



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم: علوم الإقتصادية

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية
تخصص: الأسواق المالية والبورصات

الموضوع:

تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الإقتصادي

دراسة « سوق عمان للأوراق المالية من: 2002 إلى 2013 »

إشراف الدكتور:

د. عبد الله غالم

إعداد الطالب:

عبد الحفيظ خزان

اللجنة المناقشة المكونة من السادة:

الأستاذ الدكتور. صالح مفتاح/.....جامعة بسكرة..... أستاذ محاضر (رئيساً)
الدكتور. عبد الله غالم /.....جامعة بسكرة..... أستاذ محاضر (مشرفاً ومقرراً)
الدكتورة. حياة بن اسماعيل /.....جامعة بسكرة..... أستاذة محاضر (ممتحناً)
الدكتور. آيات الله مولحسان /.....جامعة باتنة..... أستاذ محاضر (ممتحناً)

السنة الجامعية: 2013 – 2014

تفصيل دور أسواق الأوراق المالية
وأثرها على النمو الاقتصادي
الطالب: عبد الحفيظ خزان



ملخص باللغة العربية

تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الإقتصادي
دراسة « سوق عمان للأوراق المالية من: 2002 إلى 2013 »

إن التحولات الإقتصادية التي طرأت على العالم بأكمله صارت تفرض مواكبه ما يحدث من تطورات هيكلية في الإقتصاد العالمي والبحث عن أنسب الطرق لتحقيق النمو الإقتصادي والتنمية، ولعل من أسرع وأعمق ما تم من تحولات تلك التي عرفها الجانب المالي من خلال ظهور مؤسسات مالية تمويلية جديدة تتقدم مع تقدم المشاريع وتكبر لتستوعب ضخامتها ورؤوس أموالها والتي نجد من أهمها أسواق الأوراق المالية.

فقد أصبحت هذه الأسواق قوة مالية هامة في العديد من الدول وبالأخص المتقدمة منها وحلقة ضرورية لربط المستثمر (المقترض) بالمدخر (المقرض)، وعنصراً هاماً لتأمين السيولة الضرورية للحياة الإقتصادية، وفيما ركزت الدراسات السابقة إلى حد كبير على الدور الإيجابي للبنوك في تحقيق النمو الإقتصادي، فإن هذه الدراسة تضيف مسألة أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الإقتصادي وتحقيق زيادة في معدلات النمو وبخاصة في الأردن والتي يعاني قطاعها المصرفي من تأخر كبير في الإيفاء بالحاجات التمويلية للنشاط الإقتصادي بها وضعف في الكفاءة التشغيلية والمالية كذلك اعتمادها على نظام المديونية بشكل كبير.

ما هو أثر سوق الأوراق المالية لتحقيق معدلات النمو الإقتصادي؟

الكلمات المفتاحية: سوق الأوراق المالية، النمو الإقتصادي، الناتج المحلي الإجمالي.

ملخص باللغة الإنجليزية

Activating the role of the securities markets and their impact on economic growth
Study «market Amman Stock Exchange of: 2002 to 2013»

The economic transformations that have occurred in the whole world became impose cope with the developments taking place the structure in the global economy and the search for the most appropriate way to achieve economic growth and development, and perhaps one of the fastest and deepest what has been the turnovers that he knew the financial side through the emergence of financial institutions new financing progressing with project progress and grow to accommodate the magnitude and their capital and in which we find the most important stock markets.

They have become these markets financial strength are important in many countries, especially developed ones, and the loop is necessary to connect the investor (the borrower) saver (lender), and an important element to ensure the liquidity necessary for economic life, and with focused previous studies to a large extent on the positive role of banks in achieving economic growth,

What is the impact of the stock market to achieve economic growth rates?

Keywords: Securities markets, Economic growth, Output Local Gross

ملخص باللغة الفرنسية

Activer le rôle des marchés des valeurs mobilières et de leur impact sur la croissance économique

Étude «marché Amman Bourse de: 2002-2013»

Les transformations économiques qui se sont produits dans le monde entier sont devenus imposer face à l'évolution en cours de la structure de l'économie mondiale et la recherche de la manière la plus appropriée pour atteindre la croissance économique et le développement, et peut-être l'un des plus rapide et le plus profond quel a été les chiffres d'affaires qu'il connaissait le plan financier grâce à l'émergence des institutions financières de nouveaux financements progressent avec l'avancement du projet et poussent à accueillir l'ampleur et leur capital et dans lequel on trouve les marchés les plus importants d'achat d'actions.

Ils sont devenus ces marchés solidité financière sont importants dans de nombreux pays, notamment les pays développés, et la boucle est nécessaire pour connecter l'investisseur (l'emprunteur) économiseur (prêteur), et un élément important pour assurer la liquidité nécessaire à la vie économique, et avec axée études antérieures dans une large mesure sur le rôle positif des banques en matière de croissance économique,

Quel est l'impact du marché boursier à atteindre un taux de croissance économique?

Mots-clés: Marchés de valeurs mobilières, La croissance économique, Sortie locale brut

شكر وعرفان

وأما بتعمد ربك فحدث... سورة الضحى (الآية 11).

لله الحمد من قبل ومن بعد على إتمام هذا العمل، حمداً يليق بجلاله وعظيم فضله

وإحسانه، إنه هو أهل الثناء والحمد.

ثم جزيل الشكر والعرفان بالتوجيهات القيمة التي تعهدني بها الاستاذ الدكتور: عبد الله

غامل لإنجاز هذا الرسالة.

وجزاء الله خيرا الاساتذة في جامعة الوادي وجامعة بسكرة وكل من درسي خلال الأطوار

التعليمية.

واشكر كذلك الأستاذ طارق خاطر على كل مجهوداته العلمية

وكل من ساهم في إنجاز هذا العمل من قريب أو بعيد...

الإهداء

إلى الوالدة اللّريمة أطال الله في عمرها ...

وإلى روح الوالد اللّريم ...

وإلى الأخوة والأخوات ...

وإلى الأصدقاء والزملاء ...

وإلى الجزائر الحبيبة أرفع هذا العمل.

فهرس المنكرة

فهرس المذكرة

الصفحة	الموضوع
I	ملخص اللغة العربية
I	ملخص اللغة الإنجليزية
II	ملخص اللغة الفرنسية
III	شكرو عرفان
VI	فهرس المذكرة
VIII	فهرس الجداول
X	فهرس الأشكال
XI	فهرس الملاحق
أ-ش	المقدمة
أ	تمهيد
ب	1- إشكالية الدراسة
ح	2- فرضيات الدراسة
ج	3- موقع البحث من الدراسة
خ	4- متغيرات الدراسة
د	5- أهمية الدراسة
ذ	6- مبررات الدراسة
ر	7- أهداف الدراسة
ز	8- صعوبات الدراسة
ط	9- منهج الدراسة
ش	10- هيكل الدراسة
01	الفصل الأول: مدخل لسوق الأوراق المالية
02	تمهيد
03	المبحث الأول: ماهية السوق المالي
03	المطلب الأول: مفهوم السوق المالية
03	أولاً/ نشأة الأسواق المالية
05	ثانياً/ تعريف السوق المالية
07	المطلب الثاني: تقسيمات السوق المالية
07	أولاً/ السوق النقدية
09	ثانياً/ سوق رأس المال
13	المطلب الثالث: أهمية الأسواق المالية وأهم الفروقات بين سوقي النقد وسوق رأس المال
13	أولاً/ أهمية الأسواق المالية

15	ثانياً/ المقارنة بين أسواق المال(السوق النقدية وسوق رأس المال)
17	المبحث الثاني: ماهية سوق الأوراق المالية
17	المطلب الأول: نشأة ومفهوم سوق الأوراق المالية وأهم وظائفها
17	أولاً/ نشأة أسواق الأوراق المالية
19	ثانياً/ تعريف سوق الأوراق المالية
23	ثالثاً/ الوظائف الإقتصادية للأسواق الأوراق المالية
26	رابعاً/ المتطلبات الأساسية لإقامة سوق الأوراق المالية وعوامل قيامها
28	المطلب الثاني: الخصائص سوق الأوراق المالية وأقسامها
28	أولاً/ خصائص أسواق الأوراق المالية
29	ثانياً/ أقسام أسواق الأوراق المالية
32	المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية
32	أولاً/ الأسهم العادية
35	ثانياً/ الأسهم الممتازة
37	ثالثاً/ السندات
40	رابعاً/ المنتجات المالية المستحدثة "المشتقات المالية"
45	المبحث الثالث: المتدخلون وآليات التعامل في سوق الأوراق المالية ومؤشراتها
45	المطلب الأول: الأطراف المتدخلة في سوق الأوراق المالية
45	أولاً/ لجان- هيئات- تنظيم ومراقبة سوق الأوراق المالية
46	ثانياً/ المتعاملون في سوق الأوراق المالية
47	ثالثاً/ الوسطاء الماليون
48	المطلب الثاني: قواعد وآليات التعامل في سوق الأوراق المالية
48	أولاً/ عمليات سوق الأوراق المالية
50	ثانياً/ أوامر سوق الأوراق المالية
55	ثالثاً/ أنظمة التسعير في سوق الأوراق المالية
59	المطلب الثالث: مفهوم مؤشرات سوق الأوراق المالية وكيفية بناءها
59	أولاً/ تعريف مؤشرات سوق الأوراق المالية
60	ثانياً/ أساليب بناء مؤشرات سوق الأوراق المالية
61	ثالثاً/ استخدامات المؤشر في أسواق الأوراق المالية
63	رابعاً/ أهم مؤشرات أسواق الأوراق المالية العالمية والعربية
67	خلاصة الفصل الأول
68	الفصل الثاني: سوق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي
69	تمهيد
70	المبحث الأول: كفاءة سوق الأوراق المالية وواقع الأسواق العربية
70	المطلب الأول: كفاءة سوق الأوراق المالية:

70	أولاً/ مفهوم وأنواع سوق الأوراق المالية الكفاء:
74	ثانياً/ مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية وأهم خصائصها:
76	ثالثاً/ كفاءة السوق ونظام المعلومات المالية
82	المطلب الثاني: أسواق الأوراق المالية العربية (أهميتها، خصائصها، ومعوقات نموها)
82	أولاً/ أهمية وجود أسواق للأوراق المالية في الدول العربية
83	ثانياً/ الخصائص الأساسية لأسواق الأوراق المالية العربية
86	ثالثاً/ معوقات نمو أسواق الأوراق المالية العربية
89	المبحث الثاني: النمو الإقتصادي والتنمية الإقتصادية
89	المطلب الأول: النمو الإقتصادي
89	أولاً/ تعريف النمو الإقتصادي
91	ثانياً/ أهداف النمو الإقتصادي
92	ثالثاً/ العوامل المؤثرة على النمو الإقتصادي
93	المطلب الثاني: التنمية الاقتصادية
93	أولاً/ تعرف التنمية الإقتصادية
94	ثانياً: أهداف التنمية الإقتصادية
95	ثالثاً/ الفرق بين النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية:
96	المطلب الثالث: النظريات وعناصر النمو الإقتصادي
96	أولاً/ عناصر النمو الإقتصادي
97	ثانياً/ نظريات النمو الإقتصادي
102	المبحث الثالث: العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي
102	المطلب الأول: تعريف وخصائص التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية وأهميته
102	أولاً/ تعريف التمويل
102	ثانياً/ أنواع التمويل
104	ثالثاً/ خصائص التمويل المباشر
104	رابعاً/ أهمية التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية
106	المطلب الثاني: دور سوق الأوراق المالية وقنوات تأثيرها على النمو الاقتصادي
106	أولاً/ دور سوق الأوراق المالية في تنشيط الاقتصاد
107	ثانياً/ قنوات تأثير السوق المالي على النمو الاقتصادي
111	ثالثاً/ دورة سوق الأوراق المالية والدورة الاقتصادية
112	المطلب الثالث: العلاقة بين السوق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي
103	أولاً/ أثر أسواق الأوراق المالية على النمو الإقتصادي
114	ثانياً/ أثر النمو الإقتصادي على أسواق الأوراق المالية
114	ثالثاً/ التأثير المزدوج لأسواق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي
117	خلاصة الفصل الثاني

119	تمهيد
120	المبحث الأول: نشأة سوق عمان المالية، المتعاملون وآليات التداول فيها
120	المطلب الأول: التطور التاريخي لسوق عمان المالية
120	أولاً/ الجذور الأولى لسوق عمان المالي
120	ثانياً/ مراحل تطور السوق المالي
123	ثالثاً/ الإصلاحات الهيكلية لسوق عمان المالي
124	المطلب الثاني: سوق عمان للأوراق المالية
124	أولاً/ نشأة سوق عمان للأوراق المالية
125	ثانياً: أهداف سوق عمان للأوراق المالية:
126	ثالثاً/ الأوراق المالية المتداولة في سوق عمان للأوراق المالية
126	المطلب الثالث: المتعاملون وآليات التداول في سوق عمان للأوراق المالية
126	أولاً/ المتعاملون في سوق عمان للأوراق المالية
128	ثانياً/ آلية التداول في سوق عمان للأوراق المالية
130	ثالثاً/ تقسيمات سوق عمان للأوراق المالية
132	المبحث الثاني: مؤشرات تطور سوق عمان للأوراق المالية
132	المطلب الأول: مؤشر حجم تداول الأسهم (Value Traded)
132	أولاً/ تعريف المؤشر حجم تداول الأسهم
132	ثانياً/ قياس مؤشر حجم تداول الأسهم لسوق عمان للأوراق المالية
136	المطلب الثاني: مؤشر القيمة السوقية للأسهم (Market Capitalization)
136	أولاً/ تعريف مؤشر القيمة السوقية للأسهم
136	ثانياً/ قياس مؤشر القيمة السوقية للأسهم في سوق عمان للأوراق المالية
139	المطلب الثالث: مؤشر معدل دوران الأسهم (Turnover Ratio)
139	أولاً/ تعريف مؤشر معدل دوران الأسهم
139	ثانياً/ قياس المؤشر معدل دوران الأسهم في سوق عمان للأوراق المالية
142	المطلب الأول: مؤشر عدد الشركات
142	أولاً/ تعريف المؤشر مؤشر عدد الشركات
142	ثانياً/ قياس مؤشر عدد الشركات في سوق عمان للأوراق المالية
146	المبحث الثالث: المبحث الثالث: عرض وتحليل أثر دور سوق الأوراق المالية على النمو الإقتصادي
149	المطلب الأول: اختبار استقرار المتغيرات (stationarity Test)
149	أولاً/ رسم السلاسل الزمنية
152	ثانياً/ اختبار معنوية معاملات دالة الارتباط الذاتي للسلاسل
154	ثالثاً/ اختبار جذر الوحدة للاستقرار (The Unit Root Test Of Stationarity)

171	المطلب الثاني: اختبارات التوزيع الطبيعي واستقرار وعدد فترات التباطؤ الزمني للنموذج
171	أولاً/ اختبار التوزيع الطبيعي (Normality tests) للسلاسل (LnGDP)، (LnNC)، (LnTR)، (LnVT)
173	ثانياً/ اختبار استقرارية معالم النموذج (Stability Test)
174	ثالثاً/ تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني للنموذج (Selection the la length)
175	المطلب الثالث: اختبار التكامل المشترك واستقرار نموذج متجه تصحيح الخطأ
175	أولاً/ اختبار التكامل المشترك (Co-integration Test)
176	ثانياً/ استقرار نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM)
177	ثالثاً/ اختبار التوازن الطبيعي لأخطاء التقدير
178	رابعاً/ اختبار السببية (Granger Causality Test)
181	المطلب الرابع: تحليل مكونات التباين ودالة الاستجابة الفورية
181	أولاً/ تحليل مكونات التباين (Variance Decomposition)
182	ثانياً/ التحقق من مصداقية النتائج
183	ثالثاً/ دالة الاستجابة الفورية (Impulse Response Function)
185	خلاصة الفصل الثالث
187	الخاتمة
187	خلاصة عامة
187	1- نتائج الدراسة النظرية
188	2- نتائج الدراسة التطبيقية
191	3- الاقتراحات
191	4- آفاق الدراسة
192	قائمة المراجع
193	1- مراجع باللغة العربية
202	2- مراجع باللغة الأجنبية
204	الملاحق

فهرس الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
الفصل الأول		
01	الفرق بين سوق النقد وسوق رأس المال	15
02	أوجه الأختلاف بين السهم العادي والسهم الممتاز	37
03	أوجه الأختلاف بين السندات والأسهم العادي	39
04	مقارنة بين الأنواع المختلفة من الأوراق المالية	39
05	مؤشرات بعض الأسواق العربية	64
06	مؤشرات بعض الأسواق العالمية	65
الفصل الثاني		
01	أوجه الاختلاف بين النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية	95
02	مزايا التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية مقارنة بالتمويل المصرفي	105
الفصل الثالث		
01	عدد الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية.	123
02	عمولات التداول	127
03	مؤشر حجم تداول الأسهم في سوق عمان للأوراق المالية (1979-2013)	133
04	مؤشر القيمة السوقية للأسهم في سوق عمان للأوراق المالية (1979-2013)	138
05	مؤشر معدل دوران الأسهم في سوق عمان للأوراق المالية (1979-2013)	140
06	مؤشر عدد شركات في سوق عمان للأوراق المالية (1989-2013)	143
07	عدد الاتفاقيات سوق عمان للأوراق المالية خلال عام 2005	144
08	دالة الارتباط الذاتي للسلاسل (GDP, MV, VT, TR)	153
09	إختبار (Augmente Dickey-Fuller test) لإستقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات تطور السوق عمان للأوراق المالية والنمو الإقتصادي	156
10	أختبار (Philips-Perron) لسكون السلاسل الزمنية للمتغيرات	157
11	إختبار ((Kpss (LM)) لإستقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات تطور السوق عمان للأوراق المالية والنمو الإقتصادي	158
12	اختبار فترات التباطؤ عند كل سلسلة على حدى	168
13	إختبار (ADF) و (PP) لسكون السلاسل الزمنية باستعمال المقطع وبدون اتجاه عام	169
14	إختبار سكون البواقي	170
15	البيانات التوزيع الطبيعي لسلاسل الزمنية للمتغيرات تطور السوق عمان للأوراق المالية والنمو الإقتصادي	172
16	اختبار استقرارية معالم النموذج	173

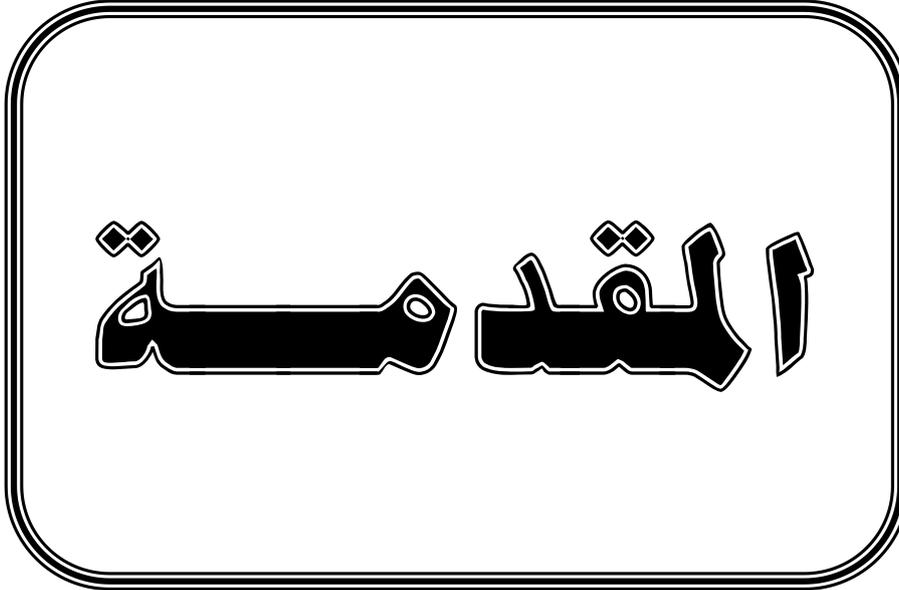
174	تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني للنموذج جمع المتغيرات المستقلة (LnNC) ،(LnTR) ،(LnMC) ،(LnVT)	17
175	اختبار التكامل المتزامن johansen	18
176	مقدرات متجه التكامل المشترك	19
176	استقرار نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM)	20
177	اختبار التوازن الطبيعي لأخطاء التقدير	21
180	نتائج اختبار السببية في المدى الطويل المبني على تقدير نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM)	22
181	نتائج اختبار السببية في المدى القصير المبني على تقدير نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM)	23
182	نتائج تحليل مكونات التباين الناتج المحلي الإجمالي (LnGDP)	24
183	نتائج تحليل مكونات التباين الناتج المحلي الإجمالي (LnGDP) بعد إعادة ترتيب البيانات	25

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
الفصل الأول		
06	انتقال الموارد المالية في الإقتصاد	01
12	أقسام الأسواق المالية	02
22	الجهات الرئيسية المتعاملة في سوق الأوراق المالية	03
31	مكونات السوق الثانوي والعلاقة التي تربط بين الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة	04
48	مقارنة الأدور بين المؤسسات المالية	05
الفصل الثاني		
75	طبيعة العلاقة بين الصيغ الثلاث للكفاءة	01
80	منحنى فرص الاستثمار	02
81	كفاءة سوق الأوراق المالية والكفاءة الإقتصادية	03
103	الوساطة الميزانية والوساطة السوقية	04
111	مراحل الدورة الإقتصادية	05
112	سوق الأوراق المالية والاقتصاد: الارتباط	06
الفصل الثالث		
125	الهيكل التنظيمي لسوق عمان	01
51	نسبة القوة العلاقة بين المتغيرات تطور سوق عمان للأوراق المالية ومعدلات النمو الإقتصادي	02
149	منحنى الناتج المحلي الإجمالي (1989-2013)	03
150	منحنى عدد الشركات المدرجة (1989-2013)	04
150	منحنى معدل الدوران الأسهم (1989-2013)	05
151	منحنى حجم التداول (1989-2013)	06
152	دالة الارتباط الذاتي للسلسلة (LnGDP)	07
177	استقرار نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM)	08
184	دالة الاستجابة الفورية للناتج المحلي الإجمالي	09

فهرس الملاحق

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
197	جدول بيانات المتغيرات الدراسة	01
198	توزيع كاي تربيع	02
199	جدول ديكي-فولر	03
200	جدول توزيع فيشر (1)	04
201	جدول توزيع فيشر (2)	05
202	جدول توزيع دارين واتسون	06
203	جدول توزيع ستودنت	07
204	دالة الارتباط الذاتي للسلاسل	08
205	إختبار (ADF) لإستقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات تطور السوق عمان للأوراق المالية والنمو الإقتصادي عند النموذج الرابع	09
206	إختبار (ADF) لإستقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات تطور السوق عمان للأوراق المالية والنمو الإقتصادي عند النموذج الخامس	10
207	إختبار (ADF) لإستقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات تطور السوق عمان للأوراق المالية والنمو الإقتصادي عند النموذج السادس	11
208	إختبار (Philips-Perron) لإستقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات تطور السوق عمان للأوراق المالية والنمو الإقتصادي عند النموذج الرابع	12
209	إختبار (Philips-Perron) لإستقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات تطور السوق عمان للأوراق المالية والنمو الإقتصادي عند النموذج الخامس	13
210	إختبار (Philips-Perron) لإستقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات تطور السوق عمان للأوراق المالية والنمو الإقتصادي عند النموذج السادس	14
211	إختبار (Kpss (LM)) لإستقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات تطور السوق عمان للأوراق المالية والنمو الإقتصادي عند النموذج الخامس	15
212	إختبار (Kpss (LM)) لإستقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات تطور السوق عمان للأوراق المالية والنمو الإقتصادي عند النموذج السادس	16
213	إختبار سكون البواقي اختبار استقرارية معالم النموذج	17
214	البيانات التوزيع الطبيعي لسلاسل الزمنية للمتغيرات تطور السوق عمان للأوراق المالية والنمو الإقتصادي	18
215	تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني للنموذج واختبار التكامل المتزامن johansen	19
216	استقرار نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM) (بيانياً وشكلياً)	20
217	اختبار التوازن الطبيعي لأخطاء التقدير	21
218	نتائج اختبار السببية في المدى القصير المبني على تقدير نموذج (VECM)	22
219	نتائج تحليل مكونات التباين الناتج المحلي الإجمالي (LnGDP)	23
220	دالة الاستجابة الفورية للناتج المحلي الإجمالي	24



المقدمة

تمهيد:

تلعب الأسواق المالية دورًا رئيسيًا في تمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة باعتبارها أحد أفضل مصادر التمويل، وهذا في ظل تراجع الاعتماد على التمويل غير المباشر من خلال مؤسسات النظام المصرفي والاتجاه إلى اقتصاديات الأسواق المالية، إذ غالباً ما يكون حجم التكوين الرأسمالي على مستوى هذه الأسواق مرتفعاً ومتراكماً، كما أنها تتميز بنمو مرتفع يدعمه تزايد وتنوع خدماتها المالية، إلى الحد الذي أضحت معه الأسواق المالية مؤشراً حقيقياً معبراً عن الوضعية والصحة الاقتصادية العامة.

