعيفا إلى أن يثبت، وهو ما لا يتفق مع العلاقة الايجابية طويلة الأجل.
- وهو ما ينفي فرض العدم القائل بعدم وجود استجابة فورية للنمو الاقتصادي للتغيرات الناتجة عن حدوث صدمات في مؤشرات تطور سوق عمان للأوراق المالية ، مقابل الفرض البديل الذي يقر بوجود الاستجابة، وبالتالي تم
- إثبات الفرضية الرابعة ؛**
- ✓ أظهرت نتائج اختبار تحليل مكونات التباين، أن النمو الاقتصادي يفسر 100% من مكونات التباين في الفترة الأولى عند حدوث صدمة عشوائية بمقدار انحراف معياري واحد في المتغير نفسه؛
- ✓ من معادلة التوازن طويلة الأجل(معادلة تصحيح الخطأ) تبين أن لمعدل التداول الذي يعكس دور البورصة في توفير السيولة للاستثمارات على مستوى الاقتصاد الكلي تأثيرا موجبا ومعنويا في معادلة النمو الاقتصادي ، وهو ما ينفي فرض العدم القائل بعدم وجود أثر لمؤشرات تطور سوق عمان للأوراق المالية في النمو الاقتصادي، مقابل الفرض البديل الذي يقر بوجود الأثر، وبالتالي تم **إثبات الفرضية الثانية ؛**
- ✓ من معادلة التوازن طويلة الأجل تبين أن لمعدل الدوران أثرا سالبا ومعنويا في معادلة النمو الاقتصادي، وهو ما ينفي فرض العدم القائل بعدم وجود أثر لمؤشرات تطور سوق عمان للأوراق المالية في النمو الاقتصادي ، مقابل الفرض البديل الذي يقر بوجود الأثر، وبالتالي تم **إثبات الفرضية الثانية؛**
- ✓ لضعف السيولة في بورصة عمان أثرا سلبيا على عوائد الأسهم، حيث لا يشجع الشركات المدرجة على الإصدارات في السوق الأولية لتمويل استثماراتها من جهة، ومن جهة أخرى يؤدي إلى تخوف المستثمرين في الدخول إلى

السوق بشقيها الأولية و الثانوية، وهو ما كان له انعكاسا سلبيا على أثر السوق الأولية في النمو الاقتصادي، حيث ظهر متغير إصدار الأسهم غير معنوي في معادلة تصحيح الخطأ ( معادلة طويلة الأجل).

✓ دل اختبار معنوية المعالم في المدى القريب (Wald) أنه لا يمكن أن تنعدم المعالم الثلاثة لمؤشرات تطور سوق عمان للأوراق المالية في معادلة النمو الاقتصادي، كما بين الاختبار أن إشارة المعالم موجبة، مما يعني أن الأثر ايجابي في المدى القريب؛

✓ من المعادلة قصيرة الأجل تبين أن مقدر معامل تصحيح الخطأ سالبا ومعنوياً، وهذا يدل على وجود علاقة سببية في المدى البعيد تتجه من سوق الأوراق المالية (البورصة) إلى النمو الاقتصادي، وهو ما ينفي فرض العدم القائل بعدم وجود علاقة سببية بين مؤشرات تطور سوق عمان للأوراق المالية والنمو الاقتصادي، مقابل الفرض البديل الذي يقر بوجود علاقة سببية، وبالتالي تم اثبات الفرضية الثالثة؛

وبالتالي تحقق فرضية العرض القائد، وقد جاءت دراستنا مطابقة لدراسة Caporal, Howells & Soliman (2005).

✓ بينت اختبارات السببية قصيرة الأجل باستخدام إحصائية Wald وجود سببية قصيرة الأجل تتجه من النمو الاقتصادي إلى سوق الأوراق المالية ومن سوق الأوراق المالية إلى النمو الاقتصادي عند مستوى معنوية 5%، وهو ما ينفي فرض العدم القائل بعدم وجود علاقة سببية بين مؤشرات تطور سوق عمان للأوراق المالية والنمو الاقتصادي مقابل الفرض البديل القائل بوجود علاقة سببية، وبالتالي تم اثبات الفرضية الثالثة و التي نوضح نتائجها كما يلي:

- توجد علاقة سببية قصيرة الأجل تتجه من النمو الاقتصادي نحو الرسمة البورصية؛
- توجد علاقة سببية قصيرة الأجل تتجه من النمو الاقتصادي نحو معدل الدوران ؛
- توجد علاقة سببية قصيرة الأجل تتجه من النمو الاقتصادي نحو معدل التداول؛

وبالتالي تحقق فرضية الطلب التابع، بمعنى أن تطور سوق الأوراق المالية يحدث كمحصلة للنشاط الاقتصادي الكلي، حيث يتطلب التوسع الاقتصادي المستمر مزيداً من الخدمات والأدوات المالية؛

وقد جاءت دراستنا مطابقة لدراسات Mayer (1988) و Devereux & Smith (1994) و (1952)

Robinson، وغير مطابقة لدراسة أحمد محمد مشعل وزكية أحمد مشعل (2012) و A.Antonios (2010).

كما بينت نتائج اختبارات السببية قصيرة الأجل وجود علاقة ثنائية السببية بين السوق الأولية ممثلة بإصدار الأسهم والنمو الاقتصادي ، وبالتالي تحقق فرضية العرض القائد- الطلب التابع؛

وقد جاءت دراستنا مطابقة لدراسة مفيد ذنون ومنى عبد الرزاق (2008)،(Liang & Reichert (2007).

### 3- الاقتراحات

✓ على متخذي القرار العمل على تحسين ورفع كفاءة سوق الأوراق المالية حتى تحقق ما هو مرجو منها في زيادة معدل النمو الاقتصادي طويل الأجل، لما لهذه الكفاءة من أهمية في توجيه الادخار إلى مجالات الاستثمار المختلفة، كما أنها تقدم فرصا للاستثمار الأجنبي والاستثمارات الخاصة؛

إعادة النظر في سوق الإصدار وذلك لضعفها ودورها المحدود مقارنة بسوق التداول، خاصة وأن السوق الأولية تعد بمثابة سوق الاستثمار الحقيقي، لما لها من دور في طرح الأوراق المالية التي تسمح بتوفير التمويل لطالبي رؤوس الأموال؛

✓ إعطاء السياسة النقدية أهمية من قبل صانعيها، لما لها من دور في التأثير على حجم التداول في الأجل الطويل والقصير، كونها تؤثر على الأسعار، لذلك ينبغي على السلطات أن تأخذ بعين الاعتبار، الآثار الناجمة عن التغير في أسعار الفائدة على سوق الأوراق المالية، عند صياغتها لأية قرارات تتعلق بالسياسة النقدية، التي تهدف إلى تنشيط النمو الاقتصادي.

✓ تعميق الوعي الادخاري والاستثماري وذلك بتشجيع صغار المستثمرين على الاستثمار، من خلال إنشاء صناديق استثمارية متخصصة بما يخدم سوق عمان للأوراق المالية؛

✓ توجيه الاهتمام إلى تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق سوق الأوراق المالية؛

✓ تنويع أدوات الاستثمار المالي والتي تضمن للسوق توسعا وفعالية، وتشجيع الفرص وتقليل المخاطر أمام المتعاملين؛

✓ تشجيع وتحفيز المستثمرين على الاستثمار في سوق الأوراق المالية بدل الاستثمارات العقارية، خاصة بعدما تم إصدار الصكوك الإسلامية ولأول مرة في سوق عمان للأوراق المالية في عام 2016، والتي تتوافق مع قناعات الأفراد.

### 4- آفاق البحث

نظرا لأن الأدوات المالية الإسلامية عرفت انتشارا في بعض الأسواق وأصبحت أكثر جاذبية للمستثمرين من الأدوات التقليدية، فإننا نقترح موضوع قياس أثر سوق الأوراق المالية الإسلامية في النمو الاقتصادي، بالتطبيق على ماليزيا أو بعض الأسواق العربية منها السودان، دبي، قطر، البحرين كإضافة أخرى للدراسات التي بحثت في موضوع القطاع المالي والنمو الاقتصادي.

## قائمة المصادر و المراجع

أولا : المراجع باللغة العربية	
1- الكتب	
1	إبراهيم الأخرس، التجربة الصينية الحديثة في النمو، ايتراك للنشر، القاهرة، مصر، ط 1، 2005.
2	إبراهيم الكراسنة، إرشادات في تقييم الأسهم والسندات، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد الدولي، أبو ظبي، 2005.
3	أحمد أبو الفتوح الناقه، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية، مدخل حديث للنظرية النقدية والاسواق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر، 2003
4	أحمد زكريا صيام، مبادئ الاستثمار، دار المناهج، عمان، الأردن، 1997.
5	أحمد عبد الرحمان، مدخل إلى إدارة الأعمال الدولية، دار المريخ للنشر، الرياض، السعودية، 2006.
6	أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأدوات المالية تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر، عمان، الأردن، 2010.
7	أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة، الاستثمار بالأوراق المالية، تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر، عمان، الأردن، 2004.
8	أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية - إطار في التنظيم وتقييم الأدوات-، دار اليازوري للنشر، عمان، الأردن، 2012.
9	ارشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأدوات المالية تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر، عمان، الأردن، 2007.
10	إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، الإدارة المالية، دروس وتطبيقات، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2006.
11	أمين السيد احمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2005.
12	إيهاب الدسوقي، اقتصادات كفاءة البورصة، المفاهيم الأساسية للاستثمار والبورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2000.
13	بن الضيف محمد عدنان، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفائس، عمان، الأردن، ط 1.
14	تومي صالح، مبادئ تحليل الاقتصاد الكلي، الطبعة الثانية، دار أسامة للنشر، بدون بلد النشر، 2009.
15	جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، الهياكل، الأدوات، الاستراتيجيات، دار الهدى للنشر، عين مليلة، الجزائر، ج 2، ط 1، 2011.
16	جبار محفوظ ، أسواق رؤوس الأموال، الهياكل، الأدوات، الاستراتيجيات، دار الهدى للنشر، عين مليلة، الجزائر، ط 1، ج 2، 2011
17	جلال إبراهيم العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.
18	جلال خشيب، النمو الاقتصادي.
19	جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر، عمان، الأردن، 2002.
20	حازم البلاوي، دور الدولة في الاقتصاد، دار الشروق للنشر، القاهرة، مصر، 1998.
21	حربي موسى عريفات، مبادئ الاقتصاد، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ط 1، 2006.

22	حسني خربوش وآخرون، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، المتخصصون للنشر، الأردن، 1998.
23	حسن كريم حمزة، العولمة المالية والنمو الاقتصادي، دار صفاء للنشر، عمان، الأردن، ط 1، 2011.
24	حسين بني هاني، الأسواق المالية، طبيعتها، تنظيمها، أدواتها، دار الكندي للنشر، عمان، الأردن، 2003.
25	حمدية زهران، النظرية الاقتصادية، مكتبة عين شمس، القاهرة، مصر، 2001.
26	حمزة عبد الكريم محمد حماد، مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية، دار النفائس، عمان، الأردن، 2008.
27	حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2004.
28	حيدر فاخر عبد الستار، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم منهج الاقتصاد الكلي، دار المريخ للنشر، الرياض، 2002.
29	خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق، مدخل إلى الأسواق المالية، دار الأيام للنشر، عمان، الأردن، 2013.
30	خالد وهيب الراوي، الاستثمار، دار المسيرة للنشر، عمان، الأردن، 1999.
31	خالد وهيب الراوي، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر، عمان، الأردن، 2000.
32	دانيالز جوزيف، فانهوز ديفيد، اقتصاديات النقود والتمويل الدولي، دار المريخ للنشر، الرياض، السعودية، 2010.
33	دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر، عمان، الأردن، 2007.
34	حري موسى عرفات، مبادئ الاقتصاد، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ط 1، 2006.
35	رمزي زكي، العولمة المالية، دار المستقبل العربي، القاهرة، مصر، ط1، 1999.
36	زياد رمضان، مبادئ الاستثمار الحقيقي و المالي، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 1998.
37	سعيد النجار، السياسات المالية وأسواق المال العربية، صندوق النقد الدولي، أبو ظبي، 1999.
38	سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية، دار النهار للنشر، القاهرة، مصر، 1996.
39	سمير عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار، التمويل - التحليل المالي، بدون دار النشر، بدون بلد، 2002.
40	سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراية للنشر، عمان، الأردن، 2009.
41	السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر للنشر، عمان، الأردن، ط 1، 2010.
42	شذا جمال الخطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مؤسسة طابا للنشر، عمان، الأردن، 2002.
43	شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر المعاصر، دمشق، سوريا، 2001.
44	شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر المعاصر، بيروت، لبنان، 2011.
45	شمعون شمعون، بورصة الجزائر، دار هومة للنشر، عين مليلة، الجزائر، ط2، 2005.
46	صالح طاهر الزرقان، العوامل المالية والاقتصادية المؤثرة في عوائد الأسهم، دار جليس للنشر، عمان، الأردن، 2010.
47	صلاح الدين السيبي، دراسات نظرية وتطبيقية، قضايا اقتصادية معاصرة، دار غريب للنشر، القاهرة، مصر، 2003.
48	صلاح الدين حسن السيبي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب للنشر، القاهرة، مصر، 2003.
49	صلاح الدين حسن السيبي، مؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة البنوك، مدخل كمي واستراتيجي معاصر، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2000.
50	صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية، مكتبة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، مصر، 2000.

51	طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، 2003.
52	عادل محمد رزق، الاستثمار في البنوك والمؤسسات المالية من منظور إداري ومحاسبي، دار طيبة للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2004.
53	عاطف وليد اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، ط1، الإسكندرية، مصر، 2006.
54	عاطف وليد اندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول إلى اقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2005.
55	عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر، عمان، الأردن، ط1، 2010.
56	عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، 2000.
57	عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، ط1، الإسكندرية، مصر، 2002.
58	عبد الكريم قندوز، أساسيات المشتقات المالية، الخيارات، العقود الآجلة والمستقبلية، المقايضات، دار نور للنشر، 2010.
59	عبد الكريم قندوز، إدارة الخطر، النحوظ والتأمين، المكتبة الوطنية الألمانية للنشر، 2016.
60	عبد اللطيف شومان، مقدمة في الإحصاء التطبيقي، دار الجنان للنشر، عمان، الأردن، 2009.
61	عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، 2009.
62	عبد المنعم السيد علي، نزار سعد العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار حامد للنشر، عمان، الأردن، ط1، 2004.
63	عبد الوهاب الأمين، مبادئ الاقتصاد الكلي، دار الحالة للنشر، عمان، الأردن، 2002.
64	عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر، عمان، الأردن، ط1، 2008.
65	عقل المفلح، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، ط1، المجتمع العربي للنشر، عمان، الأردن، 2006.
66	علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، إدارة البورصات المالية، دار الإعصار العلمي للنشر، عمان، الأردن، ط1، 2012.
67	عمر صقر، العولمة قضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.
68	غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر، عمان، الأردن، 2008.
69	غانم محمد، الاستثمار في الاقتصاد السياسي والإسلامي وتشريعات واتفاقيات الاستثمار، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2011.
70	فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 1999.
71	فيصل محمود الشوارة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2008.
72	قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة للنشر، ط1، 2009.
73	كاظم جاسم العيساوي، دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات، دار المناهج للنشر، عمان، الأردن، 2006.
74	ماجد احمد عطا الله، إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر، ط1، عمان، الأردن، 2011.