وفي ظل ما يشهده العالم من انفتاح اقتصادي متزايد وسيطرة للرأسمالية العالمية يبقى وجود وتطوير أسواق الأوراق المالية ضرورية حتمية خاصة بالنسبة للدول النامية، والتي تظل فيها عقبة ضعف وعدم فعالية قنوات التمويل أحد أهم معوقات التنمية والتحرر الاقتصادي، هذا مع ضرورة الأخذ بعين الاعتبار الأسس القانونية والتنظيمية السليمة لحسن سير وانضباط نشاط هذه الأسواق والتي كانت في العديد من الأحيان سبباً في إحداث ضرر بالغ في الاقتصاديات الوطنية وحتى للاقتصاد العالمي.

وتزداد أهمية سوق الأوراق المالية في الآونة الأخيرة كواحدة من أهم روافد التمويل للقطاعات الإنتاجية، خاصة في ظل العولمة وحرية حركة رؤوس الأموال بين الدول. ولكن رغم هذه الأهمية فقد بدت لدى البعض في السنين الأخيرة بعض الشكوك حول فعالية سوق الأوراق المالية في توزيع الموارد الإقتصادية بالوجه المطلوب بالنظر لعدم استقرار الأموال السائلة عبر هذه الأسواق وحركتها المتذبذبة، وزيادة حساسيتها للمستجدات السياسية والممارسات غير الرشيدة لبعض الأفراد والمؤسسات المشاركة في الأنشطة الإستثمارية في الأسواق.

إن أهمية هذه القناة التمويلية دفع الأردن لإنشاء سوق للأوراق المالية قصد زيادة نشاطها الاقتصادي إلى مستويات أفضل، وتحسين معدلات النمو بشكل ثابت ومتزايد، وعلى الرغم من مرور ما يقرب من عقد ونصف من نشاط الأسواق الأوراق المالية، لا تزال هذه السوق تعاني من تخلف مؤسساتها وأدوات التعامل فيها وضعف في عدد المؤسسات المسجلة بها، وهو ما يضاف إلى محدودية القطاع المصرفي في تمويل تطور النشاط الاقتصادي بالفعالية المطلوبة.

① إشكالية الدراسة:

في ضوء ما سبق فإن هذا البحث يسعى إلى معالجة الإشكالية الرئيسية التالية:

ما هو أثر سوق الأوراق المالية لتحقيق معدلات النمو الإقتصادي؟

ويمكن تجزئة هذا السؤال الرئيسي إلى الأسئلة الفرعية التالية:

2) الإشكاليات الفرعية:

01. ما هي الجوانب النظرية وكذا الفنية لإقامة سوق أوراق مالية؟
02. ما هي متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية؟
03. ما هي قنوات تأثير سوق الأوراق المالية على النشاط الاقتصادي؟
04. هل توجد علاقة بين سوق عمان للأوراق المالية والنشاط الاقتصادي؟

3) فرضيات الدراسة:

في هذا الإطار يمكن وضع الفرضيات التالية:

01. يمكن لأي نظام مالي في أي دولة إنشاء سوق مالي فعال من خلال تطبيق التشريعات واللوائح المنظمة لعمل هذه الأسواق.
02. تتباين أسواق الأوراق المالية فيما بينها في مستوى الكفاءة والفاعلية وذلك نظراً لتباين الإمكانية والتسهيلات المادية والبشرية المتاحة لكل منها، فمنها الكفاءة الخارجية (كفاءة التسعير) وأخرى داخلية (كفاءة التشغيل).
03. تتعدد قنوات سوق الأوراق المالية التي من خلالها يتم التأثير على معدلات النمو الاقتصادي رغم اختلاف الرؤيا بين ناقد ومؤيد فمنهم من يعتبر سوق المالية نادي للقمار وأخرون يرونها أداة تحفيز وزيادة معدلات النمو الاقتصادي.
04. يعاني سوق الأوراق المالية في الأردن من تخلف كبير من حيث التعامل مع غياب الإطار القانوني وضعف البيئة المالية ومحدودية المؤسسات المدرجة، كما يعاني تأخراً كبيراً من حيث دوره في تمويل النشاط الاقتصادي.

4) البعد الزمني والمكاني للدراسة:

تم في هذا الدراسة التركيز على واقع سوق عمان للأوراق المالية على أساس توفر الإحصاءات الخاصة بالدراسة، ومن ثم محاولة عرض مؤشرات سوق عمان للأوراق المالية كنموذج للدراسة التطبيقية.

وكذلك فإن الأردن هو أحد الدول النامية التي تعاني من اختلالات اقتصادية ناتجة عن نقص الموارد المالية والاقتصادية المحلية، وعليه سيتم دراسة العلاقة تأثير سوق الأوراق المالية على معدلات النمو الاقتصادي ممثلاً بالناتج المحلي الإجمالي، وذلك لمعرفة جدوى إقامة هذه الأسواق داخل الأنظمة المالية ثم آثارها على النشاط الاقتصادي.

أما بالنسبة للفترة الزمنية فقد تم التركيز على الفترة الممتدة من سنة 2002 إلى 2013 باعتبارها مرحلة انتعاش لأسواق الأوراق المالية للدول النامية مع تبني الأردن نظام التداول الإلكتروني، وكذا حدوث عدة أزمات مالية عالمية خلال الفترة 2000-2006 ثم أزمة الرهن

العقاري خلال 2007 إلى 2010 ومن ثم معرفة مدى فعالية السوق في أزمة الرهن العقاري من خلال التطورات التي طرأت على السوق.

5 موقع البحث من الدراسات:

«الدراسات باللغة العربية»

1. دراسة حسين عبد المطلب حسين محمد الأسرج

«دور سوق الأوراق المالية في التنمية الادخاري في مصر»

قدمت هذه الرسالة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في الإقتصاد كلية التجارة، قسم الاقتصاد، جامعة الزقازيق- فرع بنها -مصر، مارس 2002.

تهدف الدراسة إلى تحليل دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر خلال الفترة (1982-2000) وكذا بلورة المحاور الرئيسية التي يمكن من خلالها تفعيل دور سوق الأوراق المالية المصرية في تنمية الادخار في الفترة القادمة. إشكالية الدراسة: ما مدى مساهمة سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار، وتوجيه نحو الاستثمار المنتج؟ وماهي العقبات التي تحول دون ذلك؟ وكيف يمكن تذليلها؟ وما هي المحاور التي يمكن من خلالها تفعيل دور تلك السوق في تنمية الادخار في مصر؟

2. دراسة خلف الله احمد محمد عربي

« دور سوق الخرطوم للأوراق المالية في النمو الإقتصادي»

قدمت هذه الدراسة إلى مركز النور للدراسات وهي مؤسسة للثقافة والاعلام
2010/01/19.

تهدف الدراسة إلى قياس أثر سوق الخرطوم للأوراق المالية في نمو الإقتصاد السوداني لما للأسواق المالية من دور مهم في تعبئة الادخار والتالي توفير التمويل للقطاعات الإنتاجية مما يعزز النمو الاقتصادي. واعتمد الباحث على بيانات المصادر الثانوية لتغطية فترة 1995-2005م. وتحليل البيانات عن طريق اختبار العشوائية والانحدار المتعدد. تساؤلات الدراسة: هل يعر تنوع الخدمات المالية عن تطور سوق الخرطوم للأوراق المالية؟ هل تعمل السوق بكفاءة؟ هل الإمكان تحقق شروط الكفاءة الكاملة وهي نفس شروط المنافسة الكاملة معاً في دولة مثل السودان؟ ما اتجاه التأثير بين سوق الخرطوم ونمو الإقتصاد السوداني؟ وتوصلت الدراسة إلى:

1. أن هناك خمس شركات كبرى على السوق، إضافة إلى ذلك عدم كفاءة السوق.
2. وجود علاقة عكسية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي.
3. ووجود علاقة إيجابية بين السياسة النقدية والنمو الاقتصادي.

3. دراسة إيمان عبد المطلب حسن المولى

«مؤشرات سيولة سوق الأوراق المالية وأثرها في النمو الاقتصادية»

قدمت هذه الدراسة إلى مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 07، العدد (23)، 2011.

تهدف الدراسة إلى لقياس سيولة سوق الأوراق المالية المتمثلة (القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي، قيمة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي، معدل الدوران) واختبار علاقة هذه المؤشرات مع النمو الاقتصادي المتمثل بمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي لمجموعة من الدول العربية وللمدة من: 1994-2007 واختبار نموذج الإنحدار الخطي البسيط. وكانت إشكالية الدراسة: وجود علاقة وطيدة ومعنوية بين مؤشرات سيولة سوق الأوراق المالية ومعدلات النمو الاقتصادي؟

وتوصلت الدراسة إلى: نتيجة مفادها أن السيولة التي توفرها سوق الأوراق المالية لا تمارس تأثيراً معنوياً في النمو الاقتصادي للدول عينة البحث وجاء هذا تأكيداً لنتائج دراسات سابقة في الوقت الذي ظهر فيه أن السيولة أسواق الأوراق المالية أخذت بالنمو والتطور خلال مدة الدراسة. وإن كان النمو متدنياً في بعض الأسواق.

4. دراسة جميلة يحيى صحراوي

«أثر تطور السوق المالي وتطور الجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي

دراسة حالة الأردن (1979-2009)»

قدمت هذه الرسالة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في الاقتصاد قسم إقتصاديات المال والأعمال جامعة مؤتة-الأردن، 2011.

تهدف الدراسة لبيان أثر تطور كل من السوق المالي والجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي في الأردن خلال فترة (1979-2009). حيث تم، تعبيراً على النمو الاقتصادي بمتغير الناتج المحلي الإجمالي وعلى متغيري الأسواق المالية بـ حجم التداول ومعدل الدوران ومتغيري الجهاز المصرفي بـ عرض النقد والائتمان المحلي، وتم إضافة الإنفاق الحكومي كممثل للسياسة المالية؛ حيث كانت إشكالية الدراسة: ما هي طبيعة علاقة كل من تطور السوق المالي وتطور الجهاز المصرفي بالنمو الاقتصادي في الأردن؟ وما هو اتجاه هذه العلاقة؟ وتوصلت الدراسة إلى:

2. وجود علاقة طويلة الأجل بين متغيرات حيث أن للائتمان المحلي أثر سلبي ومعنوي على النمو الاقتصادي بينما عرض النقود والقيمة السوقية ومعدل الدوران تأثير إيجابي ومعنوي على النمو الاقتصادي في حين كان سلبي بنسبة أثر للإنفاق الحكومي على النمو الاقتصادي.

3. وجود اتجاه احادي السبب بين الأنفاق الحكومي والنمو الإقتصادي في المدى الطويل واتجاه ثنائي السببي بينهما في المدى القصير.
4. أظهرت أن تطور الجهاز المصرفي له أثر أكبر من تطور سوق المالي على النمو الإقتصادي.
5. اظهرت أن هناك تأثير سلبي للأئتمان المحلي على النمو الإقتصادي في المدى القصير أما البقية المتغيرات كان لها تأثير إيجابي.

5. دراسة رغد أسامة جار الله

«قياس أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي في عينة من الدول النامية باستخدام نموذج الإنحدار الذاتي للإبطاء الموزع ARDL للفترة الممتدة (1960-2010)»

قدمت هذه الدراسة إلى مجلة تنمية الرافدين، ملحق المجلد 35، العدد (114)، 2013.

تهدف الدراسة إلى معرفة تأثير التطور المالي على معدل النمو الإقتصادية لمجموعة من الدول الآسيوية ذات مستويات الدخل المتشابهة المصنفة بحسب البنك الدولي باستخدام منهجية الإنحدار الذاتي ذي التباطؤ الموزع (ARDL) واختبار العلاقة طويلة وقصيرة الأجل باستعمال طريقة تصحيح الخطأ (VECM) والإحصائية (F) للحدود بين مؤشرات التطور المالي والاقتصاد الحقيقي والأسواق المالية والنمو الإقتصادية. للفترة (1960-2010). وكانت الإشكالية كالتالي: هل أن التطور المؤسسات المالية وتوفير التمويل وتوزيع الموارد له علاقة بتسريع النمو الإقتصادي؟ وهل ينبغي أن تقرر خطة التنمية في ضوء وسائل التمويل المتاحة؟ أم ينبغي توفير ما هو ضروري للتنمية، ثم تطويع وسائل التمويل مثل الموارد المحلية والأجنبية والنظام المصرفي والأسواق المالية لمقتضيات التنمية؟ وبعبارة أخرى أيهما نبدأ لكي يحقق أفضل النتائج؟

وتوصلت الدراسة إلى: أن أهمية القطاع المالي الموجه إلى قطاع الخاص والأسواق المالية في تحريك الإقتصاد إذا أن التطور المالي يؤدي إلى توجيه الموارد من الإدخار الخاص إلى الإستثمار الخاص ويشجع على تسهيل العمليات التجارية ويعطي مؤشراً إيجابياً للمستثمر الأجنبي لكي يستثمر في هذه الدول، مما يؤدي في المحصلة النهائية إلى تسريع النمو الإقتصادي، فقد أثبتت نتائج الدراسة توافقها مع فرضية العرض المالي كقائد للنمو (Supply-Leading Hypothesis)، وإن هناك علاقة نسبية تتجه من التطور المالي إلى النمو الإقتصادية (Financial Development leads' Economic Growth).

6. دراسة أديب قاسم شندي

«الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة»
قدمت هذه الدراسة إلى مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة العدد الخاص
بمؤتمر الكلية 2013.

تهدف الدراسة بإسقاط نموذج الانحدار الخطي المتعدد للعلاقة بين المتغير التابع (الناتج المحلي الإجمالي) ومتغير المستقلة (المؤشر العام للسوق، مؤشر القيمة السوقية، مؤشر حجم التداول، عدد الشركات) في سوق العراق للأوراق المالية؛ حيث كانت إشكالية الدراسة: هل هناك علاقة وطيدة تربط أسواق رأس المال بمعدلات النمو الإقتصادي وعملية التنمية الإقتصادية.

وتوصلت الدراسة إلى:

- 2- ثبوت صحة الفرضية بانعدام العلاقة بين سوق العراق للأوراق المالية وتحقيق معدل نمو الإقتصادي.
- 3- وجود علاقة بين السوقيين الأولى والثانوي وكلاهما يؤثر في الآخر.
- 4- افتقار السوق إلى مؤسسات التسوية والمقاصة والايذاع والحفظ المركزي والقوانين المنظمة لها.
- 5- صغر حجم الاقتصاد والسوق المحلي يمثل عائق أمام الاستفادة من قدرة السوق على جذب المزيد من الأموال.

«الدراسات باللغة الأجنبية»

7. دراسة Baboo, M. Nowbutsing

«Stock Market Development And Economic Growth: The Case Of Mauritius»

قدمت هذه الدراسة إلى مجلة الأعمال الدولية وبحوث الاقتصاد، الولايات المتحدة الأمريكية، المجلد 08، العدد (02)، فيفري، 2009.

تهدف الدراسة إلى معرفة تأثير تطوير سوق الأوراق المالية على النمو في موريشيوس، ويجري التحقق من خلال السلاسل الزمنية للإقتصاد القياسي على مدى 1989-2007، حيث تقوم بتحليل كل من المدى الطويل والقصير، حيث تم استخدام مقياسين للتنمية سوق الأوراق المالية وهما الحجم والسيولة،

وتوصلت الدراسة إلى: أن تطوير سوق الأوراق المالية يؤثر إيجاباً على النمو الإقتصادي في موريشيوس على المدى الطويل والقصير.

8. دراسة Zahid Ahmad*, Ather Azim Khan and Anam Tariq

« Stock market development and economic growth: A comparative study of Pakistan and Bangladesh »

قدمت هذه الدراسة إلى كلية التجارة، جامعة البنجاب الوسطى، Khayaban-e-Jinnah، Road، Johar Town، Lahore، Pakistan. Accepted، 17 أكتوبر، 2011. تهدف الدراسة إلى تحليل العلاقة بين التنمية سوق الأسهم والنمو الاقتصادي للبلدين النامية الآسيوية، وهما باكستان وبنغلاديش، بعد فترة تحرير 1990. حيث تقاس العلاقة من خلال الحجم (القيمة السوقية)، والسيولة (القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة ومعدل دوران الأسهم) وحجم (إجمالي عدد الشركات المدرجة في البورصة). وقد تم دراسة تحليل مقارنة مع مساعدة من الجداول والرسوم البيانية. حيث كانت إشكالية الدراسة: هل تثر سوق الأسهم على النمو الإقتصادي؟ وكيف ذلك؟

وتوصلت الدراسة القياسية من خلال استخدام تحليل الانحدار أن أسواق الأسهم باكستان تساهم في النمو الاقتصادي من حيث حجم كبير من سوق الأوراق المالية في حين يساهم سوق الأسهم بنغلاديش في النمو الاقتصادي من حيث السيولة من سوق الأوراق المالية. وتم العثور على أن النمو الاقتصادي في بنغلاديش يكون أفضل نسبياً من النمو الاقتصادي في باكستان وكشفت الدراسة أن أسواق الأسهم في باكستان وبنغلاديش لا تلعب دوراً رئيسياً في النمو الاقتصادي وإنما هذه المؤسسات المالية هي القوى الدافعة للنمو الاقتصادي للبلد.

9. دراسة: Samy Ben Naceur, Samir Ghazouani

الدراسة بعنوان: "Stock markets, banks, and economic growth: Empirical evidence from the MENA region"

مقال مقدم إلى journal Elsevier موقعها: www.elsevier.com، تم تحميلها من الموقع

الإقتصادي: Direct atSciVerse Science available يدور موضوع حول: Research in

International Business and Finance 21(2007) April 19، p.297-315.

بحثت هذه الدراسة على مدى العقود الأربعة الماضية في العلاقة الأساسية بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي. وتسلط الضوء على تأثير- في وقت واحد- البنوك والنظام المالي على النمو بدلا من أن يكون تأثيرها منفصلا. وأجريت الدراسة التجريبية باستخدام بيانات لوحة من 11 دولة من منطقة الشرق الأوسط، حيث تم الكشف عن خصوصيات بلدان منطقة الشرق الأوسط. كما درست النتائج التجريبية وجود أو عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الخدمات المصرفية وتطوير سوق الأوراق المالية والنمو، العلاقة بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي.

10.دراسة: Sofia B. Ramo

"Competition and stock market development"

مقال مقدم إلى مجلة الأوروبية المالية موقعها: www.tandfonline.com، تم تحميلها من الموقع الإقتصادي: available atSciVerse ScienceDirect، المجلد 15، العدد(02)، 05 أبريل 2009. وتحلل هذه الورقة تطوير أسواق الأوراق المالية في العقود الأخيرة ومحاولات تفسير سبب اختلاف ترتيب الدول في التنمية المالية، وقد أوضح تحليل أسواق الأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين (1975-2003)، أن الاختلاف هو ناتج أساساً عن التغيرات في القوانين والأنظمة وتعزيز المنافسة. وبالإضافة إلى ذلك، فإن المستوى العام للمنافسة يرتبط بشكل إيجابي مع تطوير سوق الأوراق المالية حيث تسبب المنافسة انخفاضاً في تكاليف المعاملات وتكلفة رأس المال.

11.دراسة: Ludo Cuyvers ،Frans Buelens ،Stijn Van Nieuwerburgh

الدراسة بعنوان: "Stock market development and economic growth in Belgium"

مقال مقدم إلى Elsevier journal موقعها: www.elsevier.com، تم تحميلها من الموقع الإقتصادي: available atSciVerse ScienceDirect، دور الموضوع حول: Emerging Markets (2011) Review 12، April 19، 2011، p.292-272.

تبحث هذه الدراسة في العلاقة طويلة الأمد بين تطوير السوق المالية والتنمية الاقتصادية في بلجيكا. حيث يستخدم الباحث مجموعة بيانات جديدة من مؤشرات تنمية سوق الأسهم. كما وجد أدلة قوية على أن تطوير سوق الأوراق المالية تسبب النمو الاقتصادي في بلجيكا، وخاصة في الفترة ما بين 1873 و1935.

12.دراسة: José Alberto Fuinhas ،António Cardoso Marques ،Luís Miguel Marques

الدراسة بعنوان: "Does the stock market cause economic growth? Portuguese evidence of economic regime change"

مقال مقدم إلى Elsevier journal موقعها: www.elsevier.com، تم تحميلها من الموقع الإقتصادي: available atSciVerse ScienceDirect، دور الموضوع حول: Economic Modelling 32 (2013) 316-324، 11 février 2013.

تبحث هذه الدراسة مدى أثر تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في البرتغال خلال الفترة الممتدة بين (1993-2011)، والذي يعتبر كإقتصاد صغير يخضع للتأثيرات القوية الناجمة عن التغييرات الهيكلية، واعتمدت هذه الدراسة على مقارنة آثار اثنين من الأنظمة المتنافسة في التمويل سوق الأسهم والبنوك على النمو الاقتصادي. كما ارتكزت الدراسة على إبراز خصوصيات الإقتصاد البرتغالي من خلال دراسة الناتج المحلي الإجمالي في الربع الثاني.

- من خلال ما تقدم فإن هذه الدراسة تركز في جانبها النظري والتطبيقي على ما يلي:
1. محاولة فهم ما يتعلق بأسواق الأوراق المالية والبحث عن الرابط الكبير بين أسواق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي مع التعمق في المعنى الصحيح لكليهما؛
 2. بحث العلاقة بين سوق الأوراق المالية في الأردن والنشاط الإقتصادي؛
 3. معرفة نوع العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي في المدى الطويل أو القصير.

6 متغيرات الدراسة:

تبين هذه الدراسة أثر تطور سوق عمان للأوراق المالية على النمو الإقتصادي، وقد تم إستعمال الأساليب القياسية الآتية:

- 1: اختبار استقرار المتغيرات النموذج (stationarity Test)؛
- 2: اختبار عدد مدد التباطؤ الزمني (Selection The lag-Length)؛
- 3: اختبار التكامل المشترك (Co-integration Test)؛
- 4: استقرار نموذج تصحيح متجهات الخطأ (VECM)؛
- 5: التوزيع الطبيعي لأخطاء والتقدير (Jarque-Bera, Kurtosis, Skewness)؛
- 6: اختبار السببية (Granger Causality Test)؛
- 7: تحليل مكونات التباين (Variance Decomposition).

وقد تم استخدام متغيرات الدراسة كالتالي: الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي كممثل على النمو الإقتصادي وهو متغير تابع، ومتغيرات عدد الشركات المدرجة وحجم التداول ومعدل دوران الأسهم وهذا لتمثيل تطور سوق الأوراق المالية.

7 أهمية الدراسة:

- يرجع الإهتمام المتزايد باقتصاديات الأسواق المالية إلى تنامي ما يعرف بالتحريم المالي وازدياد حدوث الأزمات في هذه الأسواق ومدى تأثيرها على تمويل المشاريع والتوسع في النشاط الاقتصادي من خلال توفير السيولة اللازمة لدفع المشاريع التي من شأنها تحقيق زيادة في المستوى الدخل الفردي أو ما يسمى بالنمو الاقتصادي.
- تسليط الضوء على سوق عمان للأوراق المالية ومحاولة معرفة العلاقة بين مؤشرات تطوير سوق الأوراق المالية بتحقيق النمو الاقتصادي (الرفاهية وتلبية حاجيات الإنسان...) وهو المهم لأي دولة سواء كانت متقدمة أو نامية، وخاصة النامية منها.
- لا تقتصر أهمية هذه الدراسة على معرفة أسواق الأوراق المالية فحسب وإنما تتجاوز ذلك موضحة مدى نجاحها في الدول ومن ثم تحسين وضع نظامها المالي وتمويل مشاريعها وتوسيعها وتجديد نشاطها الاقتصادي.