75	محسن احمد الخضري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ايتراك للنشر، القاهرة، مصر، بدون سنة نشر.
76	محمد الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، كلية التجارة، الجامعة الإسكندرية، مصر، 2006.
77	محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006
78	محمد أمين عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، ط3، العبيكان للنشر، الرياض، 1999.
79	محمد حسني، محمود حامد محمود، التنمية الاقتصادية، دار المريخ للنشر، الرياض، 2006.
80	محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي محاضرات وتطبيقات، دار الحامد للنشر، ط1، 2011، دون مكان نشر، 2011.
81	محمد صالح الحناوي وآخرون، أسواق المال والمؤسسات الدالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004 .
82	محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامعي، القاهرة، مصر، 2007.
83	محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، 1997.
84	محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مؤسسة النشر الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.
85	محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية للنشر القاهرة، مصر، 2002.
86	محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ط3، 2005.
87	محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية، دار النفائس، عمان، الأردن، ط1، 1999.
88	محمد عبد العزيز عجمية، إيمان عطية ناصف، التنمية الاقتصادية دراسات نظرية وتطبيقية، جامعة الإسكندرية، مصر، 2005.
89	محمد عبد العزيز عجمية، محمد علي الليثي، التنمية الاقتصادية، مفهوماتها، نظرياتها، سياساتها، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، 2003.
90	محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، ط1، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1998.
91	محمد علي السويلم، أدوات الاستثمار في البورصة، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، مصر، ط1، 2013.
92	محمد مدحت مصطفى، سهير عبد الظاهر احمد، النماذج الرياضية للتخطيط والتنمية الاقتصادية، مكتبة الإشعاع للنشر، الإسكندرية، مصر، 1998.
93	محمد مطر، إدارة الاستثمارات، دار وائل للنشر، عمان، الأردن.
94	محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2006.
95	محمد مطر، فايز تميم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2005.
96	محمد نداء، الاقتصاد الكلي، مكتبة الجمع العربي، عمان، الأردن، 2006.
97	محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر، مصر، 2005.
98	محمود يونس، اقتصادات النقود والبنوك والأسواق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2013.
99	مختار حميدة، الخصومة عن طريق الأسواق المالية، مكتبة حسين العصرية، بيروت، لبنان، ط1، 2013.
100	مدحت القرشي، التنمية الاقتصادية، نظرياتها وسياساتها وموضوعاتها، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2007.

101	مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ط3، 2003، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
102	مصطفى رشدي شيحة، اقتصادات النقود والمصارف والمال، دار المعارف الجامعية، مصر، دون سنة نشر.
103	منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2008.
104	منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1999.
105	منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، دار المعارف، الإسكندرية، مصر، 2000.
106	منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف للنشر، الإسكندرية، مصر، 1999.
107	منير إبراهيم هندي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، مكتبة الإشعاع، الإسكندرية، مصر، 1997.
108	منير صالح هندي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، مكتبة الإشعاع، الإسكندرية، مصر، 1997.
109	ميشيل تودارو (ترجمة: محمود حسن حسني، محمود حامد محمود)، التنمية الاقتصادية، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2006.
110	نزار سعد الدين العيسى، الاقتصاد الكلي، دار جدار للكتاب العالمي، عمان، الأردن، 2007.
111	نوزاد عبد الرحمان الهيثي، منجد عبد اللطيف الحشالي، مقدمة في المالية الدولية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2007.
112	هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها، مؤسسة الوراق للنشر، عمان، الأردن، 2007.
113	هشام فضلي، تداول الأوراق المالية والقيود في الحساب، الدار الجامعية الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2005.
114	هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق الدالية، دار الصفاء للنشر، عمان، الأردن، ط1، 2003.
115	هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر، عمان، الأردن، 2003.
116	هوشيار معروف، تحليل الاقتصاد الكلي، دار صفاء للنشر، عمان، الأردن، 2005.
117	وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، دار المنهل للنشر، لبنان، ط1، 2003.
118	وليد صافي، أنيس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار البداية للنشر، عمان، الأردن، ط2، 2014.

2- الأطروحات	
1	باباس منيرة، الصناعة المصرفية التقليدية والصناعة المصرفية الإسلامية في مواجهة تحديات اللامساواة المالية والتحرير المالي-دراسة مقارنة-، أطروحة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، 2015- 2016.
2	بختاش راضية، مصادر النمو الاقتصادي ودور السياسات الاقتصادية في تفعيله - حالة الجزائر - خلال الفترة (1970 - 2010)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2015.
3	بن الضيف محمد عدنان، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفائس، عمان، الأردن، ط 1.
4	بهاء الدين طويل، دور السياسة المالية في تحقيق النمو الاقتصادي المستديم، دراسة حالة الجزائر 1990-2010، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة باتنة، الجزائر، 2016.
5	بوبريمة إحسان، دور الإصدارات في استقرار الأسواق المالية - حالة البورصات العربية - أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة سطيف، الجزائر، 2018.
6	بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006.
7	بوكساني رشيد، معوقات الأسواق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006.
8	جمال معتوق، إدارة المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية-دراسة مقارنة بين سوقين-، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2016.
9	رغد أسامة جار الله، مروان عبد المالك ذنون، قياس أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي في عينة من الدول النامية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع ARDL للفترة (1960 - 2010)، مجلة تنمية الريف، ملحق العدد 114، المجلد 35، 2013.
10	رفيق مزاهدية، الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنوع الاستثماري، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة باتنة، الجزائر، 2014-2015.
11	رمزي زكي، العولمة المالية، دار المستقبل العربي، القاهرة، مصر، ط1، 1999.
12	زهير غراية، دور الهندسة المالية في تقييم أسعار المنتجات المالية لتحقيق كفاءة الأسواق المالية، دراسة عينة من الأسواق الناشئة، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2016.
13	سامي مباركي، تأثير الأسواق المالية على النمو الاقتصادي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، الترابط بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة، الجزائر، 2015.
14	سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية الناشئة، حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2004.
15	سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة، حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، الجزائر، 2004.

16	شكوري سيدي محمد، التحرير المالي وأثره على النمو الاقتصادي- دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة تلمسان، الجزائر، 2006.
17	صبري إبراهيم الشافعي، سوق رأس المال كأحد مقومات التنمية الاقتصادية (مع دراسة تطبيقية على مصر)، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في الحقوق، 2010.
18	ضيف احمد، أثر السياسة المالية على النمو الاقتصادي المستديم في الجزائر (1989-2012)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2015.
19	كاظم جاسم العيساوي، دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات، دار المناهج للنشر، عمان، الأردن، 2006.
20	كمال حمانة، محمد زكريا بن معزو، العلاقة طويلة الأجل بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر 1970 - 2010، مقارنة قياسية، التواصل في الاقتصاد والإدارة والقانون، عدد 35، سبتمبر 2013، الجزائر.
21	لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم، دراسة حالة مجموعة من البورصات العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2010.
22	لعمش أمال، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية دراسة نقدية لبعض المنتجات المصرفية الإسلامية، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، غير منشورة، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2012، 2011.
23	محمد بيزيرية، دراسة تحليلية لدور الأسواق المالية في الاقتصاديات الناشئة في تحفيز النمو الصناعي، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، 2013، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2013-2014.
24	نزار سعد الدين العيسى، الاقتصاد الكلي، دار جدار للكتاب العالمي، عمان، الأردن، 2007.
25	نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية واثرها في تطوير الاسواق المالية العربية، اطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2014-2015.
26	هبة السيد محمد سيد احمد، تحليل علاقة سعر الفائدة بالنمو الاقتصادي، ا دراسة دولية مقارنة بالتركيز على الاقتصاد المصري، أطروحة دكتوراه، جامعة الزقازيق، مصر، 2017.
27	وادة راضية، قياس أثر التحرير المالي على الطلب على النقود في الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة سطيف، الجزائر، 2017.
28	وليد احمد صافي، الأسواق المالية العربية الواقع والأفاق، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، الجزائر3، الجزائر ، 2003.
29	الياس خضير الحمدوني، فاعلية التنويع في تخفيض مخاطرة المحفظة الاستثمارية، دراسة في عينة من الشركات المساهمة المسجلة في سوق عمان لتبادل الأسهم، مجلة تنمية الرافدين، العدد 112، المجلد 35، 2013.
30	يسرى جرجس بسطا، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية مصر، أطروحة دكتوراه، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، القاهرة، مصر، 1997.

3- المقالات و الملتقيات و المطبوعات	
1	أبان عثمان الدوري، ناجي عبد الستار الدوري، أثر التنوع في تكوين المحفظة المالية، مجلة جامعة تكريت للعلوم الإنسانية، العدد 1، المجلد 13، 2005.
2	أحمد سعيد دويدار، "التنمية الاقتصادية والتعاون الإقليمي في الشرق الأوسط"، الأهرام الاقتصادي، العدد 113، مصر، 1997.
3	أحمد محمد مشعل و زكية احمد مشعل، القطاع المالي في الأردن والنمو الاقتصادي، دراسات العلوم الإدارية، المجلد 39، العدد 1، 2012،
4	أحمد نصير، يونس زين، صناديق الثروة السيادية كخيار استراتيجي استثماري لتحقيق الاستقرار المالي في زمن انهيار أسعار النفط، مداخلة مقدمة لفعاليات الملتقى الدولي الثاني حول "متطلبات تحقيق الإقلاع الاقتصادي في الدول النفطية في ظل انهيار أسعار المحروقات"، جامعة آكلي محند أولحاج البويرة، الجزائر، 29 - 30 نوفمبر 2016.
5	اسار فخري عبد اللطيف، دور أسواق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية
6	بشار ذنون محمد الشركجي، ميادة صلاح الدين تاج الدين، علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية، دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية، مجلة تنمية الرفادين، العدد 30، 2008.
7	البشير عبد الكريم، دحمان بواعلي سمير، قياس أثر التطور التكنولوجي على النمو الاقتصادي، حالة الاقتصاد الجزائري، جامعة الشلف، الجزائر، منتدى الاقتصاديين المغاربة، 2008.
8	بلقاسم بن علال، دور التطور المالي في نجاح سياسة التحرير المالي المطبقة في الدول النامية، دراسة قياسية لحالة النظام المالي والمصرفي الجزائري 1990-2011، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد 2، ديسمبر 2014.
9	بوداح عبد الجليل، خياري إيمان، الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة بين عملية تصنيف المؤشر وتوجهات المستثمرين، مجلة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية.
10	حسن بلقاسم غصان، حسن رفدان المهجوح، أثر تحرير سوق رأس المال على التذبذب في سوق الأسهم السعودي، مجلة التنمية والسياسات الاقتصادية، مجلد 14، جامعة الملك فيصل، 2012 السعودية.
11	حسين قبلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية، دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 11، 2011، دمشق، سوريا، 2011.
12	خاطر طارق، مفتاح صالح، التأصيل النظري لعلاقة التطور المالي بالنمو الاقتصادي، أهم مؤشرات في الجزائر خلال الفترة 1990 - 2013، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 16، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2014.
13	الخطيب فوزي، منذر الشرع، سوق عمان للأوراق المالية ومدى استجابتها للمتغيرات الاقتصادية دراسة قياسية، مجلة أبحاث اليرموك، سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، 10 (3)، 1994.
14	رغد أسامة جار الله، مروان عبد المالك ذنون، قياس أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي في عينة من الدول النامية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع ARDL للفترة (1960 - 2010)، مجلة تنمية الرفادين، ملحق العدد 114، المجلد 35، 2013.
15	الزغبي، بشير، العلاقة السببية بين معدل التضخم والرقم القياسي لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي للفترة (1978-

	(2001)، مؤتة للبحوث والدراسات، جامعة مؤتة، 2004، العدد 5.
16	سلامة، راشد محمد صالح، العلاقة بين تغير المستوى العام للأسعار وتغير أسعار الأسهم في الأردن، مجلة البلقاء، العدد 5، 1997.
17	سمير عبد الغني محمود، الأعباء القومية لازمة سوق الأوراق المالية، مجلة العلوم الاجتماعية، جامعة الكويت، المجلد 14، العدد 1، 1986.
18	صالح إبراهيم السحيباني، سوق الأسهم السعودي والنمو الاقتصادي، علاقات الارتباط والسببية، اللقاء السنوي 16 حول الخدمات المالية في المملكة العربية السعودية، جمعية الاقتصاد السعودية، الرياض، 2007.
19	عبد السلام علي عطية، سوق الإصدارات الأولية، مج 21، دراسات في الاقتصاد والتجارة، جامعة بنغازي، ليبيا، المجلد 21، 2002.
20	عبد الله المنيف، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، القاهرة، العدد 43، 2009.
21	عبد الله بن محمد العمراني، التلاعب في الأسواق المالية، دراسة فقهية، مجلة الجمعية الفقهية السعودية، العدد 17، 2013.
22	عثمان عتر، عمر عتر، تباين القرارات الاستثمارية للمتعاملين في أسواق المال باختلاف نوعية هذه الأسواق (ناشئة - متقدمة)، مجلة علوم إنسانية، العدد 45، 2010.
23	علي احمد البلبل وآخرون، التطور والهيكل المالي والنمو: حالة مصر 1974-2002، أوراق صندوق النقد العربي، العدد 9، أبو ظبي، الإمارات العربية، 2004.
24	علي محمد الكشوان، محمد علي العامري، استخدام نموذج خصم المقسوم DDM في تقييم الأسهم بإطار التضخم دراسة تطبيقية، مجلة دراسات محاسبة ومالية، المجلد 11، العدد 35، 2016.
25	عماد زياد رمضان، قيس أديب الكيلاني، دور الإصدارات الأولية من الأسهم العادية في تنشيط السوق الثانوي الأردني، دراسة من واقع سوق عمان للأوراق المالية للفترة (1978-2006)، مؤتة للبحوث والدراسات، مجلد 23، عدد 6، 2008.
26	كمال حمانة، محمد زكريا بن معزو، العلاقة طويلة الأجل بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر 1970 - 2010، مقارنة قياسية، التواصل في الاقتصاد والإدارة والقانون، عدد 35، سبتمبر 2013، الجزائر.
27	مجلة اتحاد البنوك العربية، الدروس المستفادة من الأزمة الآسيوية، 1998.
28	محمد إبراهيم الرميثي، تحرير الأسواق المالية في إستراتيجية صندوق النقد الدولي
29	مريم عديلة، مطبوعة في مقياس البورصة والأوراق المالية، جامعة قلمة، الجزائر، 2015.
30	موسى عيسى شحاتيت وآخرون، أثر نشاط سوق الأوراق المالية على الاستثمار في الأردن، دراسات العلوم الإدارية، المجلد 41، العدد 1، 2014.
31	نزار العيسى، تأثيرات التحرير المالي على السياسة النقدية والمضاعف النقدي، مجلة جامعة النجاح للأبحاث، الأردن، المجلد 21، العدد 1، 2007.
32	هالة حلمي السعيد، الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعي، العدد 58، الكويت، 1999.

هالة حلمي السعيد، دراسة تحليلية لأثر المتغيرات الاقتصادية على أداء سوق الأوراق المالية، رسائل البنك الصناعي، الكويت، العدد 62، سبتمبر 2000.	33
وصاف عتيقة، دور التحرير المالي في عالمية الأزمة المالية الحالية (حالة الدول العربية)، مقال منشور في مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 14، ديسمبر 2013، جامعة بسكرة، الجزائر.	34
الياس خضير الحمدوني، فاعلية التنويع في تخفيض مخاطرة المحفظة الاستثمارية، دراسة في عينة من الشركات المساهمة المسجلة في سوق عمان لتبادل الأسهم، مجلة تنمية الرافدين، العدد 112، المجلد 35، 2013.	35
يسرى جرجس بسطا، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية مصر، أطروحة دكتوراه، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، القاهرة، مصر، 1997.	36
يونس مفيد ذنون، الدباغ مثنى عبد الرزاق، الأسواق المالية والنمو الاقتصادي في الدول النامية، مجلة تنمية الرافدين، المجلد 30، العدد 91، الموصل، العراق.	37
يونس مفيد ذنون، العوامل المؤثرة في تطوير أسواق الأوراق المالية العربية، مجلة تنمية الرافدين، المجلد 30، العدد 92، جامعة الموصل، العراق، 2007.	38

4- التقارير	
تقرير صندوق النقد العربي 2016.	
تقرير صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي أكتوبر 2016	
التقارير السنوية لبورصة عمان	
التقارير السنوية لبنك الأردن المركزي	
نشرة البورصات العربية، العدد 18، نوفمبر 1995.	

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية	
01	A. Humpe & P. Macmillan, <b>Can Macroeconomic Variable Explain Long-term Stock Market Movements, A Comparison of the US &amp; Japan</b> , Applied Financial Economics, 19, 2009.
02	A. Hussein, The role of Nile stock exchange in the development of small & mediumsized
03	A. Singh, <b>Financial liberalisation of Stock Markets &amp; Economic Development</b> , The Economic Journal, 107, 1997.
04	A. Hussein, Finance & Growth in Egypt, available at web site : <a href="http://www.iceg.org/net/projects/Financial/growth.pdf">www.iceg.org/net/projects/Financial/growth.pdf</a> .
05	B. Bernard, <b>The Secrets of Economics Indicators</b> , 3 <sup>rd</sup> edition, Pearson Education, Inc, Upper Saddle River, New Jersey, 2013.
06	B. Dubravca, P. Petra, <b>Do Macro Economic Factors Matter for Stock Returns?</b>

	<b>Evidence</b>
07	B. Jaquillat & B. Solnik, <b>Marchés Financières, Gestion de Portefeuille et des Risques.</b> OP-CIT, 2002.
08	B. Raymond, <b>Financial Management Core Concepts</b> , Pearson education limited, England, 2013.
09	B. Robin, P. Michael, <b>Fondations of Macroeconomics</b> , 4 <sup>th</sup> edition, Pearson Education, Inc, U. S. A, 2009.
10	B. Tucker, <b>Macroeconomics for Today's World</b> , 6 <sup>th</sup> edition Southwestern, Cengage learning, U. S. A , 2010.
11	Bencivenga & al, <b>Equity Markets, Transaction Costs &amp; Capital Accumulation: An Illustration</b> , The World Bank Economic Review, Vol 10, 1996.
12	C. Jones, <b>Introduction to Economic Growth</b> , Edition Norton & Company, U. S. A, 1998.
13	C. Jones, <b>Investments, Analysis &amp; Management</b> , 7 <sup>th</sup> edition, New York, Tnc, 2000.
14	C. Yartey, <b>The Stock Market and the Financing of Corporate Growth in Africa The Case of Ghana</b> , IMF Working Paper, September 2006.
15	C. Howells & Soliman , <b>Endogenous growth models &amp; Stock Market development, Evidence from four countries</b> , Review of Development Economics, vol 9, 2005.
16	Claessens, <b>Hot or Cold World Bank Economic Review</b> , vol 9, n°1, Washington D.C.U.S.A, 1995.
17	D. Armand & Autre, " <b>Manuel de Gestion</b> ", Volume 2, Ellipses. Auf, France, 1999.
18	D. Blake, <b>Financial Market Analysis</b> , Mc Graw-Hill, Book Company, Europe, 1990.
19	D. French, <b>Security &amp; Portfolio Analysis, Concept &amp; Management</b> , Merrill Publishing Company, Columbus, 1989.
20	D. Mertisette, <b>Decisions financiers a longterme</b> , les editions S M G, trios revières 3 <sup>eme</sup> edition, 1994.
21	D. Phlon, <b>les Taux De Change</b> 3 <sup>e</sup> édition , Edition la découverte, paris, 2001.
22	D. Plihon & autres, <b>Les Banques Acteurs de la Globalisation Financière</b> , La documentation Française, Paris, 2006.
23	Demetriades & Hussein, <b>Does Financial Development cause economic growth? Time Series Evidence From Sixteen Countries</b> , Journal of Development Economic, 51, 1996.
24	E. Schapiro, <b>Macroeconomie Analysis</b> , Harcourt Brance Jovanovich. Inc, New York, 1982. enterprises in Egypt, MPRA paper, no: 12364, available at web site : <a href="http://mpra.ub.uni-muenchen.de/12364">http://mpra.ub.uni-muenchen.de/12364</a>
25	F. Allen & D. Gale, <b>Stock Price Manipulation</b> , The Review of Financial Studies 5, 1992.
26	Fama, F. Eugene, <b>Stock Returns, Real Activity, Inflation &amp; Money</b> , American Economic Review, 71, 1981. file:///C:/Users/DG/Downloads/4165-17554-1-PB%20(1).pdf

27	Fund Rankings, Sovereign Wealth Fund Institute, available at website: www.swfinstitute.org, Septembre 2017.
28	G. Benton, <b>Principles of Financial Management</b> , John Wiley & Sons, 1993.
29	G. Mankiw, <b>Macroéconomie</b> , 3 <sup>ème</sup> édition, Boeck édition, Belgique, 2003.
30	H. Dwight & Autre, Traduction de la 6 <sup>ème</sup> édition américaine par Bruno Baron-Renault, <b>Economie du développement</b> , 3 <sup>ème</sup> édition, Bruxelles, 2011.
31	H. Mark & N. John, <b>Investments, Analysis &amp; Behavior</b> , 2 <sup>th</sup> edition, McGraw-Hill, New York, U.S.A , 2010.
32	H. Patrick, <b>Financial development &amp; Economic Growth in Underdeveloped Countries</b> , Economic Development & Cultural Change 14, 1966.
33	Hamilton James D, <b>Time Series Analysis</b> , Princeton University Press, New Jersey, 1994,
34	Henry, P. <b>Capital Account Liberalization, the Cost of Capital, and Economic Growth</b> , Working Paper no. 9488, National Bureau of Economic Research, Cambridge.
35	I. Harouna, <b>Macroeconomic variables &amp; Stock Market Return in Ghana, Any Casual Link</b> , Asian Economic & Financial Review, vol 3, n°8, 2013
36	International Finance Corporation (IFC): Central Capital Markets Department : Quarterly Review of Emerging Stock Markets, 2 Quarter, 1993.
37	J. Arrous, <b>Les théories de la Croissance</b> , éditions du seuil , Paris , France, 1999.
38	J. Audinet, <b>Le visage de la Mondialisation</b> , les Editions de L'atelier, Paris, 2007.
39	J. Bert & Autre, <b>Finances d'entreprise</b> , Pearson éducation, Paris, 2008.
40	J. Bradford & L. Martha, <b>Macroeconomics</b> , 2 <sup>th</sup> edition, McGraw-Hill, New York, 2006.
41	J. Charles, <b>Investment</b> , John Wiley & Sons, Inc, 1999.
42	J. Francis, <b>Investment Analysis &amp; Management</b> , 5 <sup>th</sup> ed, MICGRAW Hill Book Company, U.S.A, 1991.
43	J. François goux, <b>Economie Monétaire &amp; Financière, Théories, Institutions Politiques</b> , Economica, Paris, 1998.
44	J. Greenwood & B. Jovanovic, <b>Financial Development Growth And The Distribution of Income</b> , Journal of Political Economy, (98) 5, 1990.
45	J. Hamon, <b>Bourse &amp; Gestion de Portefeuille</b> , 2 <sup>ème</sup> édition, Economica, Paris, France, 2005.
46	J. peyrard, <b>"La bourse"</b> , 3 <sup>ème</sup> édition, Imprimerie hérissey a ayreux, France, 1993.
47	J. Radebaugh, <b>International Business Environment &amp; Operations</b> , 9 <sup>th</sup> Edition, Prentice Hall, Australia, 2001.
48	J. Robert, <b>Macro Economics</b> , Harris Coilins Publishers, U. S. A, 1990.
49	J. Robinson, <b>The Generalization of the general theory in the rate of interest and other essays</b> , McMillan, London, 1952.
50	J. Solnik, <b>Les Marchés Financiers, Gestion de Portefeuille &amp; des Risque</b> , 3 <sup>ème</sup> édition,

	Paris, Dunod 1997.
51	J. Van Horne & al, <b>Fundamentals of Financial Management</b> , 12 <sup>th</sup> edition, Prentice-Hall, Inc, London, 2005.
52	K. Robert & L. Ross, <b>Finance &amp; Growth : Schumpeter Might Be Right</b> , World Bank Working Paper Series n°1083, Washington D.C.
53	L. William. R. <b>Financial Management, A Practical Approach</b> , 5th edition, Thomson South-Western,
54	M. Aglietta , <b>Macro Economie Financière</b> , deuxième édition la découverte & Syros, Paris, 1998.
55	M. Fleurit, <b>Bourse &amp; Marchés Financier</b> ; Economica-paris, 2eme édition, 2000.
56	M. Khon, <b>Financial Institution &amp; Markets</b> , Mc Graw hill, Inc, New York, 1994
57	M. Ucer, <b>Notes on Financial Liberalization</b> , available at website: <a href="http://www.econ.chula.ac.th/public/members/sothitorn/liberalization">http://www.econ.chula.ac.th/public/members/sothitorn/liberalization</a> .
58	MSCI Index Research, <b>MSCI Market Classification Framework</b> , 2016, disponible sur le web Olivier Cardi, <b>Macroéconomie</b> , Université Panthéon-Assas, Paris, France, 2013
59	P. Conso & F. Hemeci, <b>Gestion Financiere de l'entreprise</b> , Edition Dunaud, Paris, France, 2 <sup>eme</sup> édition, 2002.
60	P. Demetriadas, <b>Financial Markets &amp; Economic Development</b> , ECES Working paper n°27, 1998.
61	P. Guidotti & J. Gregorio, <b>Financial Development &amp; Economic Growth</b> ,World Development, vol 23, n° 3, 1995.
62	P. Howells & B.Keith, <b>Financial Markets &amp; Institution</b> , 3 <sup>rd</sup> , Prentice-Hall,U.K, 2000.
63	P. Llau, <b>Economie Financière Publique</b> , presses universitaire de France, 1 <sup>ere</sup> édition, 1996
65	P. Navatte, <b>Instrument &amp; Marché Financier</b> , economica, Paris, 1992.
66	P. Richard & al, <b>Corporate Finance &amp; Investment</b> , 7th edition, Pearson Education Limited, England, 2012.
67	R. Barro & S. Martin, <b>Economic Growth</b> , Mc Graw-Hill Advenced Series in Economics, New York, 1995.
68	R. Dickie. <b>Development of Third World Securities Markets, an Analysis of general Principles &amp; Case Study if The Indonesian Market</b> , Vol 13, 1981.
69	R. Frank & B. Keith , <b>Investment Analyis &amp; Portfolio Management</b> , 8 <sup>th</sup> edition, Thomson South Western , U.S.A, 2006.
70	R. Frank & S. Bernanke, <b>Principles of Economics</b> , 3 <sup>rd</sup> edition, McGraw-Hill/Irwin, New York, 2007
71	R. Levine & al, <b>Benchmarking Financial Systems around the World</b> , Policy Research Working Paper, 6175, 2012.
72	R. Levine & S. Zervos, <b>Stock Markets, Banks &amp; Economic Growth</b> , American

	Economic Review88, 1998.
73	R. Levine, S. Zavos, <b>Stosk Market Development &amp; Long Run Growth</b> , world Bank, working paper, n 1582, Washington, D. C, 1996.
74	R. Levine, <b>Bank–Based or Market–Based Financial System, Which is Better ?</b> ,William Davidson Working Paper, 2002.
75	R. Maysami & al, <b>Relationship between Macroeconomic variables&amp; Stock Market Indice, Cointegration Evidence from Stock Exchange of Singapore All –S Sector Indices</b> , Journal Pengurusan, vol 24, 2004.
76	R. Stephen & al, <b>Modern Financial Management</b> , 8 <sup>th</sup> edition, McGraw–Hill, New York, 2008,
77	R. Torres & J. Martin, <b>Mesure de la croissance potentielle dans les sept grands pays de l’OCDE</b> , revue économique de l’OCDE, n°14, 1990.
78	R. Zabler, <b>Monetary policy on open capital account</b> , Review n°48, Un Nation economic commission for Latin America & Caribbean, 1997.
79	Ray Tridip,Financial Development &Economic Growth, Arevue of Literature, available at web site : <a href="http://www.isid.ac.in/planning/slides-isi-litreview.pdf">www.isid.ac.in/planning/slides-isi-litreview.pdf</a> .
80	Ross, Stephen & al , <b>Fundamentals of Corporate Finance</b> , 9th edition, McGraw–Hill/ Irwin, New York, 2010.
81	S & P –E merging Markets Index–Index methodology MC grow hill financial , <a href="http://www.mhfi.com">www.mhfi.com</a>
82	S. Ben Gamra & M. Clévenot, <b>Les effets Ambigus de la Libéralisation Financière dans les pays en développement Croissance Economique ou Instabilité Financière</b> , 2006.
83	S. Ben Gamra & M. Clévenot. <b>Libéralisation Financière&amp; Crises Bancaires dans les Pays Emergents: La Prégance du Rôle des Institutions</b> , Université Paris , 2005.
84	S. Ben Nacer & al, <b>Does stock market liberalization spur financial and economic development in the MENA region?</b> , Jomnal of International Money and Finance, ,2008 Available at the following URL <a href="http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S01">www.sciencedirect.com/science/article/pii/S01</a>
85	S. Block,B.French, <b>The Effect of Portfolio Weighting on Investment Performance Evaluation</b> , Journal of economics & Finance, vol 26, n1, 2002.
86	S. Fischer, <b>Modern Approaches to Central Banking</b> , NBER Working Paper Series, No. 5068, March 1995.
87	U. Faruk, <b>Les Théories de la croissance</b> , Université Pierre Mendés, France, 2005–2006.
88	V. Horne & Autre, <b>Fundamentals of Financial Management</b> , 12 <sup>th</sup> edition, Prentice–Hall, Inc, London, 2005.
89	V. Horne&W.John, <b>fundamentals of Financial Management</b> , Prentice Hall Company, 9 <sup>th</sup> ed, U.S.A,1995.
90	W. Boyes, J. William, <b>Macreeconomics: The Dynamics of Theory and Policy</b> , South–

	Western Publishing, Cincinnati, U.S.A, 1984.
91	W. Nafziger, <b>Economic Development</b> , 4 <sup>th</sup> edition, Cambridge University press, U. S. A, 2006.
92	W. Sharp & A. Gordon, <b>Investments</b> , Prentice-Hall International, Inc, U.S.A, 1990.
93	Y. Murat, <b>Croissance Economique</b> , Université Paul Cézanne, Marseille, France, 2001.
94	Z. Bodie & al , <b>Investments</b> ,8 <sup>th</sup> edition, McGraw-Hill, New York, 2009.
95	Z. Bodie & al , <b>Essential of Investment</b> , 4 <sup>th</sup> edition, McGraw-Hill Companies, Inc, 2008
96	Zervos & Levine, <b>Stock Market Development&amp; Long-Run Growth</b> , World Bank Economic Review, n° 2, 1996.