8 مبررات الدراسة:

من أهم مبررات إختيار هذا الموضوع أنه يندرج ضمن التخصص العلمي المتبع: الأسواق المالية والبورصات، بالإضافة إلى الإهتمام المتزايد به في ظل ما تشهده الساحتين المحلية والدولية، وإجمالاً يمكن ذكر أهم أسباب إختيار هذا الموضوع فيما يلي:

- ◇ يعتبر هذا الموضوع أحد الإهتمامات والميول الشخصية للباحث.
- ◇ الرغبة في أن يحقق هذا الجهد إضافة حقيقية ونوعية في مجال الأسواق المالية وما يدور حولها، وكذلك إثراء المكتبة بهذه الدراسة بحيث تفيد الباحثين في هذا الجانب من التخصص الحديث.
- ◇ إبراز مدى تأثير أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي بالنظر إلى أهمية هذا الأخير.

9 أهداف الدراسة:

لم يكن إختيار موضوع "تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الإقتصادي" بمحض الصدفة، وإنما كان حوصله لعدة إعتبرات أهمها:

- تسليط الضوء على أهم مصدر تمويلي حديث وأحسن قناة تمويلية لوقورنت بالمصادر الأخرى من حيث عدم ارتباطها بمعدلات التضخم بالإضافة إلى التطور الكبير الذي تشهده آليات وأدوات التعامل بها، ما يوجب إحاطة نظرية شاملة بمختلف أبعادها وخصائصها.
- تحليل واقع سوق الأوراق المالية في الأردن..
- بحث مدى مساهمة سوق عمان الأوراق المالية في رفع مستويات ومعدلات النمو الإقتصادي، وفهم العلاقة بين سوق الأوراق المالية ومعدلات النمو الاقتصادي.

10 صعوبات الدراسة:

إن طبيعة الموضوع فرضت علينا مواجهة بعض الصعوبات، والتي تمثلت على سبيل المثال لا الحصر في بعد حالة الدراسة حيث كانت خاصة بسوق عمان للأوراق المالية وصعوبة الحصول على الدراسات السابقة التي تطرقت لها جامعات الأردن. كذلك عدم وجود دراسات جزائية سابقة في هذا الموضوع ومن الناحية القياسية.

11 منهج الدراسة:

من أجل ضمان الإحاطة بمختلف جوانب الموضوع والإجابة عن التساؤل المطروح في الإشكالية، سيتم الإستعانة بالمنهج التالية كوسيلة أساسية في معالجة هذا البحث:

المنهج الوصفي:

وهذا قصد إجراء مسح نظري لأسواق الأوراق المالية ومكانتها ضمن النظام المالي وكذا أهم أهدافها وخصائصها.

المنهج التحليلي:

كأسلوب مناسب في فهم وتحليل العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي سواء في شقها النظري أو التطبيقي.

المنهج التاريخي:

من أجل سرد وعرض المراحل التاريخية لنشأة وتطور الأسواق المالية وعرض مسار وتطورات مفهوم النمو الإقتصادي، بالإضافة إلى تتبع أهم محطات إقامة سوق الأوراق المالية الأردنية.

المنهج القياسي:

تم استخدام برنامج 7 EViews و Excel 2010 في تحليل البيانات لاختبار صحة الفرضيات المذكورة والوصول إلى النتائج المطلوبة.

12 هيكـل الدراسة:

من أجل إحاطة نظرية وتطبيقية شاملة لموضوع وإشكالية الدراسة سيتم العمل على تقسيم البحث إلى ثلاثة فصول إثنان نظريان والثالث تطبيقي بالإضافة إلى مقدمة عامة وخاتمة عامة، ويمكن إيضاح ذلك على النحو التالي:

الفصل الأول: والذي سيكون عنوانه "مدخل لسوق الأوراق المالية" حيث يعتبر بمثابة فصل تمهيدي للتعريف بالأسواق المالية، حيث اهتم المبحث الأول بدراسة ماهية السوق المالية، بينما تناول المبحث الثاني مفهوم أسواق الأوراق المالية فيما كان المبحث الثالث مخصصاً لأهم المتدخلين في هذه الأسواق وآليات التعامل فيها وكذا مؤشراتهما..

أما فيما يخص **الفصل الثاني:** والذي يحمل عنوان: "سوق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي" فقد تم التطرق في المبحث الأول منه إلى كفاءة أسواق الأوراق المالية وواقع الأسواق العربية، أما المبحث الثاني فتناول مفهوم النمو الإقتصادي والتنمية الإقتصادية، في حين خصص المبحث الثالث لدراسة العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي.

الفصل الثالث: وعنوانه: "أثر تفعيل دور سوق الأوراق المالية ومعدلات النمو الإقتصادي دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية" ونتطرق فيه إلى ماهية سوق عمان للأوراق المالية ومقوماتها والمؤسسات المدرجة فيها وشروط الدخول وكيفية التعامل داخلها ثم يليه الجانب التمويلي ومن ثم نتعرض لقياس وتحليل مؤشرات تطور سوق عمان للأوراق المالية، ونقوم بعرض وتحليل نتائج تأثير سوق على معدلات النمو من خلال قياس أثر مؤشرات سوق عمان للأوراق المالية وربطها بمؤشرات الناتج المحلي الإجمالي كممثل على النمو الإقتصادي.

الفصل الأول

مدخل لسوق الأوراق

المالية

- ✿ المبحث الأول: ماهية السوق المالي.
- ✿ المبحث الثاني: ماهية سوق الأوراق المالية.
- ✿ المبحث الثالث: المتدخلون وآليات التعامل في سوق الأوراق المالية ومؤشراتها.

تمهيد:

يتم التطرق في هذا الفصل إلى مفهوم السوق المالي الذي ينقسم إلى جزئيين من حيث التعاملات، القسم الأول يخص المعاملات قصيرة الأجل ويدعى سوق النقد والقسم الآخر تتم فيه المعاملات طويلة المدى ويعرف باسم سوق الأوراق المالية (سوق رأس المال).

وضمن الإطار العام لسوق رأس المال نجد سوق الأوراق المالية والتي تهدف لتأمين السيولة وتجميع المدخرات للإسهام في عمليات الاستثمار والتنمية الاقتصادية، وهذا من خلال دورها الرئيسي في توزيع المدخرات القطاع الخاص المحلي والأجنبي بين القطاعات الإنتاجية في الاقتصاد القومي، وهو ما يجعلها واحدة من أهم القنوات التي توفر الاحتياجات التمويلية للمؤسسات الاقتصادية بأقل تكاليف ومخاطر تمويلية أقل.

وقد ارتبط تطور سوق الأوراق المالية بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم، مترتباً على ذلك إصدار الكثير من الأدوات المالية كالأسهم والسندات وأنواع أخرى عرفت بـ "المشتقات المالية".

لهذا لجأ الإقتصاديون لاستعمال المؤشرات الإقتصادية للتعرف على حالة الإقتصادية لدولة، وتقدير الحالة النمو الإقتصادية أو الركود التي قد يكون عليها الإقتصاد، كما أن الخبراء الإقتصاديين والوسطاء والمستثمرون في سوق الأوراق المالية يعتمدون على المؤشرات لتعرف بسرعة على ما يجري في السوق.

حيث تمثل مؤشرات سوق الأوراق المالية مقياساً شاملاً لاتجاه السوق ويعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأوراق المالية؛ فمن خلال هذا الفصل سنحاول تسليط الضوء على مفهوم المؤشر ومؤشرات سوق الأوراق المالية وكيفية بناءها مع إعطاء أهم المؤشرات سوق الأوراق المالية العالمية والعربية.

فمن هذا المنطلق يتم توضيح هذه المفاهيم من حيث المباحث التالية:

- ◆ المبحث الأول: ماهية السوق المالية.
- ◆ المبحث الثاني: ماهية سوق الأوراق المالية.
- ◆ المبحث الثالث: المتدخلون وآليات التعامل في سوق الأوراق المالية ومؤشراتها.

المبحث الأول: ماهية السوق المالية (Financial Markets)

تعمل الأسواق المالية على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب وقوى العرض، وتتيح الحرية الكاملة لإجراء المعاملات والمبادلات كافة. وتزداد أهمية الأسواق المالية وتتبلور ضرورتها في المجتمعات التي تتسم بحرية الاقتصاد والتي يعتمد الاقتصاد فيها على المبادرة والمبادأة الفردية والجماعية.

لذا قمنا بعرض دراسة مفهوم السوق المالية وأهم التقسيمات.

المطلب الأول: مفهوم السوق المالية

تستمد السوق المالية مفهومها من مفهوم السوق بشكل عام. والسوق يمثل الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق. كما أدى طابع التخصص في الأسواق إلى نشوء وحدات متخصصة من المستثمرين والشركات للمتاجرة وتقديم خدمات الوساطة في السوق.

أولاً/ نشأة الأسواق المالية:

ترتكز فكرة الأسواق المالية على نظرية آدم سميث التي تقوم على فكرة تقسيم العمل، وتعتمد فكرة تقسيم العمل على كبر حجم السوق وعلى حجم الإنتاج مما يترتب على ذلك إيجاد نوع من التخصص في الإنتاج تبعاً للمزايا النسبية، وهذا ما يطلق عليه (Allocation Resources)، وقد انعكست هذه العلاقة على التطورات المالية وبشكل أدق على تطور في سوق الأوراق المالية مما ترتب على ذلك إيجاد سوق متخصص للأوراق المالية وهذه السوق أطلق عليها سوق الأوراق المالية¹. وقد جاءت تسمية الأسواق المالية من مفهوم السوق بصورة عامة والوسيلة التي يتم التعامل بها في تلك الأسواق.

وقد مرت فكرة الأسواق المالية عبر تطورها التاريخي بمجموعة من المراحل التي ارتبطت بالتطور المالي والاقتصادي يمكن تلخيصها كالآتي:²

المرحلة الأولى: وقد تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من المصارف الخاصة، ومحلات الصرافة وارتفاع نسبي في المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات مختلفة³ تجارية وزراعية وعقارية، الأمر الذي قاد إلى اتساع نطاق التعامل التجاري، وأدى ذلك إلى كبر حجم هذه المشروعات التي باتت بحاجة ماسة إلى رؤوس أموال كبيرة وأصبح الفرد يعجز عن تمويلها، فأصبح يلجأ إلى البنوك للاقتراض وما قد يترتب على ذلك من عواقب وخيمة⁴.

¹ جمال جويدان الجميل، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2002، ص: 16.

² نوزاد الهبتي، مقدمة في الأسواق المالية، أكاديمية الدراسات العليا والبحوث الاقتصادية، لم تذكر بلد النشر، 1998، ص: 14-16.

³ صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية: «الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح»، دار عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، عمان- الأردن، 2003، ص: 07.

⁴ رجال إيمان، أسواق الأوراق المالية الدولية بين مظاهر التجديد والأزمات المالية: «الأزمات المالية العالمية 2008»، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: إقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة- الجزائر، (غير منشورة)، 2011-2012، ص: 05.

المرحلة الثانية: وتميزت ببداية ظهور بنك مركزي يسيطر على البنوك التجارية بعد أن كانت المرحلة الأولى تتميز بحرية اقتصادية مطلقة، وفي هذه المرحلة قامت البنوك التجارية بعملها التقليدي وازداد قبولها لخصم الكمبيالات "والأوراق المالية التجارية"، وازداد دورها في الإئتمان طبقاً للقواعد التي يصدرها البنك المركزي، كما حاولت مد نشاطها خارج الحدود غير أنها لم تستطع منح قروض إلا لأجل محددة بالرغم من زيادة طلب الأفراد على النقود في هذه المرحلة¹.

المرحلة الثالثة: ظهور البنوك المتخصصة في الاقتراض متوسط الأجل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية والاستثمار، وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة الأجل لسداد احتياجات من الأموال ولكي تفي باحتياجاتها لتمويل المشاريع التنموية، ويقوم البنك بإصدار سندات الخزنة².

المرحلة الرابعة: وفيها ظهرت الأسواق النقدية المحلية، وازداد الإهتمام بسعر الفائدة، بإصدار سندات الخزنة لفترات متوسطة وطويلة الأجل، بالإضافة لنمو نشاط الأوراق التجارية، وشهادة الإيداع القابلة للتداول، وهذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي في السوق المالي، وبداية ظهور أسواق ثانوية لتبادل هذه الأوراق أي (البورصات) بالإضافة إلى وجود سوق نقدي متقدمة، مما يقتضي وجود موارد مالية كبيرة بالنسبة لحجم العمليات التي تجري فيه³.

المرحلة الخامسة: وهي مرحلة اندماج الأسواق النقدية المحلية في الأسواق المالية الدولية، بحيث تساعد كل سوق منها الأخرى من حيث عرض النقود أو الطلب عليها. وتتمثل هذه المرحلة حلقة متطورة في نمو النظام المالي داخل الدولة وتطور المرافق الاقتصادية والعامه فيها. وقد تتحول بعض المؤسسات أو الأسواق المالية المحلية إلى أسواق دولية.

في هذه المرحلة تنتقل منها وإليها رؤوس الأموال المختلفة وذلك بفضل التقدم التكنولوجي وزيادة الاتصالات وزيادة المبادلات بين البلدان المختلفة، كما أن التطور المالي بلغ في هذه المرحلة أقصى مداه إذ يتفرغ الوسطاء الماليون ويتخصص كل منهم في واحدة أو أكثر من الأوراق المالية⁴.

ولقد ارتبط تطور الأسواق المالية تاريخياً بالتطور الاقتصادي والصناعي التي مرت به معظم دول العالم ولا سيما الدول الرأسمالية. وقد جاء انتشار الشركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض ليخلق حركة قوية للتعامل الصكوك المالية، والذي أدى إلى ظهور بورصات الأوراق المالية، ولقد كان التعامل بتلك الصكوك يتم في بادئ الأمر على قارعة الطريق

¹ خليل لهندي، أنطوان الناسف، العمليات المصرفية والأوراق المالية: الجزء الثني «المفهوم القانوني للسوق المالية ومدى علاقتها بالنظام المصرفي»،

المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس- لبنان، 2000، ص: 26.

² رجال إيمان، مرجع سبق ذكره، ص: 05.

³ صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سبق ذكره، ص: 08.

⁴ خليل لهندي، أنطوان الناسف. مرجع سبق ذكره، ص: 27.

في الدول الكبرى كفرنسا وإنجلترا وأمريكا. ثم استقر التعامل في أعقاب ذلك في أبنية خاصة والتي أصبحت تعرف فيما بعد بأسواق الأوراق المالية "البورصات"¹.

لذلك فإن الأسواق موجودة في المجتمعات البشرية منذ القدم، إلا أن السلع المتداولة بتلك الأسواق، وكذلك الوسائل والأساليب لتبادل تلك السلع هي التي تغيرت عبر التاريخ؛ وذلك نظراً لتطور الظروف الاقتصادية والاجتماعية؛ لتغير احتياجات الأفراد؛ ولتطور سبل الاتصال فيما بينهم².

ثانياً/ تعريف السوق المالية (The Definition of the Financial Market):

تعرف السوق المالية بأنها وسيلة (ينتفي فيها شرط المكان)، يلتقي خلالها (المشترون والبائعون والوسطاء والمتعاملون الآخرون والإداريون) من ذوي الاهتمامات (المادية أو المهنية) بالأدوات (الرأسمالية والنقدية) أو بـ (الصرف الأجنبي) بغرض تداول وتوثيق وتعزيز الأصول المختلفة (الحقيقية والمادية والنقدية...) لفترات متباينة (طويلة وقصيرة) اعتماداً على (قوانين وأنظمة وتعليمات) وإلى حد ما (عادات وتقاليد وأعراف) معتمدة (محلياً أو دولياً)³.

كما تعرف السوق المالية من منظور علم الاقتصاد على أنها: الآلية التي تمكن وتيسر للناس القيام بإصدار وتداول أدوات الإستثمار قصيرة وطويلة الأجل، بتكلفة معاملات منخفضة وأسعار تعكس فرضية السوق الكفاء⁴.

والأسواق المالية كما يعرفها جيف مادورا (Jeff Madura) على أنها أسواق الأصول المالية (السندات، أسهم...) فمثلاً: الأسهم والسندات يمكن شراؤها أو بيعها، حيث يتم تحويل الأموال في الأسواق المالية عندما يشتري أحد الطرفين الموجودات المالية المحتفظ بها سابقاً من قبل طرف آخر. والأسواق المالية تساهم في تدفق الأموال، وبالتالي تسمح بالتمويل والاستثمار من قبل الأسر، والشركات، والوكالات الحكومية.

فالأسواق المالية تحول الأموال من أولئك الذين لديهم فائض الأموال لأولئك الذين يحتاجون إلى الأموال، ويشار إلى هؤلاء المشاركين الذين يتلقون أموالاً أكثر مما ينفقون من وحدات الفائض (المستثمرة)، أنها توفر صافي مدخراتهم إلى الأسواق المالية؛ ويشار إلى هؤلاء المشاركين الآخرين الذين ينفقون المزيد من المال من حصولهم على وحدات العجز، حيث

* وسيتم التطرق إليها في المبحث الثاني.

¹ خليل طه سور نبيل، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق: دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير إدارة الأعمال، كلية التجارية تخصص: إدارة الأعمال، جامعة الإسلامية-غزة، فلسطين، (غير منشورة)، 2007، ص: 20.

² خليل أحمد النمروطي، سمير عبد الدايم العويسي. تحليل اتجاهات المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين للأوراق المالية: دراسة استطلاعية على «المستثمرين الأفراد في قطاع غزة»، مجلة جامعة الجامعة الإسلامية-لدراسات الاقتصادية والإدارية، كلية التجارة، قسم الاقتصاد والعلوم السياسية، الجامعة الإسلامية بغزة-فلسطين، 20(01)، 2012، ص ص: 36-01.

³ هوشار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2009، ص: 58.

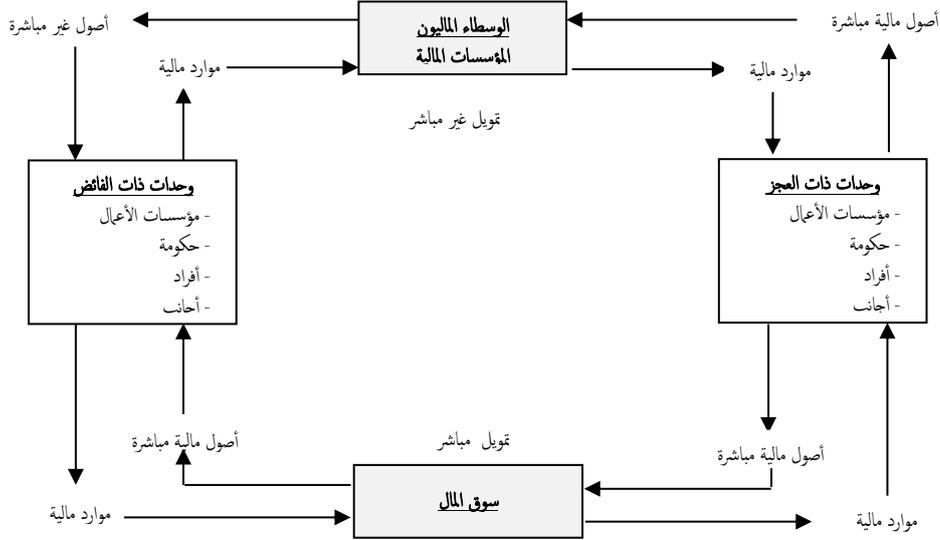
⁴ السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان-الأردن، 2010، ص: 67.

يحصلون على هذه الأموال من الأسواق المالية، بحيث يمكن أن ينفقوا المزيد من المال من من يتلقونها¹.

مما تقدم يمكن تقديم تعريف شامل لأسواق المالية، وهي عبارة عن الآلية التي يتم من خلالها تدفق الأموال الفائضة (الأصول المالية: قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل) في شكل مدخرات إلى الوحدات التي تعاني من عجز مالي بهدف استثمارها، وعملية تدفق الأموال هذه تتم بطرق عديدة تتناسب مع متطلبات التمويل لهذه العملية، حيث تقوم وحدات العجز المالي بإصدار أصول مالية أو ما يسمى "الحقوق المالية" والتي تعرضها لوحدات الفائض المالي فتشتريها هذه الأخيرة مقابل تحويل لفوائضها المالية إلى وحدات العجز المالي وهذا ما يسمى بالتمويل المباشر، أما إذا تم تحويل الموارد المالية بين وحدات الفائض ووحدات العجز عن طريق مجموعة من الوسطاء الماليين والتي تتشكل من المؤسسات المالية العاملة في السوق المالية "بنوك، شركات التأمين..." فإن عملية التمويل تأخذ شكل التمويل غير المباشر كما يوضحه الشكل الآتي:

شكل رقم (01-01):

انتقال الموارد المالية في الاقتصاد



مصدر: أحمد أبو الفتوح الناقية، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية « مدخل للنظرية النقدية وأسواق المال »، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1998، ص: 17.

¹Jeff Madura. **Financial Markets And Institutions**, Cengage Learning Customer & Sales Support, 10th Edition, United States of America, 2011, p: 03.

المطلب الثاني: تقسيمات السوق المالية (Divisions of the Financial Market)

يعد السوق المالي الآلية التي تعمل على تجميع المدخرات وتوجيهها إلى الأنشطة الاقتصادية المختلفة بالاستعانة بالمؤسسات المالية المختلفة، حيث يشتمل السوق المالية على نوعين من الأسواق هما: أسواق النقد وأسواق رأس المال، وتختلف أسواق النقد عن أسواق رأس المال أساساً في آجال استحقاق الأدوات المالية التي يجري تداولها، إضافة إلى طبيعة المؤسسات المالية العاملة في كل من السوقين:

أولاً/ السوق النقدية (Money Market):

1. تعريف السوق النقدية (Definition of Money Market):

ترتبط نشأة أسواق النقد بنشأة الوديعة والبنوك التجارية، لذلك فهي تعد من أقدم أسواق المال وتمثل المؤسسات المالية والمصرفية الاطراف الأكثر تعاملاً في هذه الأسواق. حيث توجد أسواق النقد لتحويل الأموال من الأفراد والشركات والوحدات الحكومية التي تمتلك فائض أموال قصيرة الأجل (الأموال المردين) إلى الوحدات الاقتصادية التي لديهم احتياجات قصيرة الأجل للحصول على أموال (مستخدمي الأموال). على وجه التحديد، ففي أسواق النقدية يتم إصدار أدوات الدين قصيرة الأجل (تلك التي تستحق من سنة واحدة أو أقل) من قبل الوحدات الاقتصادية التي تطلب الأموال قصيرة الأجل ويتم شراؤها من قبل الوحدات الاقتصادية التي لديها فائض الأموال قصيرة الأجل فور صدورها كما تعرف السوق أنها سوق تنتقل فيها الأموال من خلال أدوات مالية قصيرة الأجل ذات درجة سيولة عالية مثل: الودائع والقروض وأذون الخزانة وشهادات الإيداع القابلة للتداول المقبولات المصرفية (Banks Acceptances) والأوراق التجارية وغيرها، ومن أهم المنشآت المالية التي تعمل في أسواق النقد البنوك التجارية¹.

أيضاً عرفت أنها السوق التي من خلالها يمكن الحصول على القروض قصيرة الأجل، أي التي لا يزيد أجل استحقاقها عن سنة، سواء أكان ذلك من خلال عقد القرض المباشر، أم من خلال إصدار الأوراق المالية التي تتميز بسيولتها العالية، أي التي يمكن تحويلها إلى نقود خلال مدة قصيرة، كشهادات الإيداع القابلة للتداول.

ويتم استخدام سوق المال ليشمل جميع الأدوات المالية قصيرة الأجل والتي تقوم على سعر الفائدة²، وإنما سميت هذه السوق بـ: (سوق النقد) لأنه يمكن تحويل الأصول المالية

¹ صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية: «علمياً-عملياً»، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية للطباعة والنشر، الإسكندرية- مصر، 2000، ص: 21.

² Bob Steiner. Foreign Exchange And Money Markets, Theory, Practice And Risk Management, Butterworth Heinemann , first published, Britain, 2002, p: 25.

المتداولة فيها إلى نقود، بسرعة وسهولة، ولأن هذه الأصول يمكن أن تقوم بوظيفة أو أكثر من وظائف النقود، أو لمجموع الأمرين¹.