	ثالثا: المواقع الالكترونية
1	<a href="http://almerja.com/reading.php?idm=84189">http://almerja.com/reading.php?idm=84189</a>
2	<a href="http://hal.inria.fr/docs/00/32/33/34/pdf/Oran150206.pdf">http://hal.inria.fr/docs/00/32/33/34/pdf/Oran150206.pdf</a> .
3	<a href="http://web.upmf-grenoble.fr/cepse/membres_cepse/Faruk/croissance2006.pdf">http://web.upmf-grenoble.fr/cepse/membres_cepse/Faruk/croissance2006.pdf</a> .USA, 2008.
4	<a href="http://www.omislam.net/arabic/mama//live-cinscling/92874-2005-05-15%2000*00-00-html">http://www.omislam.net/arabic/mama//live-cinscling/92874-2005-05-15%2000*00-00-html</a>
5	<a href="http://www.alittihad.ae/wajhatdetails.php?id=510">http://www.alittihad.ae/wajhatdetails.php?id=510</a> .
6	<a href="http://www.kantakji.com/media/7389/b199">http://www.kantakji.com/media/7389/b199</a>
7	<a href="http://www.kibs.edu.kw/upload/FinancialDerivatives_362.pdf">http://www.kibs.edu.kw/upload/FinancialDerivatives_362.pdf</a>
8	<a href="http://www.noorsa.net/files/file/d3e9_48.pdf">http://www.noorsa.net/files/file/d3e9_48.pdf</a>
9	<a href="http://www.yildizoglu.x10.mx/croissanceweb/node48.html">http://www.yildizoglu.x10.mx/croissanceweb/node48.html</a> ,
10	<a href="https://journals.ju.edu.jo/DirasatAdm/article/download/2978/6275">https://journals.ju.edu.jo/DirasatAdm/article/download/2978/6275</a>
11	<a href="https://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&amp;aId=33757">https://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&amp;aId=33757</a>
12	<a href="https://www.ase.com.jo/ar/node/810">https://www.ase.com.jo/ar/node/810</a>
13	<a href="https://www.ase.com.jo/ar/node/820">https://www.ase.com.jo/ar/node/820</a>
14	<a href="https://www.ase.com.jo/ar/node/822">https://www.ase.com.jo/ar/node/822</a>
15	<a href="https://www.ase.com.jo/ar/node/832">https://www.ase.com.jo/ar/node/832</a>
16	<a href="https://www.ase.com.jo/ar/node/836">https://www.ase.com.jo/ar/node/836</a>
17	<a href="https://www.ase.com.jo/ar/node/842">https://www.ase.com.jo/ar/node/842</a>
18	<a href="https://www.ase.com.jo/ar/node/864">https://www.ase.com.jo/ar/node/864</a>
19	<a href="https://www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/weo/2016/02/pdf/texta.pdf">https://www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/weo/2016/02/pdf/texta.pdf</a>
20	<a href="https://www.msci.com/indexes">https://www.msci.com/indexes</a>
21	<a href="https://www.skynewsarabia.com/web/article/837975">https://www.skynewsarabia.com/web/article/837975</a>
22	<a href="https://www.4shared.com">https://www.4shared.com</a>
23	<a href="https://www.alukah.net">https://www.alukah.net</a>
24	<a href="https://www.amf.org.ae/ar/content/">https://www.amf.org.ae/ar/content/</a>
25	<a href="https://www.univ-paris13.fr13">https://www.univ-paris13.fr13</a> .

26	<a href="http://almerja.com/reading.php?idm=84189">http://almerja.com/reading.php?idm=84189</a>
27	<a href="http://hal.inria.fr/docs/00/32/33/34/pdf/Oran150206.pdf">http://hal.inria.fr/docs/00/32/33/34/pdf/Oran150206.pdf</a> .

# فهرس الملاحق

## ملحق (1): المتغيرات المستخدمة في النموذج القياسي خلال الفترة (1980-2016)

السنوات	إصدار الأسهم (د.أ.)	معدل التداول	الرسملة البورصية (د.أ.)	معدل الدوران	معدل النمو الاقتصادي	الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي (مليون د.أ.)
1980	47764260	0,03559371	495526486	0,08361021	0,11990847	2447.4
1981	74547574	0,05208358	834614580	0,0903615	0,16469146	2850.2
1982	91308682	0,07779804	1034818001	0,12397249	0,07368421	3060.7
1983	62010000	0,07918651	1053358110	0,13426309	-0,02254902	2991.4
1984	6283630	0,03107314	911686265	0,06506473	0,05683718	3161.7
1985	10675000	0,03387354	926905946	0,07199314	-0,02973742	3067.8
1986	11420000	0,03103705	891808105	0,07795735	0,05771112	2244.9
1987	28159538	0,0648199	929380379	0,15943772	0,02034525	3310.2
1988	7000000	0,05646029	1104677475	0,12005787	0,0081571	3337
1989	21845074	0,15158344	1400406829	0,26248789	-0,10848067	2975.1
1990	10478065	0,09742245	1293210890	0,20792121	-0,00235294	2968.4
1991	20722028	0,10241336	1707095165	0,17745861	0,02257412	3035.9
1992	54608973	0,24569279	2295649288	0,38636171	0,11960461	3398.1
1993	228394905	0,24938563	3463930183	0,27962856	0,03472631	3516.7
1994	460920711	0,11362774	3409293505	0,14521368	0,04948805	3690.4
1995	322932733	0,08887538	3495438521	0,11985865	0,07262873	3958.2
1996	154882113	0,05061766	3461156739	0,07182089	0,01945427	4035.2
1997	327356278	0,0691541	3861951391	0,09198578	0,03593556	4180.3
1998	47522780	0,08279092	4156558122	0,11172086	0,03110048	4310
1999	53294587	0,06739889	4137711690	0,09411743	0,03155452	4446.9
2000	105924067	0,05580604	3509640709	0,09537291	0,04813315	4660.1
2001	60730051	0,1050845	4476364817	0,14937403	0,05793991	4930
2002	35842157	0,13986944	5028953990	0,18896037	0,06511156	5251.3
2003	56164822	0,25666519	7772750866	0,23867689	0,04284898	5476.5
2004	207066837	0,46888146	13033833515	0,29103111	0,08692476	5952.5
2005	888825951	1,89031394	26667097118	0,63265424	0,07594086	6404.2
2006	2408835009	1,33113542	21078237222	0,67414891	0,08041849	6919.6
2007	885771902	1,01789646	29214202327	0,42267462	0,07226478	7419.9
2008	827957704	1,30302152	25406265528	0,79972456	0,06658579	7913.3
2009	317321922	0,57150617	22526919428	0,42905611	0,02148363	8083.4
2010	119281271	0,35657111	21858181603	0,3060633	0,03402202	8358.2
2011	136671251	0,13919968	19272757327	0,14789024	0,02117732	8635.2
2012	144825273	0,09008941	19141521210	0,10337809	0,03737551	8854.6
2013	45979161	0,12692362	18233491417	0,16602718	0,02755817	9098.6
2014	65818338	0,0889808	18082617433	0,12517019	0,03231479	9392.5
2015	40545362	0,12828318	17984673970	0,1899995	0,02608603	9637.6
2016	178242008	0,08488071	17339384851	0,13434537	0,02179101	9847.8

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على التقارير السنوية، كما أن النسب احتسبت من طرف الباحث.

1- التقارير السنوية لبورصة عمان ، متاحة على الموقع الالكتروني : <https://www.ase.com.jo/ar/node/1652> .....

2- التقارير السنوية لبنك الاردن المركزي ، متاحة على الموقع الالكتروني : <http://www.cbj.gov.jo> .....

## ملحق (2): اختبار Augmented Dickey-Fuller (ADF) للسلسلة GR باستخدام النماذج (A-B-C)

## في المستوى

Null Hypothesis: GR has a unit root					Null Hypothesis: GR has a unit root				
Exogenous: Constant					Exogenous: Constant, Linear Trend				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)					Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)				
		t-Statistic	Prob.*				t-Statistic	Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.316768	0.0016		Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.251123	0.0096	
Test critical values:		1% level	-3.626784		Test critical values:		1% level	-4.234972	
		5% level	-2.945842				5% level	-3.540328	
		10% level	-2.611531				10% level	-3.202445	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(GR) Method: Least Squares Date: 05/02/18 Time: 17:17 Sample (adjusted): 1981 2016 Included observations: 36 after adjustments					*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(GR) Method: Least Squares Date: 05/02/18 Time: 17:18 Sample (adjusted): 1981 2016 Included observations: 36 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GR(-1)	-0.667560	0.154643	-4.316768	0.0001	GR(-1)	-0.666541	0.156792	-4.251123	0.0002
C	0.026044	0.009701	2.684737	0.0111	C	0.022179	0.016200	1.369141	0.1802
					@TREND("1980")	0.000207	0.000688	0.300183	0.7659
R-squared	0.354036	Mean dependent var	-0.002725		R-squared	0.355795	Mean dependent var	-0.002725	
Adjusted R-squared	0.335037	S.D. dependent var	0.051865		Adjusted R-squared	0.316752	S.D. dependent var	0.051865	
S.E. of regression	0.042294	Akaike info criterion	-3.434408		S.E. of regression	0.042871	Akaike info criterion	-3.381579	
Sum squared resid	0.060818	Schwarz criterion	-3.346434		Sum squared resid	0.060652	Schwarz criterion	-3.249619	
Log likelihood	63.81934	Hannan-Quinn criter.	-3.403703		Log likelihood	63.86842	Hannan-Quinn criter.	-3.335522	
F-statistic	18.63449	Durbin-Watson stat	2.125627		F-statistic	9.112956	Durbin-Watson stat	2.134606	
Prob(F-statistic)	0.000129				Prob(F-statistic)	0.000706			

Null Hypothesis: GR has a unit root				
Exogenous: None				
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)				
		t-Statistic	Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.026985	0.0035	
Test critical values:		1% level	-2.632688	
		5% level	-1.950687	
		10% level	-1.611059	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(GR) Method: Least Squares Date: 05/02/18 Time: 17:19 Sample (adjusted): 1982 2016 Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GR(-1)	-0.386588	0.127714	-3.026985	0.0048
D(GR(-1))	-0.255868	0.148299	-1.725352	0.0938
R-squared	0.355028	Mean dependent var	-0.004083	
Adjusted R-squared	0.335483	S.D. dependent var	0.051970	
S.E. of regression	0.042365	Akaike info criterion	-3.429567	
Sum squared resid	0.059227	Schwarz criterion	-3.340690	
Log likelihood	62.01742	Hannan-Quinn criter.	-3.398886	
Durbin-Watson stat	1.897736			



## ملحق(4): اختبار (ADF) Augmented Dickey-Fuller للسلسلة LOG(ISH) باستخدام النماذج (A-B-C)

## في المستوى

Null Hypothesis: LOG(ISH) has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)					Null Hypothesis: LOG(ISH) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)				
		t-Statistic	Prob.*				t-Statistic	Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.047430	0.2663		Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.381954	0.3822	
Test critical values:	1% level	-3.626784			Test critical values:	1% level	-4.234972		
	5% level	-2.945842				5% level	-3.540328		
	10% level	-2.611531				10% level	-3.202445		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(LOG(ISH)) Method: Least Squares Date: 05/02/18 Time: 17:23 Sample (adjusted): 1981 2016 Included observations: 36 after adjustments					*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(LOG(ISH)) Method: Least Squares Date: 05/02/18 Time: 17:24 Sample (adjusted): 1981 2016 Included observations: 36 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(ISH(-1))	-0.221060	0.107969	-2.047430	0.0484	LOG(ISH(-1))	-0.291767	0.122491	-2.381954	0.0231
C	4.067997	1.974955	2.059792	0.0471	C	4.987431	2.107638	2.366360	0.0240
					@TREND("1980")	0.020002	0.016718	1.196430	0.2401
R-squared	0.109760	Mean dependent var	0.036580		R-squared	0.146771	Mean dependent var	0.036580	
Adjusted R-squared	0.083577	S.D. dependent var	0.959456		Adjusted R-squared	0.095060	S.D. dependent var	0.959456	
S.E. of regression	0.918487	Akaike info criterion	2.721776		S.E. of regression	0.912715	Akaike info criterion	2.734869	
Sum squared resid	28.68305	Schwarz criterion	2.809749		Sum squared resid	27.49059	Schwarz criterion	2.866829	
Log likelihood	-46.99196	Hannan-Quinn criter.	2.752481		Log likelihood	-46.22764	Hannan-Quinn criter.	2.780926	
F-statistic	4.191969	Durbin-Watson stat	1.823622		F-statistic	2.838304	Durbin-Watson stat	1.780189	
Prob(F-statistic)	0.048405				Prob(F-statistic)	0.072876			

Null Hypothesis: LOG(ISH) has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)				
		t-Statistic	Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic		0.076091	0.7006	
Test critical values:	1% level	-2.630762		
	5% level	-1.950394		
	10% level	-1.611202		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(LOG(ISH)) Method: Least Squares Date: 05/02/18 Time: 17:24 Sample (adjusted): 1981 2016 Included observations: 36 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(ISH(-1))	0.000666	0.008748	0.076091	0.9398
R-squared	-0.001329	Mean dependent var	0.036580	
Adjusted R-squared	-0.001329	S.D. dependent var	0.959456	
S.E. of regression	0.960094	Akaike info criterion	2.783813	
Sum squared resid	32.26231	Schwarz criterion	2.827800	
Log likelihood	-49.10864	Hannan-Quinn criter.	2.799166	
Durbin-Watson stat	2.006693			

## ملحق (5): اختبار Augmented Dickey-Fuller (ADF) للسلسلة TUR باستخدام النماذج (A-B-C)

## في المستوى

Null Hypothesis: TUR has a unit root					Null Hypothesis: TUR has a unit root				
Exogenous: Constant					Exogenous: Constant, Linear Trend				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)					Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)				
		t-Statistic	Prob.*				t-Statistic	Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.443333	0.1376		Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.424361	0.3616	
Test critical values:		1% level			Test critical values:		1% level		
		-3.626784					-4.234972		
		5% level					5% level		
		-2.945842					-3.540328		
		10% level					10% level		
		-2.611531					-3.202445		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(TUR) Method: Least Squares Date: 05/02/18 Time: 17:26 Sample (adjusted): 1981 2016 Included observations: 36 after adjustments					*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(TUR) Method: Least Squares Date: 05/02/18 Time: 17:26 Sample (adjusted): 1981 2016 Included observations: 36 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TUR(-1)	-0.293639	0.120180	-2.443333	0.0199	TUR(-1)	-0.321882	0.132770	-2.424361	0.0210
C	0.065321	0.033617	1.943102	0.0603	C	0.049571	0.045249	1.095525	0.2812
					@TREND("1980")	0.001184	0.002246	0.527083	0.6017
R-squared	0.149359	Mean dependent var	0.001409		R-squared	0.156461	Mean dependent var	0.001409	
Adjusted R-squared	0.124341	S.D. dependent var	0.135390		Adjusted R-squared	0.105337	S.D. dependent var	0.135390	
S.E. of regression	0.126694	Akaike info criterion	-1.240136		S.E. of regression	0.128061	Akaike info criterion	-1.192964	
Sum squared resid	0.545744	Schwarz criterion	-1.152163		Sum squared resid	0.541188	Schwarz criterion	-1.061004	
Log likelihood	24.32245	Hannan-Quinn criter.	-1.209431		Log likelihood	24.47336	Hannan-Quinn criter.	-1.146907	
F-statistic	5.969875	Durbin-Watson stat	2.202963		F-statistic	3.060444	Durbin-Watson stat	2.157702	
					Prob(F-statistic)	0.060358			

Null Hypothesis: TUR has a unit root				
Exogenous: None				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)				
		t-Statistic	Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.427281	0.1406	
Test critical values:		1% level		
		-2.630762		
		5% level		
		-1.950394		
		10% level		
		-1.611202		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(TUR) Method: Least Squares Date: 05/02/18 Time: 17:27 Sample (adjusted): 1981 2016 Included observations: 36 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TUR(-1)	-0.111934	0.078425	-1.427281	0.1624
R-squared	0.054897	Mean dependent var	0.001409	
Adjusted R-squared	0.054897	S.D. dependent var	0.135390	
S.E. of regression	0.131622	Akaike info criterion	-1.190388	
Sum squared resid	0.606348	Schwarz criterion	-1.146401	
Log likelihood	22.42698	Hannan-Quinn criter.	-1.175035	
Durbin-Watson stat	2.390570			

## ملحق(6): اختبار Augmented Dickey-Fuller (ADF) للسلسلة TRA باستخدام النماذج (A-B-C)

## في المستوى

Null Hypothesis: TRA has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)					Null Hypothesis: TRA has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)												
		t-Statistic	Prob.*				t-Statistic	Prob.*									
Augmented Dickey-Fuller test statistic					-2.236746	0.1974		Augmented Dickey-Fuller test statistic					-2.224937	0.4622			
Test critical values:					1% level		-3.626784			Test critical values:					1% level		-4.234972
					5% level		-2.945842								5% level		-3.540328
					10% level		-2.611531								10% level		-3.202445
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(TRA) Method: Least Squares Date: 05/02/18 Time: 17:27 Sample (adjusted): 1981 2016 Included observations: 36 after adjustments					*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(TRA) Method: Least Squares Date: 05/02/18 Time: 17:28 Sample (adjusted): 1981 2016 Included observations: 36 after adjustments												
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.								
TRA(-1)	-0.254901	0.113961	-2.236746	0.0320	TRA(-1)	-0.278962	0.125380	-2.224937	0.0330								
C	0.071121	0.057460	1.237741	0.2243	C	0.031600	0.099736	0.316830	0.7534								
					@TREND("1980")	0.002492	0.005111	0.487583	0.6291								
R-squared	0.128273	Mean dependent var	0.001369		R-squared	0.134508	Mean dependent var	0.001369									
Adjusted R-squared	0.102634	S.D. dependent var	0.305682		Adjusted R-squared	0.082054	S.D. dependent var	0.305682									
S.E. of regression	0.289571	Akaike info criterion	0.413117		S.E. of regression	0.292872	Akaike info criterion	0.461494									
Sum squared resid	2.850937	Schwarz criterion	0.501090		Sum squared resid	2.830545	Schwarz criterion	0.593454									
Log likelihood	-5.436103	Hannan-Quinn criter.	0.443822		Log likelihood	-5.306894	Hannan-Quinn criter.	0.507552									
F-statistic	5.003032	Durbin-Watson stat	1.981946		F-statistic	2.564301	Durbin-Watson stat	1.949172									
Prob(F-statistic)	0.031969				Prob(F-statistic)	0.092223											

Null Hypothesis: TRA has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)							
		t-Statistic	Prob.*				
Augmented Dickey-Fuller test statistic					-1.849284	0.0620	
Test critical values:					1% level		-2.630762
					5% level		-1.950394
					10% level		-1.611202
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(TRA) Method: Least Squares Date: 05/02/18 Time: 17:28 Sample (adjusted): 1981 2016 Included observations: 36 after adjustments							
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.			
TRA(-1)	-0.178349	0.096442	-1.849284	0.0729			
R-squared	0.088994	Mean dependent var	0.001369				
Adjusted R-squared	0.088994	S.D. dependent var	0.305682				
S.E. of regression	0.291763	Akaike info criterion	0.401635				
Sum squared resid	2.979397	Schwarz criterion	0.445621				
Log likelihood	-6.229421	Hannan-Quinn criter.	0.416987				
Durbin-Watson stat	2.047573						



ملحق(8): اختبار Augmented Dickey-Fuller (ADF) للسلسلة LOG(ISH) باستخدام النماذج (A-B-C) على

الفرق الاول

Null Hypothesis: D(LOG(ISH)) has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
Test critical values:				
	1% level		-3.632900	
	5% level		-2.948404	
	10% level		-2.612874	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(LOG(ISH),2) Method: Least Squares Date: 05/02/18 Time: 18:26 Sample (adjusted): 1982 2016 Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LOG(ISH(-1)))	-1.042329	0.179547	-5.805324	0.0000
C	0.024708	0.166436	0.148451	0.8829
R-squared	0.505261	Mean dependent var	0.029587	
Adjusted R-squared	0.490268	S.D. dependent var	1.379132	
S.E. of regression	0.984638	Akaike info criterion	2.862360	
Sum squared resid	31.99389	Schwarz criterion	2.951237	
Log likelihood	-48.09129	Hannan-Quinn criter.	2.893040	
F-statistic	33.70178	Durbin-Watson stat	1.931961	
Prob(F-statistic)	0.000002			

Null Hypothesis: D(LOG(ISH)) has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
Test critical values:				
	1% level		-2.632688	
	5% level		-1.950687	
	10% level		-1.611059	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(LOG(ISH),2) Method: Least Squares Date: 05/02/18 Time: 18:27 Sample (adjusted): 1982 2016 Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LOG(ISH(-1)))	-1.042464	0.176944	-5.891496	0.0000
R-squared	0.504930	Mean dependent var	0.029587	
Adjusted R-squared	0.504930	S.D. dependent var	1.379132	
S.E. of regression	0.970374	Akaike info criterion	2.805884	
Sum squared resid	32.01525	Schwarz criterion	2.850323	
Log likelihood	-48.10297	Hannan-Quinn criter.	2.821224	
Durbin-Watson stat	1.930401			

Null Hypothesis: D(LOG(ISH)) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 9 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
Test critical values:				
	1% level		-4.356068	
	5% level		-3.595026	
	10% level		-3.233456	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(LOG(ISH),2) Method: Least Squares Date: 05/02/18 Time: 18:26 Sample (adjusted): 1991 2016 Included observations: 26 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LOG(ISH(-1)))	-5.030081	0.873679	-5.757355	0.0000
D(LOG(ISH(-1)),2)	3.697074	0.751350	4.920572	0.0002
D(LOG(ISH(-2)),2)	3.341330	0.681573	4.902378	0.0002
D(LOG(ISH(-3)),2)	3.128573	0.628481	4.977995	0.0002
D(LOG(ISH(-4)),2)	2.649827	0.570982	4.640820	0.0004
D(LOG(ISH(-5)),2)	2.156710	0.473408	4.555711	0.0004
D(LOG(ISH(-6)),2)	1.803746	0.401750	4.489718	0.0005
D(LOG(ISH(-7)),2)	1.344365	0.338744	3.968682	0.0014
D(LOG(ISH(-8)),2)	1.113547	0.264552	4.209173	0.0009
D(LOG(ISH(-9)),2)	0.474339	0.185443	2.557867	0.0228
C	1.224076	0.513240	2.384998	0.0318
@TREND("1980")	-0.032196	0.020319	-1.584541	0.1354
R-squared	0.826160	Mean dependent var	0.085208	
Adjusted R-squared	0.689571	S.D. dependent var	1.207504	
S.E. of regression	0.672775	Akaike info criterion	2.349226	
Sum squared resid	6.336768	Schwarz criterion	2.929886	
Log likelihood	-18.53994	Hannan-Quinn criter.	2.516435	
F-statistic	6.048509	Durbin-Watson stat	2.429311	
Prob(F-statistic)	0.001189			



ملحق (10): اختبار (ADF) Augmented Dickey-Fuller للسلسلة TUR باستخدام النماذج (A-B-C) على الفرق

## الأول

Null Hypothesis: D(TUR) has a unit root				
Exogenous: Constant				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-7.545117	0.0000
Test critical values:	1% level		-3.632900	
	5% level		-2.948404	
	10% level		-2.612874	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(TUR,2)				
Method: Least Squares				
Date: 05/02/18 Time: 18:20				
Sample (adjusted): 1982 2016				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TUR(-1))	-1.268682	0.168146	-7.545117	0.0000
C	0.002073	0.022712	0.091292	0.9278
R-squared	0.633043	Mean dependent var	-0.001783	
Adjusted R-squared	0.621923	S.D. dependent var	0.218465	
S.E. of regression	0.134330	Akaike info criterion	-1.121597	
Sum squared resid	0.595466	Schwarz criterion	-1.032720	
Log likelihood	21.62794	Hannan-Quinn criter.	-1.090916	
F-statistic	56.92880	Durbin-Watson stat	2.000370	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Null Hypothesis: D(TUR) has a unit root				
Exogenous: Constant, Linear Trend				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-7.488635	0.0000
Test critical values:	1% level		-4.243644	
	5% level		-3.544284	
	10% level		-3.204699	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(TUR,2)				
Method: Least Squares				
Date: 05/02/18 Time: 18:21				
Sample (adjusted): 1982 2016				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TUR(-1))	-1.274610	0.170206	-7.488635	0.0000
C	0.026790	0.048979	0.546973	0.5882
@TREND("1980")	-0.001300	0.002276	-0.571210	0.5718
R-squared	0.636747	Mean dependent var	-0.001783	
Adjusted R-squared	0.614044	S.D. dependent var	0.218465	
S.E. of regression	0.135722	Akaike info criterion	-1.074598	
Sum squared resid	0.589456	Schwarz criterion	-0.941283	
Log likelihood	21.80547	Hannan-Quinn criter.	-1.028578	
F-statistic	28.04642	Durbin-Watson stat	2.008851	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Null Hypothesis: D(TUR) has a unit root				
Exogenous: None				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-7.657471	0.0000
Test critical values:	1% level		-2.632688	
	5% level		-1.950687	
	10% level		-1.611059	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(TUR,2)				
Method: Least Squares				
Date: 05/02/18 Time: 18:23				
Sample (adjusted): 1982 2016				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TUR(-1))	-1.268336	0.165634	-7.657471	0.0000
R-squared	0.632950	Mean dependent var	-0.001783	
Adjusted R-squared	0.632950	S.D. dependent var	0.218465	
S.E. of regression	0.132356	Akaike info criterion	-1.178487	
Sum squared resid	0.595616	Schwarz criterion	-1.134048	
Log likelihood	21.62352	Hannan-Quinn criter.	-1.163147	
Durbin-Watson stat	2.000545			

ملحق(11): اختبار Augmented Dickey-Fuller (ADF) للسلسلة TRA باستخدام النماذج (A-B-C) على الفرق

## الأول

Null Hypothesis: D(TRA) has a unit root				
Exogenous: None				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)				
	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.550589	0.0000		
Test critical values:				
1% level	-2.632688			
5% level	-1.950687			
10% level	-1.611059			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(TRA,2)				
Method: Least Squares				
Date: 05/02/18 Time: 18:24				
Sample (adjusted): 1982 2016				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TRA(-1))	-1.116099	0.170381	-6.550589	0.0000
R-squared	0.557920	Mean dependent var	-0.001711	
Adjusted R-squared	0.557920	S.D. dependent var	0.463292	
S.E. of regression	0.308039	Akaike info criterion	0.510972	
Sum squared resid	3.226184	Schwarz criterion	0.555411	
Log likelihood	-7.942010	Hannan-Quinn criter.	0.526312	
Durbin-Watson stat	2.019383			

Null Hypothesis: D(TRA) has a unit root				
Exogenous: Constant, Linear Trend				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)				
	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.388752	0.0000		
Test critical values:				
1% level	-4.243644			
5% level	-3.544284			
10% level	-3.204699			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(TRA,2)				
Method: Least Squares				
Date: 05/02/18 Time: 18:24				
Sample (adjusted): 1982 2016				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TRA(-1))	-1.121026	0.175469	-6.388752	0.0000
C	0.045273	0.114217	0.396378	0.6945
@TREND("1980")	-0.002317	0.005309	-0.436335	0.6655
R-squared	0.560542	Mean dependent var	-0.001711	
Adjusted R-squared	0.533076	S.D. dependent var	0.463292	
S.E. of regression	0.316576	Akaike info criterion	0.619309	
Sum squared resid	3.207049	Schwarz criterion	0.752624	
Log likelihood	-7.837906	Hannan-Quinn criter.	0.665329	
F-statistic	20.40848	Durbin-Watson stat	2.022390	
Prob(F-statistic)	0.000002			

Null Hypothesis: D(TRA) has a unit root				
Exogenous: None				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)				
	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.550589	0.0000		
Test critical values:				
1% level	-2.632688			
5% level	-1.950687			
10% level	-1.611059			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(TRA,2)				
Method: Least Squares				
Date: 05/02/18 Time: 18:24				
Sample (adjusted): 1982 2016				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TRA(-1))	-1.116099	0.170381	-6.550589	0.0000
R-squared	0.557920	Mean dependent var	-0.001711	
Adjusted R-squared	0.557920	S.D. dependent var	0.463292	
S.E. of regression	0.308039	Akaike info criterion	0.510972	
Sum squared resid	3.226184	Schwarz criterion	0.555411	
Log likelihood	-7.942010	Hannan-Quinn criter.	0.526312	
Durbin-Watson stat	2.019383			