2. تقسيمات السوق النقدية (Divisions of the Money Market):

وتنقسم هذه السوق إلى سوقين هما:

أ- أسواق خصم²: هي تلك السوق التي يجري فيها التعامل في الأوراق التجارية (الكمبيالات) وأذون الخزانة، بالشراء (الخصم) والبيع، ويمثل شراء (خصم) هذه الأوراق جانب الطلب عليها، سواء طلب البنوك التجارية وحدها، كما هو الحال في جمهورية مصر العربية مثلاً، أو طلب بيوت الخصم، كما هو الحال في المملكة المتحدة مثلاً، أما جانب عرض الأوراق التجارية فيتمثل في عرض (بيع) هذه الأوراق من جانب حاملها في سوق الخصم.

ويلاحظ هنا أنه حتى في البلاد التي توجد فيها بيوت الخصم المتخصصة، كالمملكة المتحدة، فإن البنوك التجارية هناك كثيراً ما تعيد خصم (شراء) الأوراق التجارية التي تكون بيوت الخصم قد خصمتها من قبل، إذ أن الخصم يعتبر- بالنسبة للبنوك التجارية- خط الدفاع الثاني، فالأوراق التجارية (وأذون الخزانة) أكثر الأصول سيولة، بعد النقود وودائع البنوك لدى البنك المركزي، ويمكن للبنوك التجارية أن تتخير خصم (شراء) تلك الأوراق التجارية التي تحمل مواعيد مختلفة للاستحقاق تتلاءم مع محفظة الأوراق التجارية لدى تلك البنوك، وبذلك تضمن البنوك استمرار سيولتها يوماً بعد يوم.

ب- أسواق القروض قصيرة الأجل: يتضمن هذا السوق جميع القروض التي تعقد لأجل قصيرة تتراوح بين أسبوع واحد وسنة كاملة ويكون أطراف هذه السوق المشروعات والأفراد من ناحية والبنوك التجارية وبعض مؤسسات الإقراض المتخصصة في تقديم الائتمان قصير الأجل من ناحية أخرى. ففي بعض الدول الأوروبية كانجلترا وألمانيا يصل الحد الأدنى إلى ليلة واحدة بحيث يتم تجديد آجال القروض يومياً³.

3. خصائص السوق النقدية:

تتميز السوق النقدية بالخصائص التالية⁴:

أ- يعتبر سوق جملة، ويكون المتعاملين فيه من ذوي الحجم الكبير يتمتعون بخبرات كبيرة جداً ويعملون لحساب مؤسسات كبيرة أخرى ويتم الاعتماد على الوسطاء والسماسرة؛
ب- أدوات الإستثمار المستخدمة في هذه الأسواق تعتبر عالية السيولة؛

¹ مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية: «من منظور إسلامي»، مذكرة تدريبية، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز جدة- المملكة العربية السعودية، 2010، ص: 08-07.

² معلومات المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، متاح على الموقع:

http://www.ibisonline.net/Research_Tools/Glossary/GlossaryDisplayPage.aspx?TermId=3243، يوم الأحد: 2014/03/09، على الساعة:

17:18، ص: 01.

³ عبد الرحمن مرعي، دور سوق الأوراق المالية في تطوير نظم المعلومات المحاسبية في سورية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في المحاسبة، كلية الاقتصاد، قسم المحاسبة، جامعة دمشق- الجمهورية العربية السورية، (غير منشورة)، 1997م، ص: 08.

⁴ أوليدة صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2012م، ص: 31.

ت- يعتر السوق النقدي من الأسواق التي تتمتع بإستثمارات قليلة المخاطرة. لأن مخاطر الدين وعدم مقدرة المدين على السداد تكون شبه معدومة. لأن أدوات الدين في هذا السوق غالباً تكون مصدرة من قبل الحكومة؛

ث- يمتاز بالمرونة العالية قياساً بغيره نظراً لقصر الأجل وما يتمتع به من إنخفاض درجة المخاطرة¹؛

ج- تعتبر آجال الإستحقاق الأدوات السوق النقدي قصيرة فهي لا تتجاوز سنة واحدة في الغالب بدءاً من يوم واحد مما يعطيها صفة السيولة العالية لأدوات الإستثمار في السوق.

ثانياً/ سوق رأس المال (Capital Market):

1. تعريف سوق رأس المال (Definition of Capital Market):

يعرف سوق رأس المال بأنه سوق الصفقات المالية طويلة الأجل والتي تنفذ أما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل، أو في شكل إصدارات مالية طويلة الأجل².

كما يعرف بأنه مجموع المؤسسات والأفراد الذين يتعاملون في الأدوات المالية طويل الأجل، أي إقراض الأموال وإستثمارها لفترة تتجاوز السنة الواحدة، ويكون إقراض الأموال أو إستثمارها لأجل طويل بهدف إستغلال أموال متاحة لفترة طويلة من أجل تحقيق عائد منها، كما يكون الهدف من الحصول على هذه الأموال هو تمويل إستثمارات رأسمالية (طويلة الأجل)³.

2. تقسيمات سوق رأس المال (Divisions of the Capital Market):

وينقسم سوق رأس المال إلى قسمين هما:

أ- الأسواق الحاضرة (الفورية) (Spot Market):

هي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بصورة فورية بين البائعين والمشتريين⁴. أو ما يسمى بالسوق العاجلة، وفي هذه الصورة يقوم المشتري بدفع الثمن كاملاً واستلام الأوراق المالية من البائع وفق الاجراءات المتبعة في البورصة⁵، وتنتقل ملكية الورقة للمشتري فوراً عند إتمام الصفقة⁶.

والتي بدورها تنقسم إلى سوقين هما: السوق الأولى (الإصدار) والسوق الثانوي (التداول)*.

¹ ناظم محمد نوري الشمري، وآخرون، أساسيات الإستثمار العيني والمالي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 1999، ص: 178.

² محمد مطر، إدارة الإستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الثالثة، عمان- الأردن، 2004، ص: 206.

³ محروس حسن، الأسواق المالية والإستثمارات المالية، جامعة عين شمس- مصر، 1993، ص: 40-41.

⁴ ياسر بنو حسون، شادي أحمد زهرة، الأسواق المالية الناشئة ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني: سورية، دراسة تحليلية استشرافية، ورقة بحثية،

مقدمة إلى مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، (01)27، 2005، ص: 23-01.

⁵ مشري فريد، علاقة البنوك الإسلامية بالسوق المالي الإسلامي، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود وتمويل، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة- الجزائر، (غير منشورة)، 2007-2008، ص: 51.

⁶ رسمية قرياقص، أسواق المال: «أسواق رأس المال- المؤسسة»، دار الجامعية طبع نشر توزيع، الإسكندرية- مصر، 1999، ص: 11.

* سيتم تعريف كل سوق لاحقاً في المبحث الثاني.

ب- أسواق آجلة (Forward Market):

هي الأسواق التي يتم فيها عقد صفقات البيع أو الشراء للأوراق المالية، ثم تنفيذها في ميعاد لاحق في المستقبل¹.

ويطلق عليها أسواق العقود المستقبلية (Futures Contracts) وأسواق المشتقات المالية (Financial Derivative Markets) وذلك لأنها تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار الأدوات المالية من الأدوات المالية محل العقد، وتتمثل أهم هذه الأسواق في: الأسواق المستقبلية عقود الخيار، العقود المستقبلية، وعقود المبادلات².

● أسواق العقود المستقبلية (Futures Market): تعود نشأة وتطور الأسواق المستقبلية إلى عقد السبعينيات من القرن الماضي تحديداً في العام 1971 عندما بدأت سوق الأوراق المالية شيكاغو (تأسست عام 1848) بتنفيذ عقود مستقبلية على العملات الأجنبية. وفي العام 1975 نفذ أول عقد مستقبلي على أسعار الفائدة للشهادات التي تصدرها الجمعية الوطنية الحكومية للرهن (GNMA) في سوق شيكاغو للتجارة. وفي العام 1976 سمح السوق النقدي الدولي (IMM) (الذي أنشئ عام 1972 ونفذ به أول عقد العملات الأجنبية) بتنفيذ مستقبليات على الأوراق المالية الحكومية وعلى الأوراق المالية قصيرة الأجل (أذونات الخزينة الأمريكية). ومن ثم في العام 1977 بدأت سوق شيكاغو بالتعامل بمستقبليات سندات الخزينة الأمريكية والتي أصبحت لاحقاً من أنشط أدوات سوق المستقبليات تداولاً. وشهد العام 1980م اهتمام المستثمرين بمستقبليات مؤشر الأسهم والتي لاقت قبولاً عاماً ويطلق عليها أحياناً (Pin-Stripe Pork Bellies)، علماً أن أول عقد نفذ في سوق شيكاغو المنتظمة على مؤشر الأسهم كان عام 1982. ومنذ عام 2001 بدأ المستثمرون يتعاملون بمؤشر داوجونز الصناعي³.

وهي عقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين، (قد يكون سلعة أو ورقة مالية) بسعر محدد مسبقاً، على أن يتم التسليم والتسليم في تاريخ لاحق في المستقبل⁴.

¹ ياسر بو حسون، شادي أحمد زهرة، مرجع سبق ذكره، ص: 05.

* سيتم تعريف كل من: العقود المستقبلية وعقود الخيار وعقود المبادلات في البحث الثاني.

² نورة بومدين، الأسواق في الدول الإسلامية: «معالم الواقع وآفاق المستقبل» دراسة تجريبية السوق المالي الماليزي، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: مالية وإقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بو علي الشلف- الجزائر، (غير منشورة)، 2011-2012، ص: 13-14.

³ ارشد فؤاد مجيد التميمي، الأسواق المالية: «تنظيم وأدوات»، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2010، ص: 388.

⁴ مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سبق ذكره، ص: 85.

• أسواق العقود الخيارات (Option Market):¹ تعود نشأة الخيارات إلى وقت مبكر من العام 1900 عندما قامت مجموعة من الشركات بإنشاء جمعية الوسطاء وسماسة خيارات البيع والشراء، لتمثل هذه الجمعية اللبنة الأساسية لتطور أسواق الخيارات. إذ يستطيع أي عضو في الجمعية أن يجد بائع لمن يرغب بشراء الخيار، كما يمكن للعضو في الجمعية أن يمارس دور مزدوج كسمسار لمقابلة البائع والمشتري أو تأجر يأخذ مركزاً معيناً في الصفقة.

وفي بدايات العام 1973 حصلت تغييرات جذرية وواسعة في البنية التحتية لأسواق الخيارات، إذ تم تأسيس سوق منتظم لخيارات الأسهم يعرف باسم هيئة شيكاغو لسوق الأوراق المالية للخيارات (Chicago Board Option Exchange (CBOE) الذي فتح أبوابه في 26 أبريل من نفس العام لتجارة خيارات الشراء فقط، ومن ثم في جوان من العام 1977 أضيفت خيارات البيع. وبذلك أصبح سوق شيكاغو سوقاً مركزياً لتجارة الخيارات يوفر الأطر المعيارية لتداول الخيارات وضمان حقوق المتعاملين في السوق عبر عمليات المقاصة التي تقوم بها جهة متخصصة أنشأت لهذا الغرض تسمى بيت المقاصة (Clearinghouse). ومنذ العام 1983 تنامت هذه الأسواق وأصبحت صناعتها أكثر جاذبية للمستثمرين، وعلى وجه الخصوص بعد تجربة يوم الأثنين الأسود عام 1987 (انهيار سوق الأوراق المالية نيويورك في ذلك اليوم). ودلائل تنامي هذه الأسواق من تنامي حجم الصفقات المنفذة إذ بلغت في عام 2004 أكثر من بليون دولار، سواء تلك الصفقات التي ينفذها المستثمر المؤسسي في الأسواق المنتظمة والموازية.

حيث يعتبر عقد الخيار هو عقد مستقبلي يكون أحد طرفيه ملزماً بتنفيذه أما الطرف الآخر فله الحق في الاختيار ما بين تنفيذ العقد وعدم تنفيذه، أي أن التنفيذ يكون اختيارياً بالنسبة لأحد الطرفين. وترتبط عقود الاختيار بصفة أساسية بشراء وبيع الأسهم. وقد يكون العقد "اختيار شراء" أو "اختيار البيع"².

• أسواق العقود المبادلات (المقايضات) (Swap Market):

رغم أن سوق المبادلات قد بدأ عام 1981 فقط إلا إنه بلغ عشرات التريليونيات من الدولارات الأمريكية مع منتصف التسعينات ونحو 48 تريليون دولار عام 2000، إلا أن الدول العربية قد بدأت في مثل هذه العقود مؤخراً ومن أبرز الدول العربية التي استخدمت عقود المستقبلات - والتي قد تكون الوحيدة في ذلك- المملكة العربية السعودية. ويتم فيها نوعان أساسيان للمبادلات أحدهما للفائدة والآخر للعملة.

¹ ارشد فؤاد مجيد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 346.

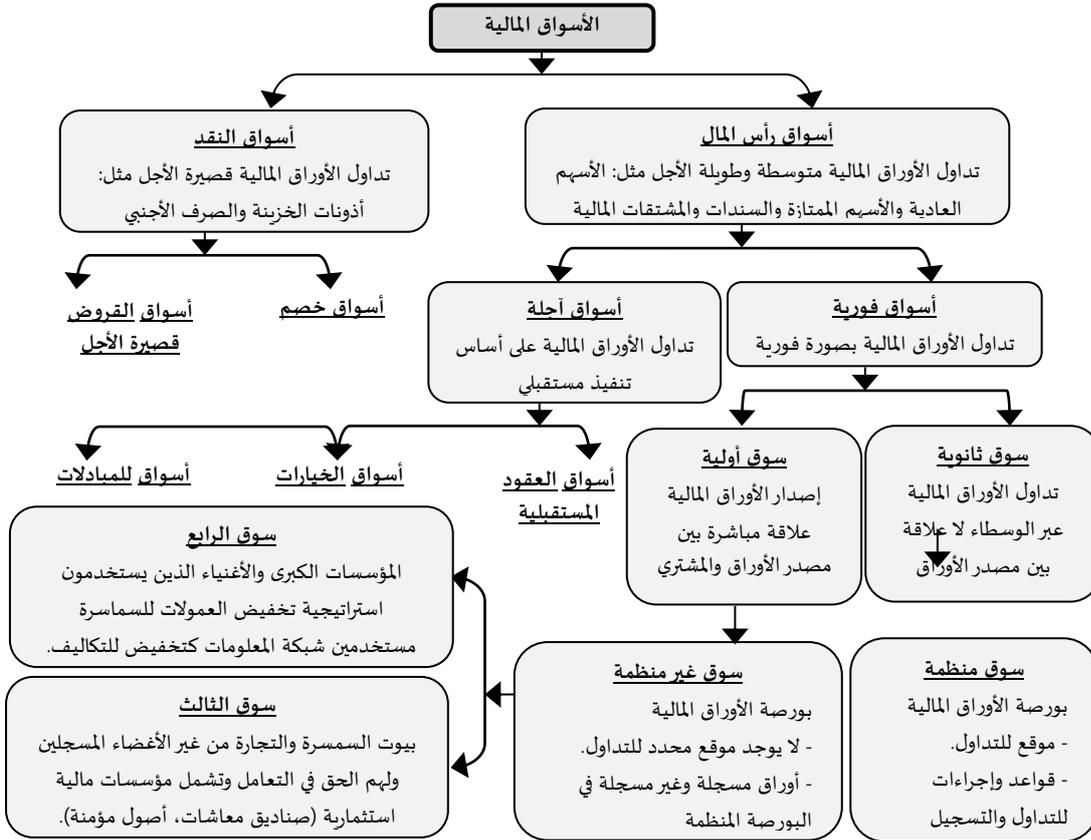
² جمال الدين سحنون، شروط بروز أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة: لدول مصر، تونس، الجزائر، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: النقود والمالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر-3 الجزائر، (غير منشورة)، 2007-2008، ص: 46.

3. خصائص سوق رأس المال:¹

- أ- يرتبط سوق رأس المال بالأوراق المالية طويلة الأجل.
 ب- له دور فعال في التمويل المشروعات الإنتاجية طويلة الأجل.
 ت- سوق رأس المال أكثر تنظيماً من الأسواق الأخرى لأن المتعاملين به من الوكلاء المتخصصين.
 ث- الإستثمار في سوق رأس المال أكثر مخاطرة من السوق النقدي وأقل سيولة أيضاً.
 ج- العوائد مرتفعة نسبياً للأسواق في رأس المال مقارنة مع الإستثمار في الأسواق الأخرى.
 ح- يشترط توفر سوق ثانوي يتم تداول أدوات الإستثمار المختلفة فيه.

شكل رقم (01-02):

أقسام الأسواق المالية



مصدر: محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: «مؤسسات، أوراق، بورصات»، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة العربية، عمان- الأردن، 2005، ص: 45.

¹ وليدة صافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص: 32.

المطلب الثالث: أهمية الأسواق المالية وأهم الفروقات بين سوق النقد وسوق رأس المال
أولاً/ أهمية الأسواق المالية:

تبرز أهمية السوق المالية في أهمية كل من سوق النقدية وسوق رأس المال:

1. أهمية السوق النقدية:¹

ترجع أهمية السوق النقدية بشكل أساسي إلى دورها في إعادة تجديد سيولات البنوك التجارية في تلبية متطلبات الاقتصاد بصفة عامة.

ومن وجهة نظر الاقتصاد القومي يؤمن وجود هذه السوق سرعة حصول المقترض على الأموال التي يحتاجها، كما يؤمن للمقترض إمكانية تحويل أصوله المالية قصيرة الأجل بسرعة إلى أرصدة نقدية سائلة.

ومن وجهة نظر المصارف المركزية (La Banque Centrale) يعتبر وجود هذه السوق وسيلة مهمة في التأثير على حجم الإحتياطيات النقدية للمصارف التجارية وبالتالي في التأثير على مستويات الفائدة سواء قصيرة الأجل أو طويلة الأجل (Court Ou Long Terme)، وكلها من الأمور الحاسمة عند رسم السياسة النقدية.

إلى جانب ذلك فإن أهمية السوق النقدية تتمثل في أنها تؤمن السيولة النقدية وتوفر أدوات الدفع للجهاز المصرفي، وبذلك يتمكن هذا الأخير من القيام بدوره في تمويل النشاط الاقتصادي الجاري من تجارة صناعة واستهلاك، فالمشروعات الاقتصادية تحتاج أثناء تنفيذها خططها الإنتاجية السنوية إلى أصول نقدية سائلة لشراء المواد الأولية ودفع الأجور للعمل وإسترداد عناصر الإنتاج وغيرها من العمليات المرتبطة بالنشاط الإنتاجي وتجده.

كما أن الأفراد يحتاجون إلى الائتمان الاستهلاكي عندما تعجز مواردهم النقدية السائلة خاصة عن مواجهة متطلباتهم، وكذلك الأمر بالنسبة للحكومة لمواجهة نفقاتها الجارية والطارئة والتي تتجاوز الإعتمادات الواردة في الميزانية، ويعتبر قطاع التجارة أكثر المجالات استخداماً للموارد النقدية والتسهيلات الائتمانية، حيث يحتاج هذا القطاع إلى ضمانات مصرفية وإعتمادات مفتوحة، يستطيع من خلالها أن يغطي احتياجاته من الأصول النقدية، لتأمين إسترداد بضائعه من الخارج أو تسويق منتجاته في الداخل.

ومن خلال العمليات المتقدمة تجد البنوك التجارية مجالاً لتوظيف فوائضها النقدية لديها والمتمثلة في الأرصدة الدائنة للبنك التجاري لدى البنك المركزي (السيولة) عن طريق عرضها في السوق النقدية.

¹ حدة رايس، دور السوق النقدية في تأمين سيولة النظام المصرفي، ورقة بحثية مقدمة في مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة- الجزائر، العدد: 09، 2006/03، ص: 05-04.

ومن الواضح أن صلاحية السوق النقدي لتأمين سيولة النظام المصرفي، أو لتوفير أسباب نفاذ سياسات البنك المركزي إنما يتوقف على مدى نمائه، ويستدل على نماء السوق النقدي بمقدرة ما يتصف به من سعة وما يتمتع به من سيولة ونشاط وما يتفق للمنافسة من سلطان في تحديد شروط التعامل فيه.

ويتوقف اتساع السوق النقدي على تنوع الأصول التي تباع وتشتري فيه، وعلى مدى توافر القدر الملائم لسد حاجيات التعامل منها، وتتوقف سيولة السوق على مدى سهولة تحويل تلك الأصول على نقود عند الضرورة، الأمر الذي يتوقف على مبلغ نشاط التعامل، وعلى مقدار ما يتوفر للسوق من الموارد.

وعموماً تشترك البلاد الحديثة العهد بالنظام المصرفي " ومعظمها بلدان في أوائل مراحل النمو الاقتصادي " بقصور أسواقها النقدية، ويرجع ذلك إلى ضيق نطاق التعامل بالأوراق التجارية في المعاملات الداخلية وعدم توافر أسواق يعتد بها للتعامل في الأموال المقترضة، على أنه نظراً لقيام مثل هذا السوق من أهمية في تمكين المصرف المركزي من الرقابة على احوال الائتمان، وخاصة حيث تتخذ البنوك التجارية شكل المشروعات الخاصة، فقد اتجهت الجهود في الكثير من هذه البلدان إلى إنماء سوق نقدي في أذن الخزنة، ولم يمضي من الوقت ما يتاح به الحكم على مدى نجاح هذه المحاولات.

2. أهمية سوق رأس المال:

وتبرز أهميته في عدت نقاط منها:¹

أ- سوق المال تشجع الأفراد والمؤسسات على استثمار مدخراتهم نظراً لمرونة التعامل في الأوراق المالية مقارنة بالأنواع الأخرى من الإستثمار كإنشاء المشروعات أو شراء الأراضي والعقارات.

ب- تعطى سوق رأس المال مزايا إستثمارية لا توفرها وسائل الإستثمار الأخرى من حيث:

- إمكانية استثمار أي مبلغ سواء كبيراً أو صغيراً ولأي فترة زمنية.
- لا يشترط أن يكون المستثمر خبيراً في الإستثمار في سوق المال، بل يمكن أن يعهد إلى وسيط مالي أو شركة متخصصة تختار له إستثمارته.
- مكانية تنوع أدوات الإستثمار بين سندات حكومية أم غير حكومية أو أسهم في شركات مختلفة.

ت- سهولة تداول الأوراق المالية في البورصة وبالتالي يمكن بسهولة ويسر تحويل الأصول المالية الغير سائلة إلى نقود سائلة بأقل خسارة مقارنة بالبدايل الإستثمارية الأخرى.

ث- مساعدة رجال الأعمال على تنفيذ مشروعات ضخمة قد يعجزوا عن إنشائها بمفردهم.

¹ نجلاء محمد إبراهيم بكر، أسواق المال وإدارة الإستثمار، أكاديمية طيبة المتكاملة للعلوم، مصر، ص ص: 13-14.

ثانياً/ المقارنة بين أسواق المال (السوق النقدية وسوق رأس المال):

بناءً على تناولنا للسوق النقدي وسوق رأس المال فيمكن عقد المقارنة التالية

بينهما لإيضاح الفارق بين السوقيين من خلال النقاط الآتية:¹

الجدول رقم (01-01):

الفرق بين سوق النقد وسوق رأس المال

سوق رأس المال	سوق النقد	
هو سوق الإصدارات والثانوية المنظمة وغير المنظمة كالأسهم والسندات.	هو سوق التعامل بالأوراق المالية القصيرة الأجل وتتم بواسطة السماسرة والبنوك التجارية خاصة وبعض الجهات الحكومية كالبنك المركزي عندما يصدر بعض الأدوات الإستثمارية قصيرة الأجل.	من حيث ماهيتهما
أما سوق رأس المال حجم الصفقة قد يكون أقل رغم عدد الصفقات الكبير.	في السوق النقدي حجم الصفقة رغم الأجل فهو كبير رغم محدودية عدد الصفقات.	من حيث حجم الصفقات
الهدف الرئيسي لسوق رأس المال هو توفير الدخل.	يهدف السوق النقدي توفير السيولة والثقة والأمان.	من حيث الهدف
في سوق رأس المال فيكاد يقتصر التداول على الأدوات الأسهم والسندات.	في السوق النقدي نجد أدوات الخزينة وشهادات الإيداع والقبولات البنكية والأوراق التجارية مثلاً.	من حيث الأدوات
في سوق رأس المال فالأسواق تكون مهيكلة ومنظمة بشكل دقيق تبعاً لوظائفها.	السوق النقدي تتم المتاجرة بصورة أقل هيكلة وتنظيماً من سوق رأس المال.	من حيث الهيكل والتنظيم
أما في سوق رأس المال فيجب توفير سوق أولية وثانوية نشطة تعمل على تسريع حركة التداول إضافة لتوفر إستثمارات مناسبة ذات إنتاجية عالية تضمن أقل التكاليف.	في السوق النقدي يتطلب تحقيق الكفاءة والفاعلية إنخفاض التكلفة وسرعة الإستجابة للمعلومات من خلال توفر وسائل الإتصال والسيولة.	من حيث الكفاءة والفاعلية
وعموماً فكللاً من السوق النقدي وسوق رأس المال يشكلان في النهاية أسواق الإستثمار المالي التي يتم تداول الأدوات الإستثمارية فيها بغية إستغلال الفرص الإستثمارية المربحة ذات العائد المجزي وبأقل التكاليف وبما يضمن بالمقابل مصلحة الأطراف المتعاملة من خلال توجيه الإدخارات ليلعب كل سوق دوره بالغ الأهمية في الحياة الاقتصادية والعمل على إستقطاب رؤوس الأموال وتوظيفها التوظيف الأمثل.		كلى السوقيين

المصدر: من إعداد الطالب، اعتماداً على عدة مراجع منها: نجلاء محمد إبراهيم بكر، ناظم محمد نوري الشمري، وآخرون، وليدة صافي، أنس البكري.

¹ ناظم محمد نوري الشمري، وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 202-203.

- تناول هذا المبحث مفهوم السوق المالية التي تمررت بعدت مراحل للشكل كما عليه الآن، فمن خلال المبحث توضح لدينا:
- إرتكزت فكرة الأسواق المالية على نظرية آدم سميث التي تقوم على فكرة تقسيم العمل، حيث مرت الأسواق المالية بعدة مراحل.
 - من أبرز مرحلة نشأة الأسواق المالية وجود عدد كبير من المصارف الخاصة، ثم تشكلت البنوك المركزية لتسيطر على البنوك التجارية في مرحلة الاقتصاد المطلق، وبعد عجز هذه المرحلة على منح قروض لأجال محدد جاءت مرحلة البنوك المتخصصة في الاقتراض المتوسط لأجال، ثم يتم دمج الأسواق النقدية المحلية بالدولية ليتم حريته تنقل رؤوس الأموال المختلفة مع تطور التكنولوجي والاتصالات.
 - تنقسم الأسواق المالية إلى قسمين رئيسيين هما سوق النقد وسوق رأس المال، لتلعب كل من السوقين دوراً في تمويل المشاريع ودفع الاقتصاد إلى مستويات أحسن من ما كانت عليه.
 - تعد للأسواق المالية أهمية كبيرة بشقيها الطويل وقصير المدى في زيادة رؤوس الأموال، وفي إعادة تجديد سيولت البنوك التجارية في تلبية متطلبات الاقتصاد بصفة عامة.
- بما أن موضوعنا يتحدث حول الشق الثاني توجب علينا معرفة أكثر حول نشأته وامتدخون والأقسام التي يتكون منه..

المبحث الثاني: ماهية سوق الأوراق المالية (Stock Market):

يعتبر وجود بورصات الأوراق المالية أو أسواق الأوراق المالية في أي بلد بمثابة المرآة التي تعكس الوجه الحضاري الحديث لاقتصاديات الدول وتقدمها. فأسواق الأوراق المالية تعد من أهم أجهزة أو مكونات الأسواق المالية. فهي تهدف إلى تأمين السيولة وتجميع المدخرات للإسهام في عمليات الاستثمار والتنمية.

لذلك نسلط الضوء في هذا المبحث الثاني على سوق الأوراق المالية، والخصائص والمميزة لهذه السوق والقواعد وآليات التعامل فيها:

المطلب الأول: نشأة ومفهوم سوق الأوراق المالية وأهم وظائفها:

تعد أسواق الأوراق المالية أحد المرتكزات المهمة لنشاط القطاع المالي التي تساهم في تطوير حركة الأموال والاستثمارات لتحقيق التنمية الاقتصادية، وقد مرت نشأة هذه الأسواق بعدة مراحل لتحقيق وظائفها الاقتصادية.

أولاً/ نشأة سوق الأوراق المالية:

لقد مرت أسواق الأوراق المالية بعدة مراحل تاريخية كالتالي:¹

1. الخلفية التاريخية (Historical Background):

وجدت الأسواق في المجتمعات البشرية منذ القدم، وكان يتم فيها تبادل السلع عن طريق المقايضة ثم تطورت وأصبحت تتم عن طريق المبادلة بالنقود، وكان تبادل السلع يتم عن طريق الاتصال المباشر، ثم بعد أن تطورت وسائل الاتصال أصبح التبادل يتم عن طريقها (وسائل الاتصال)، أو عن طريق الوسطاء والوكلاء.

بناءً على ذلك تطور مفهوم السوق... فلم يعد يقتصر على المكان المعين، ونتيجة لكثرة وتنوع المنتجات ظهرت الأسواق المتخصصة كأسواق المواد الغذائية وأسواق الذهب، وظهرت أسواق تهتم ببيع وشراء الأوراق المالية.

لقد كان التعامل بالأدوات المالية في بداية الأمر في فرنسا وانجلترا وأمريكا يتم على قارعة الطريق، ثم استقر التعامل بعد ذلك في أبنية خاصة والتي أصبحت تسمى الآن أسواق الأوراق المالية، وترجع نشأة هذه الأسواق تاريخياً إلى فرنسا في القرن الثالث عشر الميلادي في عهد الملك "فيليب" الذي عاش خلال الفترة (1267-1314) ميلادي حيث أوجد مهنة السمسرة، خلال هذه الفترة انتعشت الحركة التجارية في بلجيكا فكانت مدينة بروج (Bruges) من أشهر المدن والمراكز التجارية العالمية، وأصبحت مهبط التجار ورجال الأعمال إذ كانوا يجتمعون مقابل قصر عائلة "فان دي ورس" (Vander Bourse) ليتبادلوا

¹ بن الضيف محمد عدنان، مقومات الاستثمار: في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2013، ص: 109.

الصفقات وقيل: كانوا يجتمعون في فندق يملكه شخص يسمى (Van Der Bourse)¹ وقيل: أن عائلة (فان دي بورص) جعلت من مقر سكنها في بلجيكا مكاناً لتجارة النقود وتبادلها خلال القرن 15²، وقيل كذلك: إن (فان دي بورص) هذا اكتسب اسمه من الشعار الذي رسمه على فندقه دلالة على مهنته وهو عبارة عن ثلاثة أكياس من النقود وذلك لأن كلمة (Bourse) تعني باللغة الجرمانية كيس النقود³ وتطورات حركة التبادل هذه لتأخذ اسم العائلة أو الشخص مع العملية إلى أن أصبحت هذه الكلمة تطلق على سوق تداول الأوراق المالية وإذا رجعنا إلى تواريخ إنشاء أهم البورصات في العالم وجدنا أن أول بورصة أنشئت كانت في مدينة "أنفريس البلجيكية" عام 1536⁴، ثم تتابع بعد ذلك إنشاء البورصات في أوروبا، ثم في باقي دول العالم.

غير أنه لم تنشأ سوق الأوراق المالية مهيكلها ونظمها وإدارتها التي عليها اليوم، بصورة

فجائية بل مرت بمراحل منها:

2. مراحل نشوء أسواق الأوراق المالية:

أ- مرحلة إنشاء أسواق البضائع:

إن التطور الذي مس أوروبا بالانتقال من مرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية، وما رافق ذلك من هجرة الأيدي العاملة إلى المدن، أدى إلى ازدحام السكان فيها، وبذلك أصبح تمويل هذه المدن تمويناً منظماً بالأغذية والحبوب من المشاكل العسيرة، مما حتم وجود سوق عالي للإتجار بالمحاصيل الزراعية وظهور ما يسمى بالمضاربين ليتحملوا خطر تقلبات الأسعار، وإنشاء تجارة الجملة لتحمل خطر الإتجار، فنشأت الأسواق في أماكن متعددة للإتجار في هذه المحاصيل، وسميت بورصة البضائع فقد أنشأت أول بورصة للبضائع في باريس عام 1304، وأنشأت بورصة للبضائع في أمستردام 1608⁵.

ب- مرحلة التعامل بالأوراق التجارية:

لقد انطلق التعامل بهذه الأوراق التجارية في فرنسا في القرن الثالث عشر، فقد عرفت بداية تداول الأوراق التجارية "الكمبيالات والسحوبات الأذنية"، فأوجد ملك فرنسا (فيليب الأشقر) مهنة سمسرة الصرف وهذا من أجل تنظيم هذه العملية⁶.

¹ صلاح السيد جودة، مرجع سبق ذكره، ص: 10.

² شوكال عبد الكريم، براهيمي سمير، إلهيارات الأسواق المالية وحلول اقتصاد المشاركة، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي الأول حول: الإقتصاد الإسلامي-الواقع...ورهانات المستقبل، معهد العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية-الجزائر، خلال الفترة: 24 و23 فيفري 2011، ص: 19-01.

³ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض- المملكة العربية السعودية، 2005، ص: 78.

⁴ صلاح الدين حسن السبسي، مرجع سبق ذكره، ص: 05.

⁵ شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة: تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق-سوريا، 2003، ص: 32-33.

⁶ كوثر حسن، الأسهم والسندات، متاح على الموقع: <http://www.mnokhab.net/vb/showthread.php?t=6807>، اليوم الأحد الموافق لـ 2014/02/16 على الساعة: 10:20.

ت-مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطريق:

بعد إصدار وليم الثالث في عام 1693 قراراً حول سندات القرض وحق التنازل عنها لأي شخص يرغب في شراءها...بدأت أول خطوات لتحقيق سيولة الاستثمارات. وكان يتم التعامل في هذه الصكوك في الطرقات والمقاهي وهذا قبل افتتاح بورصة لندن، فعقب خروج المتعاملين من بورصة الملكية للبضائع كان يجتمع المتعاملون في الأوراق المالية في ممر بورصة البضائع وفي مكان غير مسقوف وفي الشتاء والأيام الممطرة يجتمعون في مقهى "جوناثان"¹.

ث-مرحلة استقلال بورصات الأوراق المالية بمبانها وأنظمتها:

صاحبة مرحلة التطور الصناعي نشوء مشاريع ضخمة لم يستطع المستثمر الفرد وحده القيام بالأعباء المالية، فنمو الاقتصاد وتطور الصناعة وزيادة الدخل من ناحية ورواج التعامل في الأوراق المالية من ناحية أخرى، أملى ضرورة قيام أسواق الأوراق المالية المستقلة بأنظمتها وإدارتها ومبانها، ومن بين الأسواق المالية التي استطاعت أن تستقل بمبنى خاص هي بورصة لندن 1773 ثم باريس 1808 ونيويورك 1861 ثم طوكيو وغيرها...².

ثانياً/ تعريف سوق الأوراق المالية (The Definition of the Stock Market):

يطلق الاقتصاديون على سوق الأوراق المالية عدة أسماء تشير إلى مدلول واحد. كسوق الأسهم والسندات، وسوق رأس المال، والسوق المالية عندما تذكر دون تحديد، ومن الأسماء التي شاع إطلاقها على سوق الأوراق المالية أسم: (بورصة الأوراق المالية). وقبل أن نعرف سوق الأوراق المالية، نبدأ بتعريف مصطلحات ذات صلة بها، وهي: السوق، الأوراق، المال:

1. السوق (Market):³

للسوق في اللغة معان متعددة منها: موضع البياعات، قال ابن سيده: السوق التي يتعامل فيها، تذكر وتؤنث⁴. وسوق: حَدُّ الشَّيْءِ، يقال ساقه يُسوقه سَوْقًا: وهذا لما يُساق إليها من كل شيء البضائع... والجمع أسواق وسُوق، وإنما سميت بذلك لأن الماشي يساق عليها⁵، كما جاء بهذا المعنى في قوله تعالى: ﴿وَقَالُوا مَالِ هَذَا الرَّسُولِ يَأْكُلُ الطَّعَامَ وَيَمْشِي فِي الْأَسْوَاقِ لَوْلَا أَنْزَلَ إِلَيْهِ مَلَكٌ فَيَكُونُ مَعَهُ نَذِيرًا (7)﴾ (سورة الفرقان آية 7).

¹ أحمد محي الدين أحمد حسن، سوق الأوراق المالية وأثارها الإنمائية في اقتصاد إسلامي، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في الاقتصاد الإسلامي، تخصص: الاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، قسم الدراسات العليا، جامعة أم القرى- المملكة العربية السعودية، (غير منشورة)، 1989. ص: 9-10.

² بن الضيف محمد عدنان، مرجع سبق ذكره، ص: 111.

³ شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص: 27.

⁴ لابن المنظور، لسان العرب، دار المعارف، مورنيش النيل- القاهرة، مصر، ص: 3/2154.

⁵ لأبي الحسين أحمد بن فارس بن زكريا، معجم مقاييس اللغة، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الرابعة، بيروت-لبنان، 1979، ص: ج/3/117.

المفهوم المباشر أو التجاري للسوق هو المكان الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون لتبادل سلعة معينة. أما المفهوم الاقتصادي للسوق فيعني به المؤسسات والإجراءات التي تجمع بين بائعي ومشتري الأوراق المالية، سواء تم ذلك داخل السوق المنظمة (البورصة)، أو تم داخل السوق غير المنظمة (خارج البورصة) عن طريق الوسطاء من سمسارة ووكلاء.

3. الأوراق (Papers):

وَالْوَرَقُ: المَالُ من دَرَاهِمٍ وإِبِلٍ وَغَيْرِ ذَلِكَ، وَالْوَرَقُ أَوْ أَمْرُقُ فَلَانٍ: أَي كَثْرَ مَالِهِ أَوْ دَرَاهِمِهِ¹، وَقَالَ أَبُو سَيْدَةَ: الْوَرَقُ الْمَالُ مِنَ الْإِبِلِ وَالْغَنَمِ، وَفِي الصَّحَاحِ: الْوَرَقُ الدَّرَاهِمُ الْمَضْرُوبَةُ، الْوَرَقُ وَالرَّقَّةُ: الدَّرَاهِمُ خَاصَّةً، الْوَرَقُ: الْفِضَّةُ كَانَتْ مَضْرُوبَةً كَدَرَاهِمِهِمْ، وَرَجُلٌ وَرَقٌ: كَثِيرُ الدَّرَاهِمِ².

4. المال (Money):

وهو من مصدر (مَوْلٌ) والمَالُ: مَعْرُوفٌ: مَا مَلَكَتَهُ مِنْ جَمِيعِ الْأَشْيَاءِ، قَالَ أَبُو الْإِثِيرِ: الْمَالُ فِي الْأَصْلِ مَا يَمْلِكُ مِنَ الذَّهَبِ وَالْفِضَّةِ، وَيَطْلُقُ الْعَرَبُ عَلَى الْإِبِلِ³. الْمَالُ: كُلُّ مَا يَمْلِكُهُ الْفَرْدُ أَوْ تَمْلِكُهُ الْجَمَاعَةُ مِنْ مَتَاعٍ، أَوْ عُرُوضِ تِجَارَةٍ، أَوْ عَقَارٍ أَوْ نَقُودٍ، أَوْ حَيَوَانٍ، أَوْ مَنَافِعِ أَعْيَانٍ، وَجَمْعُهَا أَمْوَالٌ⁴. وَيَطْلُقُ رِجَالُ الْأَعْمَالِ الْمَالُ عَلَى النُّقُودِ أَوْ مَا يَقُومُ مَقَامِهَا مِثْلَ الْأُورَاقِ التِّجَارِيَّةِ. وَيَعْرِفُهُ آخَرُونَ بِأَنَّهُ (الثَّرْوَةُ الَّتِي تَغْلُ لِمُصَاحِبِهَا دَخْلًا).

5. الأوراق المالية (Securities):

والورقة المالية في الاصطلاح هي صك أو مستند، يعطي لحامله أو صاحبه الحق في الحصول على عائد محدد أو غير محدد مسبقاً، كما أنها تضمن حق أصحابها في استرداد القيمة الأصلية (الاسمية) للورقة في نهاية مدة معينة، أو الحق في الحصول على جزء من الأصول المالية المقابلة لها في ظروف معينة، وكذلك حق التصرف في الورقة ذاتها في أي وقت، بمعنى قابليتها للتداول بالبيع والشراء⁵. أو هي عبارة عن مستند مالي يعطي حامله الحق المالي في الحصول على تدفقات نقدية مستقبيلة⁶.

¹ مجمع اللغة العربية المصري، المعجم الوسيط، مكتبة الشروق الدولية، الطبعة الرابعة، القاهرة-مصر، 2004، ص: 1026.

² لابن المنطور، المرجع السابق، ص: 6/ مج 6 ص: 4815-4817.

³ لابن المنطور، المرجع السابق، ص: 6/ مج 6 ص: 4301-4300.

⁴ مجمع اللغة العربية المصري، مرجع سبق ذكره، ص: 892.

⁵ بن الضيف محمد عدنان، مرجع سبق ذكره، ص: 106.

⁶ أسامة عبد الخالق الانصاري، الإدارة المالية، سلسلة المراجع الحديثة في التمويل والبنوك، مصر، ص: 63.

6. سوق الأوراق المالية (Stock Market):

لقد تعددت تعريفات أسواق الأوراق المالية ولعل من أبرزها هذه التعاريف:

أ- كما يطلق في بعض الأحيان على سوق الأوراق المالية بمصطلح البورصة، ويطلق عليها أيضا بالسوق المالية إذا سميت بدون تحديد، وفي هذه الحالة تكون السوق المالية بصدد مفهومها الضيق. وتتكون سوق الأوراق المالية من سوقين رئيسيين هما السوق الأولية والسوق الثانوية، بحيث لا تقل درجة أهمية الأولى عن الثانية. فضلا عن هذه الأهمية فإن كلاهما يقومان بوظائف اقتصادية ترمي إلى حشد المدخرات، ثم ضخها في التمويل طويل الأجل للمشروعات الإنتاجية الكبرى¹.

ب- سوق الأوراق المالية عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع من الأوراق أو لأصل مالي معين².

ت- هي سوق مستثمرة ثابتة المكان، تقام في مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية. يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال. والسماسة. ومساعدوهم؛ للتعامل في الأوراق المالية وفقاً لنظم ولوائح محددة³.

ث- تعرف سوق الأوراق المالية بأنها سوق منظمة تجري فيها المعاملات على الأوراق المالية من أسهم وسندات الشركات وكذا السندات الحكومية القابلة للتداول في هذه السوق، وذلك بواسطة أشخاص مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من التعامل. ولا بد أن يلتزم هؤلاء المتعاملون في السوق بالقوانين واللوائح التي تنظم التعامل فيها. وتقوم على إدارة السوق هيئة تتولى الإشراف على تنفيذ تلك القوانين واللوائح⁴.

ج- هي سوق منظمة تقام في مكان ثابت، يتولى إدارتها والإشراف عليها هيئة لها نظامها الخاص، تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد، يؤمها المتعاملون في الأسهم والسندات من الراغبين في الاستثمار، والناشدون الاستفادة من تقلبات الأسعار. تنعقد جلساتها في المقصورة يوميا حيث يقوم الوسطاء الماليون بتنفيذ أوامر البائعين والمشتريين⁵.

ح- هي سوق منظمة لرأس المال، يتولى إدارتها والإشراف عليها مجلس إدارة يضع لها القواعد التي يجب أن يحترمها المتعاملون فيها...

¹ بن عزوز عبد الرحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة- الجزائر، (غير منشورة)، 2011-2012، ص: 03.

² عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: «أسهم- سندات- وثائق الاستثمار- الخيارات»، الدار الجامعية طبع نشر توزيع، جامعة الإسكندرية-مصر، 2001، ص: 37.

³ عبد الله السلي، التغيرات في المضاربات في بورصة الأوراق المالية توصية وحكمة، الدورة العشرون للمجتمع الفقهي الإسلامي المنعقدة في مكة المكرمة في الفترة 25-29 ديسمبر 2010، المملكة العربية السعودية، ص: 18.

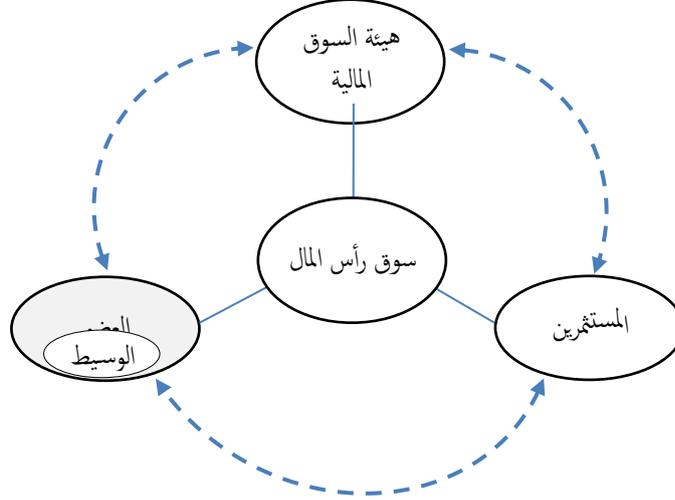
⁴ عبد لله بن محمد الرزبن، الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة، ورقة بحثية مقدمة في المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس حول: اقتصاد الافتراضي والمعرفة والتنمية الاقتصادية، جامعة الزيتونة، عمان-الأردن، خلال الفترة: 16 و18 مارس 2005، ص: 04.

⁵ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة- مصر، 1996، ص: 27.

لذا يتشكل أي سوق مالي منظم من أربعة جهات رئيسية تمثل في مجموعها الأطراف ذات العلاقة بالسوق. وهو ما يوضحه الشكل التالي:¹

الشكل (03-01):

الجهات الرئيسية المتعاملة في سوق الأوراق المالية



مصدر: المادة التحضيرية، الدورة التحضيرية لأختبار تداول، المعهد المصرفي للتداول، مؤسسة النقد العربي السعودي- المملكة العربية السعودية، الإصدار: 2007/03/10.03، ص: 45.

من التعاريف السابقة يمكن أستنتاج التعريف التالي:

سوق الأوراق المالية هي سوق منظمة لتداول بالأوراق المالية (أسهم، سندات) بيعاً وشراءً، حيث تساهم في انتقال الأصول المالية مباشرة من الوحدات ذات الفائض (أفراد والمؤسسات الأعمال وقطاعات أخرى) إلى الوحدات التي تعاني من عجز مالي، بما يساهم في زيادة معدلات النمو الاقتصادي.

ويتم التداول هذه الأصول المالية بواسطة أشخاص مؤهلين ومتخصصين (الوسطاء الماليين) في هذا النوع من التعامل. ولا بد أن يلتزم كل طرف من أطراف التعاقد في السوق بالقوانين واللوائح التي تنظم التعامل فيها. وتقوم على إدارة السوق هيئة تتولى الإشراف على تنفيذ تلك القوانين واللوائح في مكان ثابت ومعلوم.

¹ المادة التحضيرية، الدورة التحضيرية لأختبار تداول، المعهد المصرفي للتداول، مؤسسة النقد العربي السعودي- المملكة العربية السعودية، الإصدار: 2007/03/10.03، ص: 10-11.

ثالثاً/ الوظائف الاقتصادية للأسواق الأوراق المالية (The Functions of the Stock Market):

تؤدي سوق الأوراق المالية دوراً هاماً في الحياة الاقتصادية، حيث وجدت من أجل الربط بأفضل صورة بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي، ولم تقتصر هذه المهمة بل تعددت لتشمل وظائف أخرى، فيمكن حصرها فيما يلي:¹

1. إيجاد سوق دائمة ومستمرة وحرّة:

تعتبر سوق الأوراق المالية سوقاً مستمرة، يتم العمل من خلالها على الأوراق المالية في أوقات العمل الرسمية²، بحيث تمكن جمهور المتعاملين من شراء وبيع الأوراق المالية، طلباً للربح أو تغيير للاستثمار...، حيث يكون في وسع المتعامل في أي وقت تسهيل أصوله المادية³، ومن جهة المستثمر وجود سوق لطلب الأموال، وتتحقق في هذه السوق المنافسة الحرة حيث تتحدد فيها الأسعار وفقاً لقانون الطلب والعرض⁴، وتكون الأسواق حرة ومفتوحة للمستثمرين، دون النظر إلى مراكزهم المالية.