ملحق (12): اختبار Philips & Perron (PP) للسلسلة GR باستخدام النماذج (A-B-C) في المستوى (Level)

Null Hypothesis: GR has a unit root					Null Hypothesis: GR has a unit root														
Exogenous: Constant					Exogenous: Constant, Linear Trend														
Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel					Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel														
					Adj. t-Stat Prob.*														
Phillips-Perron test statistic					-4.225190 0.0021					Phillips-Perron test statistic					-4.123316 0.0131				
Test critical values:					1% level -3.626784					Test critical values:					1% level -4.234972				
					5% level -2.945842										5% level -3.540328				
					10% level -2.611531										10% level -3.202445				
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.										*MacKinnon (1996) one-sided p-values.									
Residual variance (no correction)					0.001689					Residual variance (no correction)					0.001685				
HAC corrected variance (Bartlett kernel)					0.001368					HAC corrected variance (Bartlett kernel)					0.001238				
Phillips-Perron Test Equation					Dependent Variable: D(GR)					Phillips-Perron Test Equation					Dependent Variable: D(GR)				
Method: Least Squares					Date: 05/02/18 Time: 18:57					Method: Least Squares					Date: 05/02/18 Time: 18:58				
Sample (adjusted): 1981 2016					Included observations: 36 after adjustments					Sample (adjusted): 1981 2016					Included observations: 36 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.						Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.					
GR(-1)	-0.667560	0.154643	-4.316768	0.0001						GR(-1)	-0.666541	0.156792	-4.251123	0.0002					
C	0.026044	0.009701	2.684737	0.0111						C	0.022179	0.016200	1.369141	0.1802					
										@TREND("1980")					0.000207 0.000688 0.300183 0.7659				
R-squared	0.354036	Mean dependent var	-0.002725							R-squared	0.355795	Mean dependent var	-0.002725						
Adjusted R-squared	0.335037	S.D. dependent var	0.051865							Adjusted R-squared	0.316752	S.D. dependent var	0.051865						
S.E. of regression	0.042294	Akaike info criterion	-3.434408							S.E. of regression	0.042871	Akaike info criterion	-3.381579						
Sum squared resid	0.060818	Schwarz criterion	-3.346434							Sum squared resid	0.060652	Schwarz criterion	-3.249619						
Log likelihood	63.81934	Hannan-Quinn criter.	-3.403703							Log likelihood	63.86842	Hannan-Quinn criter.	-3.335522						
F-statistic	18.63449	Durbin-Watson stat	2.125627							F-statistic	9.112956	Durbin-Watson stat	2.134606						
Prob(F-statistic)	0.000129									Prob(F-statistic)	0.000706								

Null Hypothesis: GR has a unit root									
Exogenous: None									
Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel									
Adj. t-Stat Prob.*									
Phillips-Perron test statistic					-3.021674 0.0036				
Test critical values:					1% level -2.630762				
					5% level -1.950394				
					10% level -1.611202				
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.									
Residual variance (no correction)					0.002048				
HAC corrected variance (Bartlett kernel)					0.001637				
Phillips-Perron Test Equation					Dependent Variable: D(GR)				
Method: Least Squares					Date: 05/02/18 Time: 18:59				
Sample (adjusted): 1981 2016					Included observations: 36 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.					
GR(-1)	-0.382326	0.121929	-3.135644	0.0035					
R-squared	0.217095	Mean dependent var	-0.002725						
Adjusted R-squared	0.217095	S.D. dependent var	0.051865						
S.E. of regression	0.045891	Akaike info criterion	-3.297696						
Sum squared resid	0.073711	Schwarz criterion	-3.253709						
Log likelihood	60.35853	Hannan-Quinn criter.	-3.282343						
Durbin-Watson stat	2.408552								



ملحق (14): اختبار Philips & Perron (PP) للسلسلة LOG(ISH) باستخدام النماذج (A-B-C)

في المستوى (Level)

Null Hypothesis: LOG (ISH ) has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel					Null Hypothesis: LOG(ISH) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
					Adj. t-Stat Prob.*				
Phillips-Perron test statistic					-3.028063 0.0417				
Test critical values: 1% level					-3.626784				
5% level					-2.945842				
10% level					-2.611531				
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.									
Residual variance (no correction)					1.25E+17				
HAC corrected variance (Bartlett kernel)					1.28E+17				
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(ISH) Method: Least Squares Date: 05/02/18 Time: 19:01 Sample (adjusted): 1981 2016 Included observations: 36 after adjustments					Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(LOG(ISH)) Method: Least Squares Date: 05/02/18 Time: 19:01 Sample (adjusted): 1981 2016 Included observations: 36 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ISH(-1)	-0.417865	0.138955	-3.007207	0.0049	LOG(ISH(-1))	-0.291767	0.122491	-2.381954	0.0231
C	1.01E+08	68770419	1.468751	0.1511	C	4.987431	2.107638	2.366360	0.0240
					@TREND("1980")	0.020002	0.016718	1.196430	0.2401
R-squared	0.210098	Mean dependent var	3624382.		R-squared	0.146771	Mean dependent var	0.036580	
Adjusted R-squared	0.186865	S.D. dependent var	4.04E+08		Adjusted R-squared	0.095060	S.D. dependent var	0.959456	
S.E. of regression	3.64E+08	Akaike info criterion	42.31723		S.E. of regression	0.912715	Akaike info criterion	2.734869	
Sum squared resid	4.51E+18	Schwarz criterion	42.40521		Sum squared resid	27.49059	Schwarz criterion	2.866829	
Log likelihood	-759.7102	Hannan-Quinn criter.	42.34794		Log likelihood	-46.22764	Hannan-Quinn criter.	2.780926	
F-statistic	9.043292	Durbin-Watson stat	1.953620		F-statistic	2.838304	Durbin-Watson stat	1.780189	
Prob(F-statistic)	0.004932				Prob(F-statistic)	0.072876			

Null Hypothesis: LOG(ISH) has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
Adj. t-Stat Prob.*				
Phillips-Perron test statistic				
0.098536 0.7077				
Test critical values: 1% level				
-2.630762				
5% level				
-1.950394				
10% level				
-1.611202				
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)				
0.896175				
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				
0.798504				
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(LOG(ISH)) Method: Least Squares Date: 05/02/18 Time: 19:02 Sample (adjusted): 1981 2016 Included observations: 36 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(ISH(-1))	0.000666	0.008748	0.076091	0.9398
R-squared	-0.001329	Mean dependent var	0.036580	
Adjusted R-squared	-0.001329	S.D. dependent var	0.959456	
S.E. of regression	0.960094	Akaike info criterion	2.783813	
Sum squared resid	32.26231	Schwarz criterion	2.827800	
Log likelihood	-49.10864	Hannan-Quinn criter.	2.799166	
Durbin-Watson stat	2.006693			



## ملحق (16): اختبار Philips &amp; Perron (PP) للسلسلة TRA باستخدام النماذج (A-B-C)

في المستوى (Level)

Null Hypothesis: TRA has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel					Null Hypothesis: TRA has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
Adj. t-Stat					Adj. t-Stat				
Prob.*					Prob.*				
Phillips-Perron test statistic					Phillips-Perron test statistic				
-2.371255					-2.411633				
0.1567					0.3677				
Test critical values: 1% level					Test critical values: 1% level				
-3.626784					-4.234972				
5% level					5% level				
-2.945842					-3.540328				
10% level					10% level				
-2.611531					-3.202445				
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.					*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)					Residual variance (no correction)				
0.079193					0.078626				
HAC corrected variance (Bartlett kernel)					HAC corrected variance (Bartlett kernel)				
0.091705					0.093215				
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(TRA) Method: Least Squares Date: 05/02/18 Time: 19:04 Sample (adjusted): 1981 2016 Included observations: 36 after adjustments					Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(TRA) Method: Least Squares Date: 05/02/18 Time: 19:04 Sample (adjusted): 1981 2016 Included observations: 36 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TRA(-1)	-0.254901	0.113961	-2.236746	0.0320	TRA(-1)	-0.278962	0.125380	-2.224937	0.0330
C	0.071121	0.057460	1.237741	0.2243	C	0.031600	0.099736	0.316830	0.7534
					@TREND("1980")	0.002492	0.005111	0.487583	0.6291
R-squared	0.128273	Mean dependent var	0.001369		R-squared	0.134508	Mean dependent var	0.001369	
Adjusted R-squared	0.102634	S.D. dependent var	0.305682		Adjusted R-squared	0.082054	S.D. dependent var	0.305682	
S.E. of regression	0.289571	Akaike info criterion	0.413117		S.E. of regression	0.292872	Akaike info criterion	0.461494	
Sum squared resid	2.850937	Schwarz criterion	0.501090		Sum squared resid	2.830545	Schwarz criterion	0.593454	
Log likelihood	-5.436103	Hannan-Quinn criter.	0.443822		Log likelihood	-5.306894	Hannan-Quinn criter.	0.507552	
F-statistic	5.003032	Durbin-Watson stat	1.981946		F-statistic	2.564301	Durbin-Watson stat	1.949172	
Prob(F-statistic)	0.031969				Prob(F-statistic)	0.092223			

Null Hypothesis: TRA has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
Adj. t-Stat				
Prob.*				
Phillips-Perron test statistic				
-1.928768				
0.0524				
Test critical values: 1% level				
-2.630762				
5% level				
-1.950394				
10% level				
-1.611202				
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)				
0.082761				
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				
0.091294				
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(TRA) Method: Least Squares Date: 05/02/18 Time: 19:05 Sample (adjusted): 1981 2016 Included observations: 36 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TRA(-1)	-0.178349	0.096442	-1.849284	0.0729
R-squared	0.088994	Mean dependent var	0.001369	
Adjusted R-squared	0.088994	S.D. dependent var	0.305682	
S.E. of regression	0.291763	Akaike info criterion	0.401635	
Sum squared resid	2.979397	Schwarz criterion	0.445621	
Log likelihood	-6.229421	Hannan-Quinn criter.	0.416987	
Durbin-Watson stat	2.047573			

## ملحق (17): اختبار Philips &amp; Perron (PP) للسلسلة GR على الفرق الاول (1 st Difference)

Null Hypothesis: D(GR) has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 11 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel					Null Hypothesis: D(GR) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 11 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
					Adj. t-Stat Prob.*				
Phillips-Perron test statistic					-10.41213 0.0000				
Test critical values: 1% level					-3.632900				
5% level					-2.948404				
10% level					-2.612874				
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.									
Residual variance (no correction)					0.002135				
HAC corrected variance (Bartlett kernel)					0.001322				
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(GR,2) Method: Least Squares Date: 05/02/18 Time: 19:05 Sample (adjusted): 1982 2016 Included observations: 35 after adjustments					Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(GR,2) Method: Least Squares Date: 05/02/18 Time: 19:06 Sample (adjusted): 1982 2016 Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(GR(-1))	-1.426308	0.155079	-9.197323	0.0000	D(GR(-1))	-1.433900	0.156091	-9.186325	0.0000
C	-0.005226	0.008054	-0.648842	0.5209	C	-0.017862	0.017268	-1.034364	0.3087
					@TREND("1980")	0.000664	0.000802	0.828335	0.4136
R-squared	0.719366	Mean dependent var	-0.001402		R-squared	0.725257	Mean dependent var	-0.001402	
Adjusted R-squared	0.710862	S.D. dependent var	0.088492		Adjusted R-squared	0.708085	S.D. dependent var	0.088492	
S.E. of regression	0.047583	Akaike info criterion	-3.197217		S.E. of regression	0.047811	Akaike info criterion	-3.161289	
Sum squared resid	0.074718	Schwarz criterion	-3.108339		Sum squared resid	0.073150	Schwarz criterion	-3.027973	
Log likelihood	57.95129	Hannan-Quinn criter.	-3.166536		Log likelihood	58.32256	Hannan-Quinn criter.	-3.115268	
F-statistic	84.59075	Durbin-Watson stat	1.872498		F-statistic	42.23618	Durbin-Watson stat	1.897388	
Prob(F-statistic)	0.000000				Prob(F-statistic)	0.000000			

Null Hypothesis: D(GR) has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 10 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel						
					Adj. t-Stat Prob.*	
Phillips-Perron test statistic					-10.31267 0.0000	
Test critical values: 1% level					-2.632688	
5% level					-1.950687	
10% level					-1.611059	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.						
Residual variance (no correction)					0.002162	
HAC corrected variance (Bartlett kernel)					0.001413	
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(GR,2) Method: Least Squares Date: 05/02/18 Time: 19:07 Sample (adjusted): 1982 2016 Included observations: 35 after adjustments						
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.		
D(GR(-1))	-1.421115	0.153548	-9.255208	0.0000		
R-squared	0.715786	Mean dependent var	-0.001402			
Adjusted R-squared	0.715786	S.D. dependent var	0.088492			
S.E. of regression	0.047177	Akaike info criterion	-3.241683			
Sum squared resid	0.075671	Schwarz criterion	-3.197244			
Log likelihood	57.72945	Hannan-Quinn criter.	-3.226342			
Durbin-Watson stat	1.858596					

ملحق (18): اختبار Philips & Perron (PP) للسلسلة LOG(MC) على الفرق الاول (1 st Difference)

Null Hypothesis: D(LOG(MC)) has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel					Null Hypothesis: D(LOG(MC)) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
					Adj. t-Stat Prob.*				
Phillips-Perron test statistic					-4.818413 0.0004				
Test critical values:					1% level -3.632900				
					5% level -2.948404				
					10% level -2.612874				
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.					*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)					0.041555				
HAC corrected variance (Bartlett kernel)					0.038984				
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(LOG(CM),2) Method: Least Squares Date: 05/02/18 Time: 19:07 Sample (adjusted): 1982 2016 Included observations: 35 after adjustments					Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(LOG(CM),2) Method: Least Squares Date: 05/02/18 Time: 19:08 Sample (adjusted): 1982 2016 Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LOG(CM(-1)))	-0.777928	0.160859	-4.836091	0.0000	D(LOG(CM(-1)))	-0.789904	0.165369	-4.776611	0.0000
C	0.063890	0.039137	1.632464	0.1121	C	0.094005	0.081795	1.149281	0.2590
					@TREND("1980")	-0.001520	0.003612	-0.420891	0.6766
R-squared	0.414767	Mean dependent var	-0.015940		R-squared	0.417989	Mean dependent var	-0.015940	
Adjusted R-squared	0.397032	S.D. dependent var	0.270360		Adjusted R-squared	0.381613	S.D. dependent var	0.270360	
S.E. of regression	0.209937	Akaike info criterion	-0.228575		S.E. of regression	0.212604	Akaike info criterion	-0.176952	
Sum squared resid	1.454425	Schwarz criterion	-0.139698		Sum squared resid	1.446418	Schwarz criterion	-0.043637	
Log likelihood	6.000055	Hannan-Quinn criter.	-0.197894		Log likelihood	6.096666	Hannan-Quinn criter.	-0.130932	
F-statistic	23.38777	Durbin-Watson stat	2.116096		F-statistic	11.49088	Durbin-Watson stat	2.097972	
Prob(F-statistic)	0.000030				Prob(F-statistic)	0.000173			

Null Hypothesis: D(LOG(MC)) has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
Adj. t-Stat Prob.*				
Phillips-Perron test statistic				
-4.494506 0.0000				
Test critical values:				
1% level -2.632688				
5% level -1.950687				
10% level -1.611059				
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)				
0.044911				
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				
0.048331				
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(LOG(CM),2) Method: Least Squares Date: 05/02/18 Time: 19:09 Sample (adjusted): 1982 2016 Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LOG(CM(-1)))	-0.667171	0.149379	-4.466294	0.0001
R-squared	0.367506	Mean dependent var	-0.015940	
Adjusted R-squared	0.367506	S.D. dependent var	0.270360	
S.E. of regression	0.215016	Akaike info criterion	-0.208057	
Sum squared resid	1.571878	Schwarz criterion	-0.163618	
Log likelihood	4.640995	Hannan-Quinn criter.	-0.192717	

ملحق (19): اختبار Philips & Perron (PP) للسلسلة LOG(ISH) على الفرق الاول (1 st Difference)

Null Hypothesis: D(LOG(ISH)) has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel					Null Hypothesis: D(LOG(ISH)) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
					Adj. t-Stat    Prob.*				
Phillips-Perron test statistic					-5.806605    0.0000				
Test critical values:					1% level    -3.632900				
					5% level    -2.948404				
					10% level    -2.612874				
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.					*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)					0.914111				
HAC corrected variance (Bartlett kernel)					0.921733				
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(LOG(ISH),2) Method: Least Squares Date: 05/02/18 Time: 19:09 Sample (adjusted): 1982 2016 Included observations: 35 after adjustments					Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(LOG(ISH),2) Method: Least Squares Date: 05/02/18 Time: 19:10 Sample (adjusted): 1982 2016 Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LOG(ISH(-1)))	-1.042329	0.179547	-5.805324	0.0000	D(LOG(ISH(-1)))	-1.040301	0.182707	-5.693816	0.0000
C	0.024708	0.166436	0.148451	0.8829	C	-0.025823	0.360590	-0.071613	0.9434
					@TREND("1980")	0.002660	0.016769	0.158622	0.8750
R-squared	0.505261	Mean dependent var	0.029587		R-squared	0.505649	Mean dependent var	0.029587	
Adjusted R-squared	0.490268	S.D. dependent var	1.379132		Adjusted R-squared	0.474752	S.D. dependent var	1.379132	
S.E. of regression	0.984638	Akaike info criterion	2.862360		S.E. of regression	0.999512	Akaike info criterion	2.918716	
Sum squared resid	31.99389	Schwarz criterion	2.951237		Sum squared resid	31.96875	Schwarz criterion	3.052032	
Log likelihood	-48.09129	Hannan-Quinn criter.	2.893040		Log likelihood	-48.07754	Hannan-Quinn criter.	2.964737	
F-statistic	33.70178	Durbin-Watson stat	1.931961		F-statistic	16.36569	Durbin-Watson stat	1.937365	
Prob(F-statistic)	0.000002				Prob(F-statistic)	0.000013			

Null Hypothesis: D(LOG(ISH)) has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel									
					Adj. t-Stat    Prob.*				
Phillips-Perron test statistic					-5.900006    0.0000				
Test critical values:					1% level    -2.632688				
					5% level    -1.950687				
					10% level    -1.611059				
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.					*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)					0.914721				
HAC corrected variance (Bartlett kernel)					0.968691				
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(LOG(ISH),2) Method: Least Squares Date: 05/02/18 Time: 19:11 Sample (adjusted): 1982 2016 Included observations: 35 after adjustments					Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(LOG(ISH),2) Method: Least Squares Date: 05/02/18 Time: 19:11 Sample (adjusted): 1982 2016 Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LOG(ISH(-1)))	-1.042464	0.176944	-5.891496	0.0000	D(LOG(ISH(-1)))	-1.042464	0.176944	-5.891496	0.0000
R-squared	0.504930	Mean dependent var	0.029587		R-squared	0.504930	Mean dependent var	0.029587	
Adjusted R-squared	0.504930	S.D. dependent var	1.379132		Adjusted R-squared	0.504930	S.D. dependent var	1.379132	
S.E. of regression	0.970374	Akaike info criterion	2.805884		S.E. of regression	0.970374	Akaike info criterion	2.805884	
Sum squared resid	32.01525	Schwarz criterion	2.850323		Sum squared resid	32.01525	Schwarz criterion	2.850323	
Log likelihood	-48.10297	Hannan-Quinn criter.	2.821224		Log likelihood	-48.10297	Hannan-Quinn criter.	2.821224	
Durbin-Watson stat	1.930401				Durbin-Watson stat	1.930401			

## ملحق (20): اختبار Philips &amp; Perron (PP) للسلسلة TUR على الفرق الاول (1 st Difference)

Null Hypothesis: D(TUR) has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel					Null Hypothesis: D(TUR) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
					Adj. t-Stat Prob.*				
Phillips-Perron test statistic					-7.438858 0.0000				
Test critical values:					1% level -3.632900				
					5% level -2.948404				
					10% level -2.612874				
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.					*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)					0.017013				
HAC corrected variance (Bartlett kernel)					0.019466				
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(TUR,2) Method: Least Squares Date: 05/02/18 Time: 19:11 Sample (adjusted): 1982 2016 Included observations: 35 after adjustments					Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(TUR,2) Method: Least Squares Date: 05/02/18 Time: 19:12 Sample (adjusted): 1982 2016 Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TUR(-1))	-1.268682	0.168146	-7.545117	0.0000	D(TUR(-1))	-1.274610	0.170206	-7.488635	0.0000
C	0.002073	0.022712	0.091292	0.9278	C	0.026790	0.048979	0.546973	0.5882
					@TREND("1980")	-0.001300	0.002276	-0.571210	0.5718
R-squared	0.633043	Mean dependent var	-0.001783		R-squared	0.636747	Mean dependent var	-0.001783	
Adjusted R-squared	0.621923	S.D. dependent var	0.218465		Adjusted R-squared	0.614044	S.D. dependent var	0.218465	
S.E. of regression	0.134330	Akaike info criterion	-1.121597		S.E. of regression	0.135722	Akaike info criterion	-1.074598	
Sum squared resid	0.595466	Schwarz criterion	-1.032720		Sum squared resid	0.589456	Schwarz criterion	-0.941283	
Log likelihood	21.62794	Hannan-Quinn criter.	-1.090916		Log likelihood	21.80547	Hannan-Quinn criter.	-1.028578	
F-statistic	56.92880	Durbin-Watson stat	2.000370		F-statistic	28.04642	Durbin-Watson stat	2.008851	
Prob(F-statistic)	0.000000				Prob(F-statistic)	0.000000			

Null Hypothesis: D(TUR) has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel						
					Adj. t-Stat Prob.*	
Phillips-Perron test statistic					-7.543803 0.0000	
Test critical values:					1% level -2.632688	
					5% level -1.950687	
					10% level -1.611059	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.					*MacKinnon (1996) one-sided p-values.	
Residual variance (no correction)					0.017018	
HAC corrected variance (Bartlett kernel)					0.019472	
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(TUR,2) Method: Least Squares Date: 05/02/18 Time: 19:12 Sample (adjusted): 1982 2016 Included observations: 35 after adjustments					Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(TUR,2) Method: Least Squares Date: 05/02/18 Time: 19:12 Sample (adjusted): 1982 2016 Included observations: 35 after adjustments	
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.		
D(TUR(-1))	-1.268336	0.165634	-7.657471	0.0000		
R-squared	0.632950	Mean dependent var	-0.001783			
Adjusted R-squared	0.632950	S.D. dependent var	0.218465			
S.E. of regression	0.132356	Akaike info criterion	-1.178487			
Sum squared resid	0.595616	Schwarz criterion	-1.134048			
Log likelihood	21.62352	Hannan-Quinn criter.	-1.163147			

## ملحق (21): اختبار Philips &amp; Perron (PP) للسلسلة TRA على الفرق الاول (1 st Difference)

Null Hypothesis: D(TRA) has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel					Null Hypothesis: D(TRA) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
					Adj. t-Stat Prob.*				
Phillips-Perron test statistic					-6.445585 0.0000				
Test critical values:					1% level -3.632900				
					5% level -2.948404				
					10% level -2.612874				
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.					*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)					0.092175				
HAC corrected variance (Bartlett kernel)					0.095005				
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(TRA,2) Method: Least Squares Date: 05/02/18 Time: 19:13 Sample (adjusted): 1982 2016 Included observations: 35 after adjustments					Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(TRA,2) Method: Least Squares Date: 05/02/18 Time: 19:13 Sample (adjusted): 1982 2016 Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TRA(-1))	-1.116134	0.172949	-6.453554	0.0000	D(TRA(-1))	-1.121026	0.175469	-6.388752	0.0000
C	0.001245	0.052853	0.023549	0.9814	C	0.045273	0.114217	0.396378	0.6945
					@TREND("1980")	-0.002317	0.005309	-0.436335	0.6655
R-squared	0.557927	Mean dependent var	-0.001711		R-squared	0.560542	Mean dependent var	-0.001711	
Adjusted R-squared	0.544531	S.D. dependent var	0.463292		Adjusted R-squared	0.533076	S.D. dependent var	0.463292	
S.E. of regression	0.312668	Akaike info criterion	0.568098		S.E. of regression	0.316576	Akaike info criterion	0.619309	
Sum squared resid	3.226130	Schwarz criterion	0.656975		Sum squared resid	3.207049	Schwarz criterion	0.752624	
Log likelihood	-7.941716	Hannan-Quinn criter.	0.598778		Log likelihood	-7.837906	Hannan-Quinn criter.	0.665329	
F-statistic	41.64835	Durbin-Watson stat	2.019353		F-statistic	20.40848	Durbin-Watson stat	2.022390	
Prob(F-statistic)	0.000000				Prob(F-statistic)	0.000002			

Null Hypothesis: D(TRA) has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
Adj. t-Stat Prob.*				
Phillips-Perron test statistic				
Test critical values:				
1% level -2.632688				
5% level -1.950687				
10% level -1.611059				
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)				
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(TRA,2) Method: Least Squares Date: 05/02/18 Time: 19:14 Sample (adjusted): 1982 2016 Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TRA(-1))	-1.116099	0.170381	-6.550589	0.0000
R-squared	0.557920	Mean dependent var	-0.001711	
Adjusted R-squared	0.557920	S.D. dependent var	0.463292	
S.E. of regression	0.308039	Akaike info criterion	0.510972	
Sum squared resid	3.226184	Schwarz criterion	0.555411	
Log likelihood	-7.942010	Hannan-Quinn criter.	0.526312	
Durbin-Watson stat	2.019383			

## ملحق (22): نموذج تصحيح الخطأ VECM

Vector Error Correction Estimates					
Date: 04/21/18 Time: 01:10					
Sample (adjusted): 1982 2016					
Included observations: 35 after adjustments					
Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]					
Cointegrating Eq:	CointEq1				
GR(-1)	1.000000				
LOG(MC(-1))	-0.012053 (0.00646) [-1.86507]				
LOG(ISH(-1))	-6.94E-05 (0.00665) [-0.01043]				
TUR(-1)	0.418349 (0.10637) [ 3.93279]				
TRA(-1)	-0.143364 (0.04666) [-3.07284]				
C	0.176103				
Error Correction:	D(TC)	D(LOG(MC))	D(LOG(ISH))	D(TUR)	D(TRA)
CointEq1	-0.794724 (0.19643) [-4.04589]	-0.566688 (0.88793) [-0.63821]	-0.867961 (4.47519) [-0.19395]	-1.679414 (0.47177) [-3.55985]	-3.267696 (1.32956) [-2.45773]
D(GR(-1))	0.022008 (0.16156) [ 0.13622]	2.126015 (0.73033) [ 2.91103]	7.058410 (3.68088) [ 1.91759]	1.411661 (0.38803) [ 3.63801]	3.181558 (1.09357) [ 2.90932]
D(LOG(MC(-1)))	0.039747 (0.04885) [ 0.81374]	0.613962 (0.22080) [ 2.78062]	1.989494 (1.11284) [ 1.78777]	0.545353 (0.11731) [ 4.64870]	1.221427 (0.33062) [ 3.69436]
D(LOG(ISH(-1)))	0.021464 (0.00814)	0.039460 (0.03681)	-0.186858 (0.18553)	-0.007295 (0.01956)	0.026781 (0.05512)
D(TUR(-1))	[ 2.63570] 0.110694 (0.10054) [ 1.10097]	[ 1.07193] 0.925893 (0.45449) [ 2.03720]	[-1.00714] -0.426851 (2.29066) [-0.18634]	[-0.37300] -0.081911 (0.24148) [-0.33921]	[ 0.48586] 0.625754 (0.68055) [ 0.91949]
D(TRA(-1))	-0.086066 (0.05301) [-1.62347]	-0.680423 (0.23964) [-2.83932]	0.366776 (1.20780) [ 0.30367]	-0.168126 (0.12732) [-1.32045]	-0.913139 (0.35883) [-2.54474]
C	-0.008111 (0.00811) [-1.00014]	0.028546 (0.03666) [ 0.77870]	-0.160881 (0.18476) [-0.87075]	-0.050262 (0.01948) [-2.58059]	-0.115234 (0.05489) [-2.09930]
R-squared	0.560330	0.463731	0.346078	0.636981	0.434359
Adj. R-squared	0.466116	0.348817	0.205952	0.559192	0.313151
Sum sq. resids	0.040374	0.825009	20.95674	0.232890	1.849764
S.E. equation	0.037973	0.171653	0.865133	0.091200	0.257027
F-statistic	5.947365	4.035440	2.469762	8.188507	3.583566
Log likelihood	68.72313	15.92206	-40.68731	38.05652	1.792224
Akaike AIC	-3.527036	-0.509832	2.724989	-1.774658	0.297587
Schwarz SC	-3.215966	-0.198762	3.036059	-1.463588	0.608657
Mean dependent	-0.004083	0.086679	0.024906	0.001257	0.000937
S.D. dependent	0.051970	0.212715	0.970866	0.137364	0.310133
Determinant resid covariance (dof adj.)		5.12E-09			
Determinant resid covariance		1.68E-09			
Log likelihood		105.2847			
Akaike information criterion		-3.730555			
Schwarz criterion		-1.953015			
Sum sq. resids	0.040374	0.825009	20.95674	0.232890	1.849764
S.E. equation	0.037973	0.171653	0.865133	0.091200	0.257027
F-statistic	5.947365	4.035440	2.469762	8.188507	3.583566
Log likelihood	68.72313	15.92206	-40.68731	38.05652	1.792224
Akaike AIC	-3.527036	-0.509832	2.724989	-1.774658	0.297587
Schwarz SC	-3.215966	-0.198762	3.036059	-1.463588	0.608657
Mean dependent	-0.004083	0.086679	0.024906	0.001257	0.000937
S.D. dependent	0.051970	0.212715	0.970866	0.137364	0.310133
Determinant resid covariance (dof adj.)		5.12E-09			
Determinant resid covariance		1.68E-09			
Log likelihood		105.2847			
Akaike information criterion		-3.730555			
Schwarz criterion		-1.953015			