2. ضخ الأموال في الاقتصاد:

تحظى سوق الأوراق المالية بمكانة خاصة في عمليات التنمية الاقتصادية إذ تعتبر من بين المتطلبات الأساسية لإحداث تنمية شاملة وذلك لأنها تعمل على تأمين القنوات التي يتم من خلالها توجيه رؤوس الأموال، لأجل تمويل المشاريع الضخمة⁵، كما أن قيام أصحاب الفائض بالاكتمال في أسهم شركة حديثة أو شراء كمية من السندات التي تصدر عن بعض الشركات يعني هذا، أنهم قد أضفوا مصادر تمويل جديدة للسوق، حيث لا يستطيع المستثمر سحب أمواله من السوق إلا إذا حل محله مستثمر آخر وقام بشراء هذه الأدوات، وهذا يدل على أن الأموال تبقى في السوق ولا تخرج منه إلا إذا تم تصفية هذه الشركة أو تمّ استحقاق دين الورقة، كما أن عملية بيع الورقة وتحويلها إلى أموال يفتح أبواب مجالات استثمار جديدة وذلك الأموال في مجالات استثمار أخرى.

3. تعبئة المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشاريع:

تحول سوق الأوراق المالية مدخرات الأفراد إلى استثمارات، وتتيح هذه الاستثمارات التمويل اللازم لتمكين مشاريع الأعمال والحكومة من إنتاج السلع والخدمات التي يحتاجها الفرد، "وبالأخص مشاريع البنية التحتية حيث رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها

¹ بن الضيف محمد عدنان، مرجع سبق ذكره، ص: 120-122.

² حسين شحاته، عطية فياض، حكم الاستثمار في البورصة، متاح على الموقع: www.darelmashora.com/download.ashx?docid=676، ورقة بحثية

مقدمة لدار المشورة، للمعاملات الاقتصادية والمالية الإسلامية، ص: 05.

³ شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص: 45.

⁴ حسين شحاته، عطية فياض، مرجع سبق ذكره، ص: 05.

⁵ رباح عبد الغني، الدور المالي والاقتصادي لبورصة القيم وأثرها على أداء المؤسسات: دراسة حالة «بورصة الجزائر»، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم: العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة- الجزائر (غير منشورة)، 2004-2005، ص: 14.

شركات المساهمة ازدياد أتجاه الحكومات إلى الاقتراض العام من الجمهور"¹، ويتم تشجيع المدخرات نحو الاستثمار المالي بعدة أساليب منها: عن طريق الاكتتاب المقسطة، أو ضمان حد ادنى من الأرباح والفوائد، نشر الوعي الاستثماري في الأدوات المالية، كما يمتاز الاستثمار في سوق الأوراق المالية بالسهولة واليسر وذلك مقارنة بمجالات استثمارية أخرى، وتظهر هذه السهولة في إمكان استثمار أي مبلغ مالي صغير أو كبير، ولأي مدة طال أم قصرت ولا يحتاج ذلك إلى خبرات اقتصادية عالية، ويتيح الفرصة لتنويع الاستثمار فيمكن توزيع رأس المال المستثمر في أسهم شركات صناعية أو زراعية أو تجارية أو عقارية أو غير ذلك من المجالات الاستثمارية².

4. أداة لتقييم الأداء الاقتصادي للشركات:

إن الشركات والمؤسسات المسجلة في هذه السوق هي تلك التي قد استوفت عددًا من الشروط المحددة في التنظيمات والقوانين الساري العمل بها، ومن بينها مطابقة هذه المؤسسات بالإفصاح عن نشاطها وقوائمها المالية وقوائم أعمالها بصفة دورية إلى غير ذلك من المعلومات التي تساعد على تقييم أداء هذه الشركات. ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل. فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي؛ وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها أو في سياستها أملا في تحسين مركزها³.

5. مؤشر الأحوال الاقتصادية:

تعتبر سوق الأوراق المالية المرآة العاكسة لتلك الحالة الاقتصادية لان حركة السوق ونشاطه ما هو إلا انعكاس لحركة ذلك الإقتصاد⁴، الأمر الذي يعطي الإدارة الاقتصادية في البلاد الفرصة لاتخاذ أي إجراءات تصحيحية بهدف معالجة أي خلل اقتصادي، فعند انخفاض الأسعار يعتبر مؤشراً لاحتمال تعرض البلاد لموجة من الكساد، كما يبدي المحللون الاقتصاديون وجهات نظرهم بشأن الحالة وبشأن الترتيبات المقترحة لمواجهتها، ومن خلالها نستطيع أن نعرف معدلات الاستثمار والادخار، وتستطيع الدولة اتخاذ قرارات من أجل السياسات النقدية والمالية لتحقيق الاستقرار فيها.

¹ عصام حسين، أسواق: الأوراق المالية «البورصة»، درا أسامة نشر توزيع، عمان-الأردن، 2008، ص: 81.

² حسين شحاته، عطية فياض، مرجع سبق ذكره، ص: 06.

³ زيدان محمد، نورين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية الجزائر «المعوقات وأفاق»، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية يومي، جامعة محمد خيضر بسكرة-الجزائر، خلال الفترة:

21 و22 نوفمبر 2006، ص: 06.

⁴ حسن كريم حمزة، غسان رشاد عبد الحميد، سوق العراق للأوراق المالية: «البحث مستل من أطروحة دكتوراه»، ورقة بحثية مقدمة مجلة مركز الدراسات الكوفة، تهتم بالبحوث العلمية والإنسانية، (24)01، العراق، 2012، ص: 262.

6. أداة للتحوط من المخاطر:

يستفيد من سوق الأوراق المالية التجار والصناع والزراع، حيث يتمكن كل واحد منهم، من التأمين على مركزه ضد تقلبات الأسعار بفضل عملية التغطية¹، وذلك بدخوله في عمليات تتم في أسواق مخصصة لذلك.

7. أداة للتحوط من المخاطر: استفاد من سوق الأوراق المالية فيما يلي:
أ- علاج أزمة المديونية:

فمن خلال جذبها للمدخرات الأجنبية للإستثمار في الاسهم المصدرة محليا تساهم سوق الأوراق المالية في تفاذي المشاكل التي تنتج عن الإقتراض الخارجي، المتمثلة أساسا في زيادة مدفوعات خدمات الدين. كما تساهم الأوراق المالية في تخفيف عبء المديونية الخارجية من خلال تقنية توريق الدين*، وتسمى الأدوات المالية التي تستخدم في هذه التقنية بسندات التخارج. إذ يمكن للمصارف الدائنة تحويل القروض التجارية إلى أوراق مالية قابلة للتداول².

ب- بيع الحقوق وشراءها: فعن طريق سوق الأوراق المالية يستطيع المستثمر الانسحاب من الشركة، وذلك ببيع حقه في الشركة في هذه السوق، دون المساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع من أراضٍ ومبانٍ وغيرها من المعدات³.

◇ المساهمة في تمويل خطط التنمية: عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق... وذلك من أجل سداد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية⁴، أو من أجل تحقيق سياسة اقتصادية معينة (طرح أدوات في السوق من أجل امتصاص السيولة).

ويمكن التعبير عن أهمية سوق الأوراق المالية من خلال النقاط التالية:⁵

- سهولة الحصول على الأموال بالنسبة للمؤسسات الإقتصادية المقيدة في السوق؛
- سهولة عملية الربط بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز؛
- سهولة تسييل الأوراق المالية التي يحوزها المستثمر؛
- استقطاب الأموال الأجنبية للإستثمار المحلي؛
- تسهيل توزيع المدخرات على مختلف المشاريع الإقتصادية وتنشيط كافة قطاعات النشاط الإقتصادي؛

¹ شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص: 47.

* توريق الدين: تحويل الدين إلى ورقة مالية قابلة للتداول في أسواق المال الدولية.

² نورة بومدين، مرجع سبق ذكره، ص: 123-124.

³ شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص: 48.

⁴ أحمد بوراس، السعيد بريكة، كفاءة الأسواق العربية وتمويل الاقتصاد: دراسة استشرافية «واقع الأسواق المالية العربية»، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي الأول حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة محمد خيضر بسكرة- الجزائر، خلال الفترة: 21 و22 نوفمبر 2006، ص: 01-13.

⁵ بن الضيف محمد عدنان، مرجع سبق ذكره، ص: 122-123.

- تجنب الآثار التضخمية إذا لوقامت المصارف المحلية بعمليات التمويل لأدى ذلك إلى زيادة كبيرة في حجم الائتمان وبالتالي إحداث موجة تضخمية.
- الزيادة من حيوية المشروعات للوصول إلى الشروط اللازمة لدخولها إلى هذا السوق.
- كما تبرز أهميتها بالنسبة إلى الدولة بأنها أداة اقتصادية تضبط بها السير الحسن للإقتصاد.
- رابعاً/ المتطلبات الأساسية لإقامة سوق الأوراق المالية وعوامل قيامها:
- إن إقامة سوق الأوراق المالية يستوجب ضرورة توفير عدد من المتطلبات التي تشكل بدورها الركائز والمقومات الأساسية لإقامة هذه السوق وأهم هذه المتطلبات:¹
- ♦ الوعي الادخاري والاستثماري:

من المتطلبات الأساسية لقيام سوق الأوراق المالية هو وجود وعي ادخاري وإستثماري بين أوساط الأفراد، فهو يوفر الفرص العديدة لتدقيق المدخرات نحو المشاريع، ويمكن قياس هذا الوعي من خلال نمو الشركات المساهمة ورؤوس الأموال وحجم الأسهم المصدرة وحجم ودائع القطاعات الخاصة والعائلي وحجم الادخار ونسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي.²

♦ توفر مناخ إستثماري مستقر:

من خلال إيجاد حالة استقرار اقتصادي وسياسي واجتماعي "سياسة اقتصادية رشيدة ومرنة، وفرة المدخرات أو ثروات الأفراد... إلخ"، ومن المعلوم أن أسواق الأوراق المالية إذا قامت في بيئة ذات ظروف اقتصادية ملائمة تعتبر من أكبر الوسائل التي تتيح الفرص لتحقيق أكبر قدر من السيولة للاستثمارات طويلة الأجل، وعن طريق سوق أوراق المالية يستطيع المستثمر أن ينقل ملكية جزء أو كل استثماراته إلى الغير دون تعريض المشروع إلى أي نوع من أنواع الهزات التي تحدث عادة عند تغير ملكية المشروع.³

♦ كثرة عدد الشركات المساهمة وتنوع الأوراق المالية:

من بين المتطلبات الأساسية لإقامة سوق الأوراق المالية هو وجود شركات مساهمة عديدة إضافة إلى وجود أدوات مالية ذات آجال مختلفة ومواصفات ومزايا تتمثل باليسر وانخفاض المخاطر، وتغري المدخرين بالإقبال عليها واختيار المناسب منها، مما يساعد على اتساع رقعة السوق وازدهارها.⁴

♦ توفر المؤسسات المالية الوسيطة:

تؤدي المؤسسات المالية الوسيطة المصرفية منها وغير المصرفية دوراً في تعبئة المدخرات المالية وتوجيهها، وخلق الفرص الاستثمارية عن طريق الأسواق المالية ومن تحقيق تقارب

¹ رجال إيمان، مرجع سبق ذكره، ص ص: 15-17.

² خالد محمد نصار، آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية: دراسة تطبيقية «المستثمرين في قطاع غزة»، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، قسم: المحاسبة والتمويل، عمادة الدراسات العليا، الجامعة الإسلامية غزة- فلسطين، (غير منشورة)، 2006، ص: 39.

³ صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سبق ذكره، ص: 21.

⁴ خالد محمد نصار، مرجع سبق ذكره، ص: 39.

العرض والطلب الذي يعتبر جوهر عمليات سوق الأوراق المالية وتقوم هذه المؤسسات بعمليات التسويق والترويج والتغطية للإصدارات الجديدة فضلا عن قيامها بإدارة المحافظ المالية لصالحها أو لصالح الآخرين¹، وتتمثل هذه الأجهزة المالية الوسيطة في المصارف التجارية والمتخصصة وبيوت السمسرة وشركات التأمين وصناديق المعاشات والضمان الاجتماعي وصناديق الاستثمار وشركات التمويل والاستثمار.

◆ هيكل مؤسسي فعال ومتكامل:

ويتمثل هذا الهيكل بوجود هيئة رسمية " حكومية " تنظم وتشرف بصورة كاملة على جميع نشاطات السوق من حيث الأوراق المالية المدرجة وشروط إصدارها وتداولها في السوق الأولية والثانوية، وكذلك الترخيص وتأهيل الكوادر والأفراد والعاملين في السوق، بمعنى آخر أنها تقوم بكل الأعمال التي تهدف إلى تطوير وتحقيق أساليب الحماية للمتعاملين في السوق من خلال منعها لكل التجاوزات على الأنظمة واللوائح والقوانين التي تحكم عمل السوق.

◆ الإفصاح المالي وإشهار المعلومات:

يعد الإفصاح وإشهار المعلومات بمثابة الأساس لأي سوق للأوراق المالية، لذا يتوجب تقديم المعلومات والبيانات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات التي يتم تداول أدواتها في السوق المالية ليتمكن المستخدمون والمتعاملون في هذه السوق من ترشيد قراراتهم الاستثمارية " وذلك بنشر الأسعار اليومية للأوراق المالية المتعامل عليها في نشرة مكتوبة، كما تلزم الشركات بنشر ميزانياتها ونتائج أعمالها وبيانات كافية عن المشروعات حتى يكون المستثمر على بينة من أمر نشاط وتطور هذه الشركات بما ينعكس أثره على اتجاهات أسعار الأسهم"².

◆ نظام فعال للاتصالات:

إن وجود نظام فعال للاتصالات يعتبر أحد المقومات الأساسية لإقامة سوق الأوراق المالية، على أن يتم بناء هذا النظام وفقا لآخر تطورات الثورة الاتصالية من أجهزة هاتف وفاكس وحاسوب وانترنت، وغيرها من الأجهزة والمعدات المتطورة التي تعمل على إيصال آخر المستجدات والتطورات بأقصى سرعة للأطراف المعنية، وتمكن السوق من معالجة أكبر حجم من المعاملات فضلا عما يتيح من إمكانية لربط السوق الإقليمية والدولية وبالتالي التعرف على الفرص الاستثمارية المتنوعة في هذه الأسواق.

¹ خالد محمد نصار، مرجع سابق، ص: 40.

² صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سبق ذكره، ص: 22.

المطلب الثاني: الخصائص سوق الأوراق المالية وأقسامها

أولاً/ خصائص سوق الأوراق المالية:

1. هناك عدد من الخصائص التي تتميز بها أسواق الأوراق المالية عن باقي الأسواق الأخرى منها:¹
 1. سوق الأوراق المالية يرتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل ويكسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة على أجل طويل.²
 2. سوق الأوراق المالية تنسم بكونها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظراً لكون المتعاملين فيها من الوكلاء المتخصصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذا السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.³
 3. الاستثمار في رؤوس الأموال يعتبر عائداً ومهتم المستثمرين بالدخل أكثر من اهتمامهم بالسيولة والأرباح الموزعة والمخاطرة التي يتعرض لها رأس المال.
 4. الاستثمار في سوق رأس المال يكون أكثر مخاطرة وأقلها سيولة في الاستثمار السوق النقدي لأن أدوات الاستثمار فيه طويلة الأجل، مما يحتمل مخاطرة سوقية أو سعرية وتنظيمية مختلفة.⁴
 5. يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوي، يتم تداول أدوات الاستثمار المختلفة فيه كي يتم تنشيط الاستثمار فيه وكذلك توفير سيولة نقدية ملائمة للأوراق المالية طويلة الأجل مما يزيد سرعة تداولها.
 6. التداول في سوق الأوراق المالية يتطلب توفير المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة، وبالتالي تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.⁵
 7. التداول في سوق الأوراق المالية الخاصة يتم من خلال الوسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية.
 8. سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة

¹ دارين وشاح وشاح، دور الاستثمارات الأجنبية في تطوير أداء سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في

محاسبة والتمويل، كلية التجارة، قسم: محاسبة والتمويل، عمادة الدراسات العليا، الجامعة الإسلامية غزة- فلسطين، (غير منشورة)، 2009، ص: 16.

² صالح أسامة على شراب، أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية: دراسة تطبيقية،

رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في تخصص محاسبة والتمويل، كلية التجارة، قسم: محاسبة والتمويل، عمادة الدراسات العليا،

الجامعة الإسلامية غزة- فلسطين، (غير منشورة)، 2006، ص: 31.

³ بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية،

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3- الجزائر، (غير منشورة)، 2005-2006، ص: 46.

⁴ صالح أسامة على شراب، مرجع سابق ذكره، ص: 32.

⁵ بن عزوز عبد الرحمن. مرجع سبق ذكره، ص: 25.

تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت¹.

9. سوق الأوراق المالية ترتبط الأوراق المالية طويلة الاجل، وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى اموال تسدد على أمد طويل².

10. الاستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي، نظراً لكون أدوات الاستثمار فيه، مثل السندات طويلة الأجل يحتمل مخاطر سعرية، سوقية، وتنظيمية مختلفة، وكذلك الأسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبياً إلا أن مخاطرها كبيرة أيضاً.

11. الاستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذو عائد مرتفع نسبياً، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة.

ثانياً/ أقسام سوق الأوراق المالية:

تنقسم أسواق الأوراق المالية إلى قسمين هما:

1. السوق الأولي (Primary Market):

ويتم في هذا السوق التعامل بالأوراق المالية (الأسهم والسندات) عند إصدارها لأول مرة عندما تقوم الشركات الجديدة عند تأسيسها بطرح رأسمالها على أوراق مالية ودعوة الجمهور للاكتتاب فيها لذلك يطلق على هذا السوق بـ سوق الإصدار. بمعنى أنها السوق ذات العلاقة المباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكاتب³.

ويتم إصدار هذه الأوراق المالية من المنشآت والمؤسسات والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل احتياجاتها المالية وتمثل الإصدارات في هذه السوق في إصدارات الأسهم التي تطرحها الشركات القائمة من أجل زيادة رؤوس أموالها بالإضافة إلى السندات سواء كانت صادرة عن شركات أو عن شخصية من الشخصيات الاعتبارية التي يحق لها الإصدار. ويمثل عرض الأوراق المالية في سوق الإصدار في نفس الوقت الطلب عن الإستثمار⁴.

وفيما يلي الأهداف الرئيسية للأسواق الأولية⁵:

- للترويج لشركة جديدة؛
- لتوسيع شركة قائمة؛

¹ جمال جويدان الجمل، مرجع سبق ذكره، ص: 38.

² بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 46.

³ اديب قاسم شندي، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية دراسة حالة: سوق العراق للأوراق المالية، ورقة بحثية، مقدمة في مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الخاص مؤتمر الكلية، (00)00، العراق، 2013، ص: 158.

⁴ جلال إبراهيم العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، دار الجامعية، الإسكندرية- مصر، 2003، ص: 18.

⁵ Ashok Ganguly Chairman .An Introduction To Financial Market, part-01 for class xi, first edition, cbse india. central board of secondary education, 2007, P: 70.

- لتنوع الإنتاج؛
- لتلبية متطلبات رأس المال العامل العادية؛
- للاستفادة من الإحتياجات.

وتقدم الأوراق المالية المتاحة لأول مرة من خلال السوق الأولية. ومصدرها قد يكون شركة جديدة (عند تأسيس شركة) أو شركة قائمة (من أجل زيادة رأس مالها). فالسوق الأولية تعتبر بمثابة المصنع أو المصدر بنسبة للشركة. وللمصرفيين والمستثمرين والسماسرة بمثابة قناة التوزيع. حيث أنها تأخذ المسؤولية في بيع الأسهم للجمهور.

2. السوق الثانوي (Secondary Market):

ويطلق عليها بسوق التداول، وهي السوق التي يجري التعامل فيها بالأوراق المالية التي سبق إصدارها، وبعبارة أخرى فإن هذه السوق هي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية لشركات قائمة بالفعل، وأهم ميزة لهذه السوق هي أنها توفر للأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولي عنصر السيولة، ولذا يقال بأن السوق الأولية تستمد فاعليتها من السوق الثانوية¹.

ويكون بيع الأوراق المالية فيها عند التقاء العرضين بالطلبين لها، بهدف الحصول على السيولة أو لإعادة الإستثمار في أوراق مالية بديلة، ويحصل المشترون للأوراق المالية على نفس حقوق بائع الورقة الأصلية²، وينقسم السوق الثانوي بدوره إلى:

• الأسواق المنظمة (Organized Market):

وتتميز هذه الأسواق بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء (المركز المالية) (البورصات) ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق ويشترط بالأوراق المالية المتعامل فيها في السوق أن تكون مسجلة في السوق³.

• السوق غير المنظمة (السوق الموازية) (Over-The-Counter Market (O.T.C)):

يستعمل هذا الاصطلاح على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظم، حيث لا يوجد مكان محدد لأجراء التعامل، ويكون التعامل بيوت السماسرة من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السماسرة والمستثمرين، ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار⁴.

ويمكن أن تحتوي السوق الغير المنظمة قسمين من الأسواق هما:

¹ بن عزوز عبد الرحمن، مرجع سبق ذكره، ص: 21.

² صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سبق ذكره، ص: 16.

³ حسان خضرم، تحليل الأسواق المالية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، السنة الثالثة، العدد: 27، 2003، ص: 05.

⁴ مناضل عباس حسين الجواري، خيضر مهدي صالح. واقع الأسواق المالية على المستويين العربي والعالمي مع تعليق قياسي، ورقة بحثية مقدمة في مجلة جامعة بابل، العلوم الإنسانية، 17(01)، 2009، ص: 72.

1. السوق الثالث (Third Market):

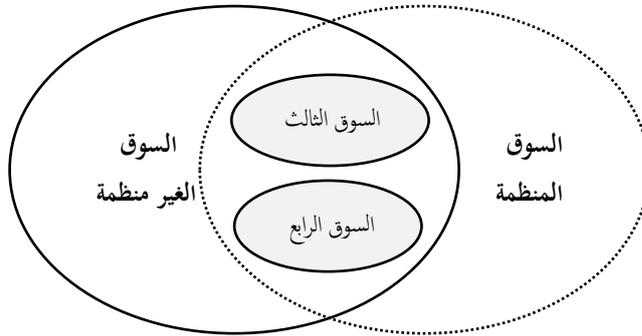
تعد السوق الثالث قطاع من السوق غير المنظمة، الذي يتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية في تلك الأسواق. وتمثل هذه البيوت في الواقع أسواقاً مستمرة على استعداد في أي وقت لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية مهما كبرت أو صغرت. وكما هو واضح فإنها تمارس دوراً منافساً للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة. أما العملاء الذين يتعاملون في هذه السوق فهم المؤسسات الاستثمارية الكبيرة ومحافظ الأوراق المالية التي تديرها البنوك لحساب الغير. كما يمكننا إيجاد بعضاً من بيوت السمسرة الصغيرة التي لا تجد ممثلين لها في السوق المنظمة، والتالي فهي تلجأ إلى بيوت السمسرة الكبيرة التي تعمل في السوق الثالث لتجد سبيلاً لإجراء تعاملاتها¹.

2. السوق الرابع (Fourth Market): تتمثل السوق الرابعة في المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء، الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في استثمارات كبيرة دون وساطة السماسرة للحد من العمولة، والسمة الأساسية في هذه السوق السرعة في إتمام الصفقة وبكلفة منخفضة جداً².

ويوضح الشكل رقم (04-01) التالي العلاقة التي تربط بين الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة وكذا العلاقة بين السوق الثالث والسوق الرابع، بحيث يشير التداخل الذي يظهر على أن السوقيين الثالث والرابع هما جزء من السوق الثانوي بما أن المتعاملين بإمكانهم التعامل في الأوراق المالية في الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة، مع العلم أن المتعاملين في السوقيين الثالث والرابع ليسوا أعضاء في الاتحاد الوطني للتجار في الأوراق المالية.

شكل رقم (04-01):

مكونات السوق الثانوي والعلاقة التي تربط بين
الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة



مصدر: جمال الدين سحنون، شروط بروز أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة: لدول مصر، تونس، الجزائر، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: النقود والمالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر-3 الجزائر، (غير منشورة)، 2007-2008، ص: 44.

¹ جمال الدين سحنون، مرجع سبق ذكره، ص: 43.

² المهدي ناصر، مكانة وآفاق الأسواق المالية العربية من الأسواق المالية الدولية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: النقود والمالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر-3 الجزائر، (غير منشورة)، 2011-2012، ص: 16.

المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

هي أصول مالية، وغالباً ما تسمى الصكوك أو الأدوات المالية (الأصول الغير ملموسة)، والتي من المتوقع أن توفر استحقاقات نقدية بالمطالبة به مستقبلاً. وتسمى أيضاً الأوراق المالية وهي تشمل (الأسهم والسندات) عموماً. فالمعاملات المتصلة بالصك المالي يشمل طرفين على الأقل¹:

1. الجهة التي وافقت على دفع المبالغ النقدية في المستقبل يسمى بالمصدر؛
2. الطرف الذي يملك الورقة المالية، وبالتالي الحق في تلقي المدفوعات التي قدمها إلى المصدر، وهو يسمى المستثمر.

وتتعامل أسواق الأوراق المالية بالأدوات المالية طويلة الأجل، أي التي تستحق في فترات زمنية أطول من سنة²، نذكر كل واحدة بالتفصيل:

أولاً/ الأسهم العادية (Common Shares / Stock):

1. تعريف الأسهم العادية (The Definition of the Common Shares / Stock):

وهي جمع سهم، وهو لغة له عدة معان منها: النصيب، وجمعه: "السهمان" بضم السين، ومنها العود الذي يكون في طرفه نصل يرمى به عن القوس، وجمعه: "السهم"، ومنها: بمعنى القدح الذي يقارع به، أو يلعب به في الميسر، ويقال: أسهم بينهم أي أقرع، وساهمه: أي باراه ولعبه فغلبه، وساهمه أي قاسمه وأخذ سهماً، نصيباً³.

وفي القرآن الكريم: ﴿ فَسَاهَمَ فَكَانَ مِنَ الْمُدْحَضِينَ (141) ﴾ (سورة الصافات، آية: 141)، أي قارع بالسهم فكان من المغلوبين. والقانونيون يطلقون السهم مرة على الصك، ومرة على النصيب، فبالاعتبار الأول قالوا: السهم هو: صك يمثل جزءاً من رأس مال الشركة، يزيد وينقص تبعاً لرواجها.

بالاعتبار الثاني: قالوا: السهم هو نصيب المساهم في الشركة من شركات الأموال، أو الجزء الذي ينقسم على قيمته مجموع رأس مال الشركة المثبت في صك له قيمة اسمية، حيث تمثل الأسهم في مجموعها رأس مال شركة، وتكون متساوية القيمة⁴.

وقد عرّف مجمع الفقه الإسلامي الدولي في قراره الرابع: السهم بأنه حصة شائعة في موجودات الشركة وأن شهادة السهم هي وثيقة لإثبات هذا الاستحقاق في الحصة⁵.

¹ Valdoné Darškuvienė, *Financial Markets*, (Leonardo da Vinci programme project) Transfer of Innovation, Vytautas Magnus University, Education and Culture DG Lifelong Learning Programme, in Latvia, Lithuania and Bulgaria, 2010, p: 07.

² مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الإستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة- مصر، 2008، ص: 93.

³ للاطلاع أكثر أنظر: مجمع اللغة العربية المصري، معجم الوسيط، مرجع سبق ذكره، ص: 459 / لابن المنظور. لسان العرب، مرجع سبق ذكره، ص:

مج/3 ص: 2135-2136 / لأبي الحسين أحمد بن فارس بن زكريا، معجم مقاييس اللغة، مرجع سبق ذكره، ص: ج/111/3.

⁴ علي محيي الدين القره داغي، أثر ديون ونقود الشركة أو المحفظة على حكم تداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية: «المشكلة والحلول»

دراسة فقهية اقتصادية، البنك الإسلامي للتنمية (معهد الإسلامي للبحوث وتدريب)، جدة- المملكة العربية السعودية، 2003، ص: 09.

⁵ عبد الحق العيفة، قرارات وتوصيات: مجمع الفقه الإسلامي الدولي «1403-1430هـ/1988-2009م (19دورة)»، مجمع الفقه الإسلامي الدولي (منظمة المؤتمر الإسلامي)، جدة- المملكة العربية السعودية، 1988-2009، ص: 119.

أما كما عرفه (Sunil,P) السهم أو حصص من الأسهم العادية للشركة هي نوع من المطالبة المالية التي تصدرها الشركة للمستثمرين الذين يريدون المساهمين فيها. في مقابل استثماراتهم، وتمنح حقوق الملكية. فلا يجب أن تكون هناك شركة لا تقل عن مساهم واحد، على الرغم من أنه لا يوجد حد أعلى لعدد من المساهمين في الشركة. وليس هناك قيود على إجمالي عدد الأسهم التي قد تصدر من قبل الشركة. فالشركات الكبيرة لديها عدد كبير من الأسهم القائمة، وتنتشر ملكيتها على مجموعة كبيرة من المستثمرين. حيث تمثل المساهمة ملك جزء من الشركة. فحصته تساوي جزء بسيط من إجمالي رأس مال الشركة¹.

والسهم عبارة عن ورقة مالية تمثل حصة ملكية في شركة ويصدر بقيمة إسمية تحددتها القوانين والتعليمات النافذة. وتتميز الأسهم بعدم وجود تاريخ استحقاق لها، وعدم التزام المصدر بعائد محدد. يتم تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية، وتتحدد أسعارها السوقية بناءً على قوى العرض والطلب، وتزيد القيمة السوقية للسهم في الغالب عن القيمة الاسمية وتقل عنها في بعض الأحيان²، ويعتبر السهم أداة ملكية.

2. خصائص الأسهم العادية: وتتضمن الآتي³:

- أ- ليس لها تاريخ استحقاق محدد، فهي مستمرة طالما أن الشركة قائمة؛
- ب- لأصحابها حق التصويت في الجمعية العمومية للشركة باعتبارهم مالكيين لهذه الشركة؛
- ت- في حين أن حامل السند يحصل على فائدة دورية ثابتة؛ فإن حامل السهم العادي يحصل على عائد متغير طبقاً لما تحققه الشركة من ربح؛
- ث- من المفترض أن يكون العائد على السهم العادي أعلى من الفائدة على السند باعتبار أن أصحاب الأسهم العادية يحصلون على كل الأرباح المتبقية بعد سداد الالتزامات الأخرى؛
- ج- المخاطر المرتبطة بالأسهم العادية أعلى من تلك المرتبطة بالسندات، على اعتبار أن أصحاب الأسهم العادية لا يحصلون على أي توزيعات أرباح إلا بعد سداد جميع الالتزامات الأخرى؛
- ح- في حين أن الفوائد الدورية على السندات تعتبر التزاماً قانونياً على الشركة نجد أن توزيعات الأرباح على المساهمين متوقفة على قرار الجمعية العمومية للمساهمين، وبعبارة أخرى فإن الشركة قد تكون في حاجة إلى تمويل إضافي، وبالتالي تقرر الجمعية العمومية توزيع جزء من الأرباح فقط أو عدم إجراء توزيعات على الإطلاق؛
- خ- عند تصفية الشركة فإن أصحاب الأسهم العادية لا يحصلون على أي شيء من حصيلة بيع أصول الشركة. إلا بعد سداد مستحقات الأطراف الأخرى.

¹ Sunil, Parameswaran. *Fundamentals of Financial Instruments An Introduction to Stocks, «Bonds, Foreign Exchange, and Derivatives»*, John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd, Singapore, 2011, p: 97.

² عبد الرؤوف ربابعة، سامي خطاب، التحليل المالي وتقييم الأسهم: «دور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية»، هيئة الأوراق المالية والسلع، ابوظبي- دبي- الشارقة، مارس/2006، ص: 31.

³ محروس حسن، مرجع سبق ذكره، ص ص: 13-14.

3. مفاهيم القيم للأسهم العادية (Value Concepts Of Common Stock):

مصطلح القيمة من المصطلحات التي ترد بشأن السهم العادي، كونه يمثل مشاركة في رأس المال. وبهذا الصدد يمكن التمييز بين العديد من القيم وعلى وفق الآتي:¹

أ- القيمة الأسمية (Par Value):

وهي القيمة المثبتة في شهادة السهم. والتي في الغالب تحدد وفق قانون الشركات في البلد المعني، لذلك يمكن أن يطلق عليها بالقيمة القانونية. وهي قيمة متساوية لجميع الأسهم المصدرة والتي من خلالها تتحدد نسبة مساهمة المستثمر برأس المال الشركة. وقد تسمح بعض التشريعات في الدول المتقدمة إصدار أسهم بدون قيمة أسمية على أن تتحدد قيمتها وفقاً لعملية العرض والطلب في سوق الأوراق المالية. "ومن المهم ألا تصدر الشركة أسهماً بقيمة تزيد عن سعر البيع في السوق. حيث أن الفرق بين القيمة الأسمية وسعر البيع يعرف بعلاوة الإصدار (Par Value) يظهر ضمن قائمة الاموال الخاصة"².

ب- القيمة الدفترية (Book Value):

وهي القيمة المثبتة في سجلات الشركة وتمثل حق الملكية في الميزانية العمومية. وتعتبر هذه القيمة مؤشراً لقوة حقوق المالكين، لذلك فإن نموها من المؤشرات المهمة للمستثمر لتدل على قدرة الشركة في التوسع والاستمرار. وعليه فإن الاعتقاد السائد بين المتعاملين في السوق المالية على أن السهم العادي يجب أن يباع بأكثر من قيمته الدفترية على الأقل في الأجل الطويل. وبمعنى آخر أن مضاعف القيمة الدفترية للسهم العادي (P/BV) (سعر إغلاق السهم إلى قيمته الدفترية) يجب أن يكون أكبر من الواحد الصحيح للدلالة على جاذبية أسهم الشركة. وتحسب القيمة الدفترية للسهم الواحد بقسمة حقوق المساهمين على عدد الأسهم العادية القائمة.

$$\text{القيمة الدفترية} = \frac{\text{حقوق المساهمين (حق الملكية)}}{\text{عدد الأسهم العادية}} = \frac{\text{رأس المال المدفوع} + \text{الأرباح المحتجزة} + \text{الاحتياط}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

ت- القيمة السوقية (Market Value): وهي القيمة المدفوعة عند نقطة زمنية محددة وتتحدد هذه القيمة بفعل عوامل العرض والطلب في سوق الأوراق المالية. ويستخدم سعر السهم السوق (Market Price) بشكل مرادف للقيمة السوقية في كثير من الأحيان. ولكن القيمة السوقية هي عبارة عن القيمة الإجمالية للسهم المتداولة (سعر السهم × عدد الأسهم).

¹ ارشد فؤاد مجيد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 159-161.

² بن شعيب فاطمة الزهراء، دور البورصة في تحقيق النمو الإقتصادي: دراسة حالة «الأسواق المالية الخليجية»، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان- الجزائر، (غير منشورة)، 2010-2011، ص: 26.

يستخدم المستثمر عند تحديد هذه القيمة مؤشرات العائد والمخاطرة، وينظر لها بترقي وحذر كون أن الاستثمار بالأسهم العادية أحدى أهم صعوباته هو تحديد حجم وتوقيت تدفقاتها النقدية بدقة. لذلك فإن أسعارها تتصف بعدم الاستقرار والثبات، وينظر لها بأنها سلسلة من التقلبات حول القيمة الحقيقية للسهم.

ث- القيمة الحقيقية ((Intrinsic Value (IV)): وهي تلك القيمة التي تبررها حقائق مالية وإقتصادية تتمثل بقيمة موجودات الشركة (الحجم) ومقسوم الأرباح المتوقع توزيعه ومعدلات النمو المتوقعة في الأرباح. فهي القيمة المخصوصة للتدفقات النقدية بمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين ويطلق عليها في بعض الأحيان بالقيمة العادية (Fair Value). فإذا ما تحققت هذه القيمة في سوق الأوراق المالية، فإنها تعكس حالة توازن السوق المالية لتؤشر مدى استجابة السوق للمعلومات الجديدة بهدف تصحيح اتجاهات حركة الأسعار السوقية نحو قيمتها الحقيقية. وهناك نماذج عديدة تستخدم لحساب هذه القيمة وعلى وجه التحديد نموذج خصم مقسوم الأرباح ونماذج السعر. أن تحليل المستثمر للقيمة الحالية (الحقيقية) ومقارنتها بالأسعار السائدة في السوق لغرض دراسة أنماطها الحالية والمتوقعة، وأهمية المقارنة هو لتحديد فيما إذا كان السوق لغرض دراسة أنماطها الحالية والمتوقعة، وأهمية المقارنة هو لتحديد فيما إذا كان السهم ذو تسعير مضخم (Over Priced) (السعر أعلى من القيمة الحقيقية) أو ذو تسعير مخفض (Under Priced) (السعر أقل من القيمة الحقيقية).

ثانياً/ الأسهم الممتازة (Preference Share / Preferred Stock):

1. تعريف الأسهم الممتازة (The Definition of the Preference Share):¹

يوصف السهم الممتاز بأنه أداة هجينة تجمع بين صفات السند والسهم العادي. كونه يحصل على عائد ثابت سنوياً، يسمى مقسم أرباح السهم الممتاز الذي يستقطع من صافي الربح بعد الضريبة، ولذلك فهو يمثل التزاماً ثابتاً، كما أنه يمثل حق من حقوق الملكية لأنه يمثل جزء من المشاركة برأس المال. اكتسبت هذه الاسهم صفة الممتازة كون لها حق الأولوية قبل حملة الأسهم العادية على دخل الشركة وأصولها. ويتم تقييم هذه الأسهم على أساس ثبات العائد الذي يحصل عليه حملتها والذي يمثل في الغالب نسبة مئوية من قيمته الأسمية، وبالتالي لا يجد المحلل المالي صعوبة في تحديد قيمة الأسهم الممتازة نظراً لوضوح تدفقاته النقدية المتوقعة وثباتها.

للسهم الممتاز سمات محددة منها أنه يصدر بفئات وقيم اسمية مختلفة تكون الأساس في احتساب العائد من السهم، ويحصل حملته على أرباحهم قبل حملة السهم العادي وقد يتراكم هذا المقسوم للسنوات اللاحقة في حالة عدم دفعه. وبالمقابل معظم الأسهم الممتازة ليس

¹ ارشد فؤاد مجيد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 179-180.

لحملتها حق التصويت في مجلس الإدارة وانتخاب أعضائه، ولكن يمكن أن يرد مثل هذا الشرط في حالة تراكم أرباح السهم الممتاز إذا نصت الاتفاقية على ذلك. وقد يكون السهم الممتاز قابل إطفاء ضمن صناديق تخصصها الشركات بهدف استهلاك السهم وإطفاءه إما بسعر السوق أو بسعر أطفاء يحدد مسبقاً أو حسب ظروف الشركة والسوق. كما يمكن أن يكون السهم الممتاز قابل للتحويل إلى أسهم عادية وضمن شروط يتفق عليها مسبقاً وتذكر في شهادة السهم سواء بخصوص مدة التحويل وسعر التحويل. وعادة خيار التحويل يترك لحامل السهم وحيثما تتاح أمامه تحقيق أرباح رأسماليه لاسيما عندما تكون الأسعار السوقية لأسهم الشركة العادية مرتفعة بأعلى من سعر التحويل. أما شرط الاستدعاء فهو يتضمن حق للجهة المصدرة باستدعاء السهم الممتاز خلال فترة محددة وبعلو عن القيمة الاسمية كما يمكن أن يكون الاستدعاء بسعر السوق. أن هذه الخصائص للسهم الممتاز تجعله يختلف عن السهم العادي على الرغم من أن كلاهما أداة ملكية.

2. خصائص الأسهم العادية:¹

- أ- للسهم الممتاز الأولوية في الحصول على نسبة معينة من الأرباح في حال تحققها قبل حملة الأسهم العادية كما أن له الأولوية في موجودات الشركة المصدرة له عند التصفية؛
- ب- للسهم الممتاز ثلاث قيم: اسمية؛ دفترية؛ سوقية مثلها مثل الأسهم العادية؛
- ت- تمتاز هذه الأسهم في بعض الأحيان بخاصة المشاركة أي هناك نوع آخر يدعى بأسهم المشاركة، فحملة هذا النوع من الأسهم العادية له الحق في المشاركة في بقية الأرباح إلى جانب المساهمين العاديين وهذا بعد حصول حملة الاسهم الممتازة على نسبة الأرباح المتفق عليها في عقد الشركة وبعد حصول المساهمين على نفس النسبة؛
- ث- معظم الأسهم الممتازة لا تتمتع بحق التصويت في مجلس الإدارة وانتخاب أعضائها؛
- ج- يعتبر السهم الممتاز من أدوات الملكية، فليس له تاريخ استحقاق معين إلا إذا تضمن شروط إضافية مثل الاستدعاء أو الإطفاء حيث أن بعض الشركات قد تخصص مبالغ دورية تسمى صناديق الإطفاء (Sinking Fund) لغرض استهلاك السهم. وقد يكون الإطفاء إما بسعر السوق أو بسعر استدعاء محدد سابقاً. أما بالنسبة للاستدعاء يعطي الحق للجهة المصدرة استدعاء السهم الممتاز بعلو عن القيمة الاسمية تسمى علو الاستدعاء (Call Premium).
- ح- قد يحول السهم الممتاز إلى سهم عادي وذلك من أجل تبسيط هيكل رأس المال وتخفيض كلفته وبيع أسهم عادية بسعر أعلى من سعر السوق، ويتم هذا التحويل بموجب سعر تحويلي يحدد مسبقاً كما تحدد مدة التحويل وخيار التحويل عادة يترك للمستثمرين حيثما

¹ بن شعيب فاطمة الزهراء. مرجع سبق ذكره، ص: 31-32.

تتاح فرصة لتحقيق أرباح رأسمالية ولاسيما عندما يكون سعر التحويل أقل من الأسعار السوقية للسهم العادي.

الجدول رقم (01-02):

أوجه الاختلاف بين السهم العادي والسهم الممتاز

معيار المقارنة	السهم الممتازة	السهم العادية
طبيعة الأداة	أداة هجينة تجمع بين الدين والملكية	أداة ملكية صرفة
مستوى الدخل	مقسوم أرباح ثابت بنسبة من القيمة الأسمية المثبتة بشهادة السهم	يتحدد وفق قرار وسياسة الشركة في توزيع الأرباح على المساهمين
الاستحقاق	قد يكون قابل للإطفاء أو الاستدعاء أو التحويل إلى سهم عادي	يكون السهم قائماً طالما الشركة قائمة أي ليس له تاريخ استحقاق ولا يمكن تحويل خصائصه
تراكم الأرباح	يمكن أن تتراكم أرباح السهم	لا يمكن أن تتراكم أرباح السهم
المشاركة بالإدارة	لا يحق لحامله المشاركة بالإدارة إلا إذا نص على خلاف ذلك	حق المشاركة والانتخاب والتصويت في مجلس الإدارة
طبيعة الأسواق	أسواق محدودة وغير نشطة	أسواق تتصف بالعمق والأتساع ونشطة
القيمة الأسمية	يصدر بقيم أسمية مختلفة الفئات	يصدر بقيمة واحدة وفقاً لقانون الشركات

مصدر: ارشد فؤاد مجيد التميمي، الأسواق المالية: «تنظيم وأدوات»، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2010، ص: 180.

ثالثاً/ السندات (Bond):

1. تعريف السندات (The Definition of the Bond):

من المعروف أن السندات هي أداة من أدوات الدين المتعارف عليها في السوق، فالسند يعتبر عقد التزام من المقترض لدفع مبالغ محددة في مواعيد محددة تشكل الدفعات والفوائد على أموال تم اقتراضها، وتتمتع السندات عادة بدرجة عالية من السيولة حيث يمكن تداولها بيعاً وشراءً في أسواق الأوراق المالية، كما يمكن الحصول على أسعارها في أسواق السندات يومياً¹.

لقد احتلت السندات مركزاً رئيساً في الأسواق المالية لاسيما في دول ذات الاقتصاديات المتقدمة منذ عام 1973، ونضجت وتطورت ألياتها في عقد الثمانيات من القرن الماضي، وبشكل ساهم بجذب أنظار عموم المستثمرين لاقتناء السندات ضمن محافظهم الاستثمارية، نظراً لما توفره من مزايا أساسية تتمثل بثبات واستمرار تدفق الدخل (معدل الفائدة) (Rate) (Coupon) مع ميزة الأمان لاسترداد أصل المبلغ المستثمر (Principal) عند الاستحقاق (Maturity Date)، إن صفة الدين للسند تجعل عملية إصداره ضمن ترتيبات اقراضية محددة بين الجهة المصدرة

¹ ماهر كنج شكري، مروان عوض، المالية الدولية: العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين «النظرية والتطبيق»، دار الحامد للنشر والتوزيع (بدعم من معهد الدراسات المصرفية)، عمان- الأردن، 2004، ص: 99.

للسند (المقترض) والمكتتب به (المقرض). وتتضمن هذه الترتيبات القيمة الإسمية للسند التي تصدر بمعايير محددة تسمى بالسندات (Bullet Bond). مع مراعاة فيما إذا كان السند لحامله (Bearer Bonds) (يقوم حامل السند بقطع الكوبون* الملصق بالسند وإرساله إلى المصدر لاستلام دفعة الفائدة)، أو سندات مسجلة (Registered Bonds) (ويتم الاحتفاظ بسجل المالك السندات لدى الجهة المصدرة ودفعة قيمة الكوبونات بشكل تلقائي دون الحاجة إلى مطالبة المالك بها). وفي الغالب تقوم المؤسسات المالية والمصرفية بإدارة الإصدار من السندات لصالح الجهة المصدرة وتسويقها إلى الجمهور. أي أن هذه المؤسسات المالية والمصرفية تقوم بدور الضامن (Trustee) لحقوق حملة السندات بجانب تقييم المركز الائتماني والمالي للجهة المصدرة، لاسيما السندات الصادرة من قبل الشركات المساهمة¹.

2. خصائص السندات:

تمتاز السندات بعدة خصائص منها:²

ب- يعتبر السند يعتبر شهادة دين على الشركة، وليس جزءاً من رأس المال كما هو الحال في الأسهم؛

ت- حصول صاحبه على الفائدة الدورية المقررة له دون النظر إلى أن الشركة ربحت، أم خسرت، أو كانت الأرباح كثيرة؟!؛

ث- عدم مشاركة صاحبه في إدارة الشركة؛

ج- تحديده بوقت محدد على عكس الأسهم، وبالتالي يحصل صاحبه على قيمة سنده وفوائده في التاريخ الذي حُدد له دون النظر إلى تصفية الشركة، ومدده مختلفة أقصرها تسعون يوماً، وبعضها يمتد إلى مائة عام، على أن بعض السندات تستمر لحين قيام المصدر باستدعائها، أو شرائها من السوق.

ح- يحصل حامله على ضمان خاص على بعض موجودات الشركة وقد يكون الضمان عاماً على أموالها، ولذلك يحصل على حقه في حالات التصفية قبل أن يحصل حامل السهم العادي على أي شيء.

خ- جميع السندات قابلة للتداول في السوق الثانوية، مما يجعلها أداة ادخارية واستثمارية في آن واحد. فالفائدة على السند تمثل ادخاراً، وبيع السند في السوق الثانوية للاستفادة من الفرق الموجب للقيمة السوقية للسند، لاسيما في أوقات انخفاض معدلات الفائدة السوقية³.

* كوبون: وهي مفردة الكوبونات: أي الفائدة على السند قد تكون ثابتة أو متغيرة أو مستحقة الدفع عند تاريخ استحقاقها.

¹ ارشد فؤاد مجيد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 252-253.

² علي محي الدين القره داغي، مرجع سبق ذكره، ص: 11.

³ ارشد فؤاد مجيد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 252-253.

3- أوجه الاختلاف بين الأسهم العادية والممتازة:

تختلف الأوراق المالية التي تم التعرض لها باختلاف خصائصها وطبيعتها، إلا أن الهدف الأساسي لها هو إمكانية تداولها لتوفير التمويل اللازم، ومن خلال الجدولين التاليين سوف نعرض خصائص كل ورقة ونقارن بينهم.

جدول رقم (03-01):

أوجه الاختلاف بين السندات والأسهم العادية

معيار المقارنة	السندات	الأسهم العادية
طبيعة الأداة	أداة دين واجبة الدفع عند الاستحقاق	أداة مشاركة برأس المال الشركة
مستوى الدخل	ثبات الدخل واستمراريته	يخضع لقرار وسياسة توزيع الأرباح
الأجل	لها تاريخ استحقاق محدد	ليس له تاريخ استحقاق محدد
الإدارة	ليس لحملتها المشاركة بقرارات الإدارة	حق المشاركة والتصويت والانتخاب
المخاطر	مخاطر النكول لأصل المبلغ وفائدة	مخاطر متعلقة بالسوق وبالشركة
القيمة الاسمية	تصدر بقيم اسمية مختلفة الفئات	تحدد القيمة الاسمية وفق قانون الشركات
قابلية التحويل	يمكن أن يكون قابل للتحويل إلى أسهم	لا يمكن أن يكتسب هذه الخاصية

المصدر: ارشد فؤاد مجيد التميمي، الأسواق المالية: «تنظيم وأدوات»، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2010، ص: 180.