## ملحق (23): معنوية معالم النموذج

System: UNTITLED				
Estimation Method: Least Squares				
Date: 04/21/18 Time: 01:32				
Sample: 1982 2016				
Included observations: 35				
Total system (balanced) observations 175				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	-0.794724	0.196427	-4.045894	0.0001
C(2)	0.022008	0.161563	0.136221	0.8918
C(3)	0.039747	0.048845	0.813737	0.4172
C(4)	0.021464	0.008144	2.635698	0.0093
C(5)	0.110694	0.100543	1.100968	0.2728
C(6)	-0.086066	0.053013	-1.623469	0.1067
C(7)	-0.008111	0.008110	-1.000138	0.3190
C(8)	-0.566688	0.887931	-0.638212	0.5244
C(9)	2.126015	0.730331	2.911031	0.0042
C(10)	0.613962	0.220800	2.780623	0.0062
C(11)	0.039460	0.036812	1.071926	0.2856
C(12)	0.925893	0.454494	2.037195	0.0435
C(13)	-0.680423	0.239643	-2.839325	0.0052
C(14)	0.028546	0.036659	0.778704	0.4375
C(15)	-0.867961	4.475193	-0.193949	0.8465
C(16)	7.058410	3.680883	1.917586	0.0572
C(17)	1.989494	1.112838	1.787765	0.0760
C(18)	-0.186858	0.185533	-1.007140	0.3156
C(19)	-0.426851	2.290660	-0.186344	0.8524
C(20)	0.366776	1.207804	0.303672	0.7618
C(21)	-0.160881	0.184761	-0.870751	0.3854
C(22)	-1.679414	0.471765	-3.559852	0.0005
C(23)	1.411661	0.388031	3.638014	0.0004
C(24)	0.545353	0.117313	4.648699	0.0000
C(25)	-0.007295	0.019558	-0.373003	0.7097
C(26)	-0.081911	0.241476	-0.339208	0.7350
C(27)	-0.168126	0.127324	-1.320454	0.1888
C(28)	-0.050262	0.019477	-2.580592	0.0109
C(29)	-3.267696	1.329560	-2.457726	0.0152
C(30)	3.181558	1.093574	2.909320	0.0042
C(31)	1.221427	0.330619	3.694360	0.0003
C(32)	0.026781	0.055121	0.485858	0.6278
C(33)	0.625754	0.680545	0.919489	0.3594
C(34)	-0.913139	0.358833	-2.544744	0.0120
C(35)	-0.115234	0.054892	-2.099298	0.0376
Determinant residual covariance	1.68E-09			
Equation: $D(GR) = C(1)*(GR(-1) - 0.0120525783325*LOG(MC(-1)) - 6.93989288225E-05*LOG(ISH(-1)) + 0.418349392094*TUR(-1) - 0.14336406787*TRA(-1) + 0.176103164212) + C(2)*D(GR(-1)) + C(3)$				
*D(LOG(MC(-1))) + C(4)*D(LOG(ISH(-1))) + C(5)*D(TUR(-1)) + C(6) *D(TRA(-1)) + C(7)				
Observations: 35				
R-squared	0.560330	Mean dependent var	-0.004083	
Adjusted R-squared	0.466116	S.D. dependent var	0.051970	
S.E. of regression	0.037973	Sum squared resid	0.040374	
Durbin-Watson stat	1.825661			

## ملحق (24): اختبار عدم التجانس ل Breusch-Godfrey

**Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:**

F-statistic	0.199165	Prob. F(1,32)	0.6584
Obs*R-squared	0.228858	Prob. Chi-Square(1)	0.6324

Test Equation:  
 Dependent Variable: RESID  
 Method: Least Squares  
 Date: 05/04/18 Time: 11:45  
 Sample: 1980 2016  
 Included observations: 37  
 Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(MC)	0.000718	0.006162	0.116588	0.9079
LOG(ISH)	-0.000886	0.007537	-0.117602	0.9071
TUR	0.001998	0.104649	0.019093	0.9849
TRA	-0.001015	0.043451	-0.023359	0.9815
RESID(-1)	0.082545	0.184964	0.446279	0.6584

R-squared	0.006185	Mean dependent var	1.03E-05
Adjusted R-squared	-0.118041	S.D. dependent var	0.041503
S.E. of regression	0.043885	Akaike info criterion	-3.289417
Sum squared resid	0.061628	Schwarz criterion	-3.071725
Log likelihood	65.85421	Hannan-Quinn criter.	-3.212670
Durbin-Watson stat	1.929971		

## ملحق (25): اختبار عدم التجانس ل ARCH

**Heteroskedasticity Test: ARCH**

F-statistic	0.063468	Prob. F(1,34)	0.8026
Obs*R-squared	0.067077	Prob. Chi-Square(1)	0.7956

Test Equation:  
 Dependent Variable: RESID^2  
 Method: Least Squares  
 Date: 05/04/18 Time: 11:46  
 Sample (adjusted): 1981 2016  
 Included observations: 36 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001689	0.000694	2.432857	0.0204
RESID^2(-1)	-0.043034	0.170816	-0.251929	0.8026

R-squared	0.001863	Mean dependent var	0.001615
Adjusted R-squared	-0.027494	S.D. dependent var	0.003725
S.E. of regression	0.003776	Akaike info criterion	-8.266456
Sum squared resid	0.000485	Schwarz criterion	-8.178482
Log likelihood	150.7962	Hannan-Quinn criter.	-8.235751
F-statistic	0.063468	Durbin-Watson stat	1.891544
Prob(F-statistic)	0.802612		

## ملحق (26): اختبار السببية قصيرة الأجل Wald Tests

VEC Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests

Date: 04/23/18 Time: 22:51

Sample: 1980 2016

Included observations: 35

Dependent variable: D(GR)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LOG(MC))	0.662169	1	0.4158
D(LOG(ISH))	6.946905	1	0.0084
D(TUR)	1.212132	1	0.2709
D(TRA)	2.635652	1	0.1045
All	10.57203	4	0.0318

Dependent variable: D(LOG(MC))

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(GR)	8.474104	1	0.0036
D(LOG(ISH))	1.149026	1	0.2838
D(TUR)	4.150165	1	0.0416
D(TRA)	8.061765	1	0.0045
All	12.73001	4	0.0127

Dependent variable: D(LOG(ISH))

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(GR)	3.677137	1	0.0552
D(LOG(MC))	3.196104	1	0.0738
D(TUR)	0.034724	1	0.8522
D(TRA)	0.092217	1	0.7614
All	13.45779	4	0.0092

Dependent variable: D(TUR)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(GR)	13.23515	1	0.0003
D(LOG(MC))	21.61041	1	0.0000
D(LOG(ISH))	0.139131	1	0.7091
D(TRA)	1.743600	1	0.1867
All	41.10626	4	0.0000

Dependent variable: D(TRA)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(GR)	8.464143	1	0.0036
D(LOG(MC))	13.64830	1	0.0002
D(LOG(ISH))	0.236058	1	0.6271
D(TUR)	0.845460	1	0.3578
All	20.80527	4	0.0003

## ملحق (27): تجزئة التباين

Variance Decomposition of GR:						
Period	S.E.	GR	LOG(MC)	LOG(ISH)	TUR	TRA
1	0.037973	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.048796	68.37218	5.837234	15.48277	9.434768	0.873049
3	0.053521	63.19803	6.450349	13.99416	10.68228	5.675176
4	0.058045	55.78940	6.534567	14.45167	14.86322	8.361147
5	0.061229	52.34195	5.955842	13.81954	16.02676	11.85591
6	0.064556	49.00644	5.479126	13.39528	17.52591	14.59325
7	0.067466	46.99566	5.045129	13.07267	18.34294	16.54360
8	0.070411	45.14647	4.698265	12.79661	19.08138	18.27728
9	0.073189	43.72539	4.406005	12.61042	19.70259	19.55560
10	0.075900	42.44321	4.163908	12.44504	20.23370	20.71414

Variance Decomposition of LOG (MC):						
Period	S.E.	GR	LOG(MC)	LOG(ISH)	TUR	TRA
1	0.171653	0.041434	99.95857	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.304743	5.873628	82.70421	0.894559	0.180554	10.34705
3	0.418262	4.689294	83.15215	2.198507	0.479075	9.480973
4	0.513126	3.818981	84.28005	2.374015	0.835850	8.691107
5	0.590591	3.131896	84.96663	2.515227	1.105330	8.280913
6	0.655535	2.682003	85.72773	2.483361	1.255940	7.850965
7	0.713103	2.371216	86.18894	2.461972	1.370854	7.607014
8	0.765262	2.155557	86.55111	2.432983	1.433220	7.427132
9	0.814153	1.995886	86.81110	2.413604	1.482359	7.297046
10	0.860286	1.874201	87.00430	2.400509	1.516734	7.204253

Variance Decomposition of LOG (ISH):						
Period	S.E.	GR	LOG(MC)	LOG(ISH)	TUR	TRA
1	0.865133	0.279385	10.56825	89.15236	0.000000	0.000000
2	1.291723	4.770329	28.03813	66.80076	0.003735	0.387049
3	1.755463	3.984597	32.67189	61.86171	0.746892	0.734915
4	2.085364	3.463014	36.50954	58.73353	0.772920	0.520996
5	2.385618	2.890728	38.61302	56.98374	1.109860	0.402651
6	2.628177	2.540742	39.66100	56.27885	1.187627	0.331778
7	2.850006	2.275559	40.45146	55.70120	1.286239	0.285549
8	3.051099	2.097592	40.89949	55.41886	1.334605	0.249454
9	3.240110	1.962334	41.27614	55.16875	1.370176	0.222601
10	3.419090	1.859944	41.55885	54.98237	1.398582	0.200257

Variance Decomposition of TUR:						
Period	S.E.	GR	LOG(MC)	LOG(ISH)	TUR	TRA
1	0.091200	5.844932	12.26680	0.714120	81.17415	0.000000
2	0.149301	3.325442	62.15044	0.536006	33.35451	0.633609
3	0.185043	4.924920	68.54887	0.727522	24.14995	1.648744
4	0.221339	7.359772	72.04739	0.554361	18.43098	1.607490
5	0.248868	9.483288	73.45646	0.440493	15.34139	1.278374
6	0.272931	11.17425	73.39980	0.421233	13.79984	1.204875
7	0.294717	12.33443	73.55225	0.403625	12.58134	1.128356
8	0.314328	13.15840	73.56403	0.392576	11.82899	1.056006
9	0.333047	13.74918	73.65782	0.383367	11.19931	1.010324
10	0.350642	14.20203	73.76234	0.372081	10.70383	0.959722

Variance Decomposition of TRA:						
Period	S.E.	GR	LOG(MC)	LOG(ISH)	TUR	TRA
1	0.257027	2.092910	36.98397	0.014686	20.39389	40.51454
2	0.396783	0.880596	67.87344	0.437026	8.565581	22.24336
3	0.490322	1.125908	75.04877	1.457296	5.809016	16.55901
4	0.590845	1.792004	77.26391	1.231933	4.008896	15.70325
5	0.665476	2.490047	78.48997	1.237202	3.160271	14.62251
6	0.733230	3.069554	78.50332	1.116905	2.618834	14.69139
7	0.793487	3.462474	78.64451	1.047094	2.240807	14.60511
8	0.848216	3.733286	78.71013	0.991520	1.974047	14.59102
9	0.900173	3.921402	78.79290	0.949118	1.761671	14.57491
10	0.948926	4.062078	78.89438	0.919619	1.594305	14.52962

Cholesky  
Ordering: GR  
LOG  
(MC) LOG  
(ISH) TUR  
TRA

## ملخص

تهدف الدراسة إلى بيان أثر نشاط سوق عمان للأوراق المالية، ممثلاً بمؤشرات عن السوقين الأولية والثانوية (إصدار الأسهم، الرسالة البورصية، معدل الدوران، معدل التداول) في النمو الاقتصادي خلال الفترة (1980-2016)، وذلك باستخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM)، بافتراض وجود نوعين من العلاقات بين مؤشرات تطور سوق عمان للأوراق المالية كمتغيرات مفسرة والنمو الاقتصادي كمتغير تابع، إحداهما طويلة الأجل تعكس العلاقة التوازنية في المدى الطويل بين متغيرات النموذج وذلك باستخدام منهج Johansen للتكامل المشترك، وأخرى في المدى القصير وهي العلاقة الآنية أو المباشرة التي تظهر في كل فترة زمنية بين متغيرات النموذج، وتقاس باستخدام معامل تصحيح الخطأ. توصلت نتائج الدراسة إلى وجود أثر إيجابي ومعنوي للسوق الأولية على النمو الاقتصادي في المدى القصير، وانعدامه في الأجل الطويل، في حين كان أثر السوق الثانوية منعدماً في الأجل القصير ومتبايناً في الأجل الطويل، حيث كان إيجابياً ومعنوياً بالنسبة لمؤشر معدل التداول، الذي يعكس دور البورصة في توفير السيولة للاستثمارات على مستوى الاقتصاد الكلي، وأثراً سلبياً بالنسبة لمؤشر معدل الدوران.

كشفت الدراسة عن وجود علاقة أحادية السببية في الأجل الطويل تتجه من مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية إلى النمو الاقتصادي وبالتالي تحقق فرضية العرض القائد، وعن وجود علاقة أحادية السببية في الأجل القصير تتجه من النمو الاقتصادي نحو السوق الثانوية (البورصة) وبالتالي تحقق فرضية الطلب التابع، و علاقة ثنائية السببية بين السوق الأولية والنمو الاقتصادي وبالتالي تحقق فرضية العرض القائد- الطلب التابع.

**الكلمات المفتاحية:** سوق الأوراق المالية، النمو الاقتصادي، بورصة عمان، متجه تصحيح الخطأ.

## Abstract

The study aimed at showing the impact of the Amman Stock Exchange's activity on the economic growth during the period (1980-2016), which is represented by indicators on the primary and secondary markets (issuance of shares, Market capitalization, turnover rate, and trading rate), using the VECM model, and assuming that there are two types of relations between ASE growth indices as explanatory variables, and economic growth as a dependent variable; one long term that reflects the long-term equilibrium relationship between model variables using Johansen's co-integration approach, and another in the short term; the immediate or direct relationship that appears at each time interval between the model variables, and measured using the error correction coefficient.

The study showed a positive and significant effect of the primary market on short-term economic growth, and its absence on the long-term, while the secondary market effect was absent on the short-term and marked in the long run, as it was positive and significant for the trade rate index, which reflects the role of the stock exchange in providing liquidity for macroeconomic investments, and negative and significant for the turnover rate index.

The study also revealed a long-term single-causal relationship moving from the indices of stock market development to economic growth and thus achieving the hypothesis of the leading supply hypothesis and the existence of a short-term causality relationship that tends from economic growth to the secondary market, the study confirms existence of a causal bilateral relationship between the primary market and economic growth, thus achieving the Lead-Order Offerhy pothesis.

**Keywords:** Stock Market, Economic Growth, Amman Stock Exchange's, VECM

سُبْحَانَكَ يَا مَنْ لَا يَلْبَسُ