يتم عرض مقارنة بين الأنواع المختلفة من الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية:

جدول رقم (04-01):

مقارنة بين الأنواع المختلفة من الأوراق المالية

الأسهم العادية	الأسهم الممتازة	السندات	الورقة المالية عامل المقارنة
الدرجة الثالثة في السداد المتبقي وغير محدد	الدرجة الثانية في السداد ثابت ومحدد	الدرجة الأولى في السداد ثابت ومحدد	الحق في الحصول على الدخل: "من حيث الأسبقية ومن حيث مبلغ الدخل والعائد"
المرتبة الثالثة المتبقي وغير محدد	المرتبة الثانية محدد	المرتبة الأولى محدد	الحق في الأصول عند التصفية: - درجة الأسبقية - المبلغ
المتبقي وغير ملزم ليس له تاريخ استحقاق	"القيمة الاسمية" غير ملزم ليس له تاريخ استحقاق	إجباري محدد مسبقاً وله تاريخ سداد	الحق في استرداد القيمة: - تاريخ الاستحقاق

المصدر: رجال إيمان، أسواق الأوراق المالية الدولية بين مظاهر التجديد والأزمات المالية: «الأزمات المالية العالمية 2008»، رسالة

مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: إقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية

والنجارة وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة- الجزائر، (غير منشورة)، 2011-2012، ص: 32-33.

رابعاً/ المنتجات المالية المستحدثة "المشتقات المالية" (Financial Derivatives):

لقد دخلت الأسواق المالية أدوات مالية جد متطورة وأصبحت تلك السوق لا تقتصر على الأدوات التقليدية مثل الأسهم والسندات. وجاء تحديث وتطوير الأوراق المالية المتداولة استجابة للتغير في شروط بيئة النشاط الاقتصادي وانعكاسات التقدم التكنولوجي والمعلوماتي. وقد عرفت الصناعة المالية أشكالاً متنوعة وأبعاداً واسعة لعمليات التطوير، فظهرت العديد من الأدوات المالية الجديدة نجد منها "المشتقات المالية"¹.

يعرف صندوق النقد الدولي: المشتقات المالية هي عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار لأصل المال في هذه أصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال للملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري².

ويعرف (Ali Hirsra, Salih N. Neftci) المشتقات المالية (Dérivatives) على حد تعبير الممارسين، "الأوراق المالية المشتقة بأنها عقود مالية تستمد قيمتها من أدوات السوق النقدية مثل الأسهم والسندات والعملات والسلع"³، أي الأصول التي تمثل موضوع العقد (Underlying Asset)، وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداء الأصل موضوع العقد ومن أهم المشتقات:⁴

1. عقود المستقبلية (Futures Market):

أ- تعريفها:

العقد المستقبلي هو التزام (لشراء أو بيع) أحد الأصول الأساسية بتحديد السعر في تاريخ معروف المستقبل.

وهي أسواق حيث يتم تبادل عقود تسليم أو استلام منتجات بتاريخ استحقاق محدد، وتختلف السوق المستقبلية عن السوق الفورية في كون تسليم السلعة في هذا الأخيرة يتم مباشرة في تاريخ إجراء الصفقة أما في السوق المستقبلية فيتم تسليم السلعة في وقت لاحق يسمى تاريخ الاستحقاق⁵.

وتتعلق عقود هذه السوق بشراء أو بيع كمية كبيرة معينة من سلعة أو من أداة عند سعر معين ووقت محدد، وهي عقود ملزمة فليس له الخيار في التنفيذ من عدمه⁶.

¹ رجال إيمان، مرجع سبق ذكره، ص: 33.

² معهد الدراسات المصرفية، المشتقات المالية، ورقة بحثية مقدمة إلى مجلة إضاءات مالية ومصرفية، دولة الكويت، العدد: (02)، 2010/2009، ص: 02.

³ Ali Hirsra, salih N. Neftci. *An Introduction To The Mathematics Of Financial Derivatives*, Academic Press is an imprint of Elsevier, United States of America, 2014, p: 02.

⁴ طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية: «المفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبة»، الدار الجامعية: طبع، نشر، توزيع، سلسلة البنوك التجارية (قضايا معاصرة)، الجزء الخامس، الإسكندرية- مصر، 2001، ص: 05.

⁵ فاطمة الزهراء طاهري، العقود المستقبلية كوسيلة لتسيير مخاطر السعر في الأسواق الزراعية، ورقة بحثية مقدمة إلى مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم: العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة- الجزائر، العدد: 05، 2009، ص: 157.

⁶ بن الضيف محمد عدنان، مرجع سبق ذكره، ص: 114.

- ب- خصائصها: تتميز العقود المستقبلية بالخصائص التالية:¹
- إن للعقود المستقبلية شروط نمطية تختلف من عقد لآخر تحددها سوق الأوراق المالية؛
 - في العقود المستقبلية لا يعرف طرفاً العقد بعضهما البعض؛
 - تقوم سوق الأوراق المالية بتوفير آلية تعطي كل منها ضماناً بأن العقد سينفذ وهذه الآلية تعرف بغرفة المقاصة؛
 - يتم تداول العقود المستقبلية في أسواق المنظمة؛
 - إن سوق الأوراق المالية شيكاغو هي أكبر أسواق الأوراق المالية التي يتم تداول العقود المستقبلية فيها؛
 - إن التعامل في العقود المستقبلية يتطلب إيداع كل طرفين مبلغ يعرف بهامش الضمان أو الهامش المبدئي ذلك لضمان العقد؛
 - يتم نشر أسعار العقود المستقبلية في الصحف المالية. ففي الولايات المتحدة الأمريكية تختص جريدة "وول ستريت" بذلك؛
 - إن أسواق العقود المستقبلية تلعب دورها في توفير المعلومات الخاصة. بالأسعار حيث قدرة السوق لكشف الأسعار تعد الوظيفة الرئيسية وراء وجود هذا النوع من الأسواق؛
 - توفر أسواق العقود المستقبلية المعلومات عن الأسعار الحاضرة والمستقبلية باستخدام الوسائل والميكانيزمات التي يمكن من خلالها التوصل إلى الأسعار الحالية والمستقبلية؛
 - معرفة جميع أطراف السوق على هذه المعلومات التي من شأنها رفع كفاءة السوق.

2. عقود الخيارات (Option Market):

أ- تعريفها:

تعرف الاختيارات أو الخيارات في الاصطلاح الاقتصادية بأنها: "عقد يمثل حقاً للمشتري (وليس التزاماً) في بيع أو شراء شيء معين، سعر معين (سعر التعاقد أو الممارسة) (Exercise Price) خلال فترة زمنية محددة، ويلزم بائعة بيع أو شراء ذلك الشيء بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة الزمنية، مقابل مبلغ محدد يدفعه مشتري العقد، يسمى علاوة الصفقة الشرطية (Options Premium).

وقد عرّف الاقتصاديون علاوة الصفقة الشرطية (Options Premium) أو ثمن عقد الاختيار أنه: "تعويض متفق عليه يدفع للبائع (بائع عقد الخيار) في سوق الأوراق المالية من قبل المشتري (دافع ثمن الخيار) مقابل تمتعه حق شراء (إن كان اختيار شراء) أو حق بيع (إن كان اختيار بيع) أوراق مالية خلال فترة زمنية محددة. وهذا المبلغ غير مرجع سواء نفذ المشتري حقه، أو لم ينفذ".

¹ بن اعمر بن حاسين. فعالية الأسواق المالية في الدول النامية: «دراسة قياسية»، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في علوم اقتصادية تخصص: بنوك ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر تلمسان- الجزائر، (غير منشورة)، 2012-2013، ص: 31-32.

- وتعتمد هذه العلاوة على نوع الاستثمار الذي يقع عليه عقد الاختيار، والفرق بين السعر السائد في السوق وسعر التعاقد، وتغيرات الأسعار نتيجة العرض والطلب، والفترة الزمنية بين يوم عقد الاختيار ويوم انقضائه¹.
- ب- خصائصها: تتميز عقود الخيار بالخصائص التالية:²
- إن مبلغ التعويض أو المكافئة أو ثمن الخيار يدفع لمحرر العقد الذي يلتزم بتنفيذه عندما يحين تاريخ التنفيذ؛
 - إن تاريخ تنفيذ هذه الحقوق يكون غالباً يعد مرور 3 أشهر من تاريخ الاتفاق؛
 - إن حقوق الاختيار قابلة للتداول كأي عقود أخرى وعلى أساس عاملي العرض والطلب اللذان يتوقفان بدورهما على قيمة الأصل محل العقد؛
 - لا يتطلب الاستثمار في الخيارات مبالغ ضخمة مثل ما هو مطلوب للتعامل في الأسواق الحاضرة؛
 - إن للعقود الاختيارية شروط نمطية تختلف عن العقود الأخرى؛
 - يتم تداول العقود الاختيارية في أسواق منظمة.
3. عقود المبادلات (Swap Market):

أ- تعريفها:

وهي من بين بعض الأنواع الأكثر شيوعاً من المشتقات... فهي عملية بيع وشراء التدفقات النقدية التي تنطوي على مختلف العملات، وأسعار الفائدة، وعدد من الأصول المالية الأخرى في وقت واحد³.

فعقد المبادلة (Swap) هو اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية، فعلى سبيل المثال الطرف (أ) يوافق على دفع معدل فائدة ثابت على مبلغ معين (فرضاً مليون دولار) كل سنة لمدة 5 سنوات وذلك لطرف آخر وليكن (ب)، والطرف (ب) سوف يدفع معدل فائدة عائم (أي سوقي ويعتمد على تفاعل قوى العرض والطلب) على نفس المبلغ المحدد وهو مليون دولار وذلك كل سنة لمدة 5 سنوات، والأطراف التي توافق على الدخول في المبادلة تسمى (Countreparties) وترتبط التدفقات النقدية التي يدخل فيها أطراف العقد عادة بأداة دين أو بقيمة عملات أجنبية، ولذلك يوجد نوعان أساسيان للمبادلات هما مبادلات الأسعار (Interest Rate Swaps) ومبادلات العملة (Currency Swaps)⁴.

¹ شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص: 222-223.

² بن اعمار بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص: 33.

³ Ali Hirs, salih N. Neftci. Op Cit, p p: 08-09.

⁴ طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص: 213.

ب- خصائصها:

تتميز العقود المبادلات بالخصائص التالية:¹

- التقليل من حجم المخاطر التي لا تمس عادة الأصول المعتمدة للعوائد العينية لأنها افتراضية؛
- العوائد المالية المتوقعة قد تعود إلى جميع الأطراف المعنية بالمبادلات وذلك عند توفر ميزة نسبية وبشكل مستقل؛
- تعديل المخاطر المتعلقة بتدفقات العملة الأجنبية من الدخل الذي تتوقعه المؤسسة من الإستثمار في الخارج أو المخاطر الناجمة عن تحرك أسعار الفائدة الأجنبية في البلد المعني بالاستثمار بشكل مختلف لتحرك أسعار الفائدة المحلية؛
- عند قيام مؤسسات بتقديم قروض رهون معدل ثابت فإن هذه العملية قد تكون مهددة للمخاطر والحماية منها تدخل المؤسسة المعنية بائتمان الرهون إلى مبادلة أسعار ثابتة مقابل معدلات معيارية؛
- عقود المبادلات هي عقود تربط الأسعار المقومة بالأسعار الثابتة مما يزيد من حالات التأكد بالنسبة للالتزامات المستقبلية خاصة وأنها تسمح في بتعديل المحفظة الاستثمارية حسب الظروف الجارية والمستقبلية للأسواق.

4. المتعاملون في عقود المشتقات:²

أ- المتحوطون (Hedgers):

يهتم المتحوطون بتخفيض المخاطرة التي يتعرضون لها، والمشتقات تسمح لهم بتحسين درجة التأكد ولكنها لا تضمن تحسين النتائج.

ب- المضاربون (Speculators):

ويراهنون على تحركات الأسعار المستقبلية، لذلك يستخدمون المشتقات لمحاولة تحقيق كسب.

ت- المراجحون (Arbitrageurs):

ويدخلون عندما يكون هناك فرق لأصل معين بين سوقين أو أكثر وذلك بالشراء من السوق منخفض السعر والبيع في نفس الوقت في السوق مرتفع السعر وبالتالي يحققون ربح عديم المخاطرة.

¹ بن اعمربن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص ص: 34-35.

² طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص: 08.

- توصلنا في هذا المبحث الثاني إلى معرفة:
- أسواق الأوراق المالية هي سوق منظمة تقام في مكان ثابت، يتولى إدارتها والإشراف عليها هيئة لها نظامها الخاص، تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد، يؤمها المتعاملون في الأسهم والسندات من الراغبين في الاستثمار.
 - تنقسم سوق الأوراق المالية إلى قسمين:
 - ◇ سوق الإصدار: يتم إصدار الأوراق المالية لأول مرة.
 - ◇ سوق التداول: يتم تداول الأوراق التي تم إصدارها في السوق الأولى (سوق الإصدار).
 - الأدوات المالية التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية، لم تعد تقتصر على الأدوات التقليدية بل تطور الأسواق لتشمل أدوات مستحدثة "المشتقات المالية"، وجاء تحديث وتطوير الأوراق المالية المتداولة استجابة للتغير في شروط بيئة النشاط الاقتصادي.
- فمنها ما يعرف بـ:
- ◇ عقود مستقبلية: هو التزام الشراء أو بيع الأصول المالية بتحديد السعر في تاريخ معروف مستقبلاً.
 - ◇ عقود الخيارات: وهو حق بيع أو شراء شيء معين خلال فترة زمنية محددة بالسعر المتفق عليه، ولا يعتبر التزاماً.
 - ◇ عقود المبادلات: وهو اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة زمنية مستقبلاً.
- لكن هذا لا يكفي لفهم الجيد لهذه الأسواق، حيث يتوجب علينا معرفة أهم المتدخلون وأهم آليات التعامل والقوانين التي تحكم سوق الأوراق المالية في المبحث الموالي.

المبحث الثالث: المتدخلون وآليات التعامل في سوق الأوراق المالية ومؤشراتها وحتى تتم عمليات التداول في سوق الأوراق المالية، فإن السوق تركز على مجموعة من المتدخلين الذين يسمح لهم في المشاركة لتحقيق هذا التمويل (المتعاملون، لجان، الوسطاء)، فمن خلال التسيير الجيد وتحسين المعاملات داخل سوق الأوراق المالية يرتقى السوق إلى ما يعرف بالسوق الكفاء لتعكس أسعار الأدوات توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وكذا المخاطر المتوقعة.

ويعتمد المستثمرين والوسطاء في تحقيق هذه المكاسب من خلال، تحليل المؤشرات الأوراق المالية التي يهتمون بها، والتوصل إلى التنبؤ بحالة السوق مستقبلاً، ثم ربطها بعملية التداول بيعاً أو شراءً للأوراق المالية.

المطلب الأول: الأطراف المتدخلة في سوق الأوراق المالية

إن الأطراف الأساسية المشاركة في سوق الأوراق المالية هي الوحدات التي تقوم بإصدار أوراق مالية وتطرحها للاكتتاب فيها، والوحدات التي تقوم باستثمار فوائدها المالية في هذه الأسواق، بالإضافة إلى توافر وسطاء ماليين ومجموعة من الهيئات والتنظيمات التي تتم بواسطتها عمليات هذه السوق، وهذا ما سوف نفضله في الآتي:

أولاً/ لجان- هيئات- تنظيم ومراقبة سوق الأوراق المالية:

نظراً للأهمية الاقتصادية لسوق الأوراق المالية وما تعكسه هذه الأخيرة على تطور الاقتصاد في أي دولة، أصبح من الضروري العمل على تنظيم العمليات التي تتم على مستوى هذه السوق وحمايتها، فضلاً على ضمان استمرارية وانضباط عملياتها، وهذا من خلال سن ووضع قوانين وتنظيمات وإجراءات تسهر على سلامة العمليات على مستوى سوق الأوراق المالية والأصول المالية المتداولة فيها، ووضع قوانين التفتيش والرقابة حيث تختص بتطبيق هذه الإجراءات والقوانين هيئات تنظيم ومراقبة سوق الأوراق المالية والتي تعمل على ضمان حسن سير نشاط سوق الأوراق المالية وتحدد شروط الانضمام إليها، وتختلف هذه الهيئات أو اللجان كل حسب الوظائف التي تقوم بها، ونذكر منها: لجنة البورصة، الجمعيات العامة، هيئة التحكيم وفض المنازعات¹.

¹ رجال إيمان، مرجع سبق ذكره، ص: 34.

وتختلف هذه الهيئات من دولة إلى أخرى، فنجد مثلاً¹:

1. في الولايات المتحدة الأمريكية: لجنة بورصة الأوراق المالية (S.E.C) The Securitiss (Exchange Commission):

ظهرت هذه اللجنة سنة 1933 بالولايات المتحدة الأمريكية وذلك على إثر الأزمة الكساد عام 1929، كان القصد من وراء إقامة هذه اللجنة في البداية هو التحقيق في معرفة أسباب ونتائج الأزمة والتي هبطت فيها قيمة الأسهم هبوطاً شديداً من 386 دولار إلى 40 دولار، ثم توسعت بعد ذلك لتشمل مراقبة عمليات البورصة بصفة صارمة وإعلام الجمهور بجميع المسائل المتعلقة بالسندات والأسهم المقبولة والتسعيرة، ومنع جميع المضاربات التي من شأنها التأثير على الأسعار.

2. في بريطانيا: مجلس الاستثمار والأوراق (The Securities and Investment Board):

حسب قانون 1986، فإن الحكومة البريطانية قد منحت هذه اللجنة مهمة تنظيم ومراقبة جميع الاستثمارات في البورصة بإنجلترا وبموجب هذا القانون، فإن غالبية صلاحيات وزير المالية في هذا الشأن قد حولت إلى هذه اللجنة.

3. في فرنسا: لجنة عمليات البورصة (C.O.B) (Commission des Opération de Bourse):

ظهرت هذه اللجنة فرنسا سنة 1967 وتقوم بالإشراف على شؤون البورصة متخذة بذلك كل القرارات والتعديلات اللازمة الخاصة بالأنشطة المعمول بها.

4. في الأردن: هيئة الأوراق المالية (J.S.C) (Jordan Securities Commission):

ثانياً/ المتعاملون في سوق الأوراق المالية²:

يعتبر النشاط الأساسي لسوق الأوراق المالية هو التعامل بالأوراق المالية بيعاً وشراءً، لذا فإن المتعاملين في هذا المجال هم إما وحدات عارضة للأوراق المالية والتي تتمثل أساساً في "الحكومة، مؤسسات الأعمال"، بينما الوحدات الطالبة تتمثل في الوحدات المقرضة "مؤسسات، العائلات" ومن بينهم:

1. الأفراد: وهم الأفراد الذين يستثمرون في سوق الأوراق المالية فوائضهم المالية في شكل مدخرات مالية.

2. المستثمرون التأسيسيون: تعتبر هذه الفئة من المتدخلين المهمين والرئيسيين في سوق الأوراق المالية في معظم الدول المتقدمة، وذلك لما تجلبه هذه المؤسسات من ادخارات نحو سوق الأوراق المالية، إذ تمثل أهم المزودين برؤوس الأموال على الأمد الطويل لامتيازها بنوع من الاستقرار والثبات في قدراتها الادخارية والاستثمارية. ومن أهم هذه المؤسسات نذكر:

¹ سناجقي عبد الله، سوق الأوراق المالية ودورها في تطوير الاستثمار: دراسة حالة «مجمع صيدال»، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية ومحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسينية بن بوعليل شلف- الجزائر، (غير منشورة)، 2009-2008، ص: 87.

² رجال إيمان. مرجع سبق ذكره، ص: 35-36.

أ- البنوك: تعد البنوك التجارية أهم متعامل في قلب السوق الدولية لرؤوس الأموال ليس فقط لأنها تتكفل بنظام المدفوعات ولكن لأنها تلعب غالباً دور الوسيط، وأهم نشاط للبنوك التجارية يتعلق بتحويل الأقساط وتتدخل في سوق الأوراق المالية كوسيط لضمان نجاح العمليات مقابل الحصول على عمولات.

ب- المؤسسات المالية غير المصرفية "شركات التأمين، صناديق التقاعد والصناديق المشتركة للاستثمار": إن هذه المؤسسات أصبحت خلال هذه السنوات من أهم المتعاملين في السوق الدولية لرؤوس الأموال مع أنها لا تمنح إلا القليل من القروض ولا تحصل إلا على القليل من الودائع لأجل، فنشاطها الأساسي يتمثل في شراء الأصول مستفيدة في ذلك من انفتاح الأسواق الوطنية.

3. المؤسسات الصناعية والتجارية: تعتبر هذه المؤسسات من المتدخلين الرئيسيين في سوق الأوراق المالية، ويكون تدخلها بغرض الحصول على رؤوس الأموال عند الحاجة أو لتحقيق عوائد اضافية.

4. الشركات الكبرى: وخاصة متعددة الجنسيات فهي تمول بانتظام استثماراتها لجلب رؤوس الأموال الأجنبية مما يساعدها لدخول مباشرة وبطريقة متزايدة في أسواق الأوراق المالية.

5. مستثمرون آخرون: بالإضافة إلى المتدخلين الذين سبق ذكرهم يمكن أن نضيف:

أ- الهيئات الحكومية: تعتبر من المتدخلين الرئيسيين في سوق الأوراق المالية، خاصة في أسواق السندات لأن السندات الحكومية أقل مخاطرة من السندات الأخرى حيث تصدر هذه السندات لتمويل العجز في الميزانية العمومية للدولة أو تمويل مشاريع عامة.

ب- مؤسسات وهيئات ذات أهداف غير ربحية: وهي المؤسسات التي تقدم خدمات ونشاطات ثقافية، رياضية واجتماعية، بهدف تحقيق المنفعة العامة، حيث تستطيع أن توظف ما لديها من فوائض مالية واستثمارها في سوق الأوراق المالية.

ثالثاً/ الوسطاء الماليون (Financial intermediaries): على الرغم من الدور الهام للأسواق المالية، ودورها في السماح بالتخصيص الفعالة لموارد أولئك الذين لديهم الأموال اللازمة للاستثمار وأولئك الذين يحتاجون إلى أموال قد لا تعمل دائماً كما هو موضح سابقاً.

ونتيجة لذلك فقد وجدت النظم المالية والحاجة إلى نوع خاص من الكيانات المالية يسمى الوساطة المالية عند وجود الظروف التي تجعل من الصعب على المقرضين أو المستثمرين من الصناديق للتعامل مباشرة مع المقرضين من الأموال في الأسواق المالية. ويشمل الوسطاء الماليون مؤسسات الإيداع وشركات التأمين وشركات الاستثمار الخاضعة للتنظيم، والبنوك الاستثمارية...¹ في حين يتمثل دور هؤلاء الوسطاء في خلق شروط أفضل للصفقة من تلك التي يمكن أن تتحقق من قبل المقرضين أو/والمستثمرين والمقرضين أثناء التعامل مباشرة مع

¹ Frank j. Fabozzi, Pamela Peterson Drake. FINANCE: Capital Markets, Financial Management, And Investment Management, John Wiley & Sons Inc, United States of America, 2009, P P: 114-115.

بعضهما البعض في السوق المالية. ويتم إنجاز ذلك من خلال الوسطاء الماليين في عملية من خطوتين¹:

- (1) الحصول على الأموال من المقرضين أو المستثمرين.
 - (2) إقراض أو استثمار الأموال التي تقرض لأولئك الذين يحتاجون إلى الأموال.
- الأموال التي تستحوذ على وسيط مالي تصبح، اعتماداً على مطالبة مالية، إما مسؤولية الوسيط المالي أو المشاركين الأسهم من الوسيط المالي. الأموال التي وسيط مالي يقرض أو يستثمر تصبح الأصول من الوسيط المالي.

الشكل (05-01):



Source: Valdonė Darškuvienė, **Financial Markets**, (Leonardo da Vinci programme project) Transfer of Innovation, Vytautas Magnus University, Education and Culture DG Lifelong Learning Programme, in Latvia, Lithuania and Bulgaria, 2010, p: 10.

المطلب الثاني: قواعد وآليات التعامل في سوق الأوراق المالية

تعتمد سوق الأوراق المالية بعدت قواعد وآليات للتعامل، وهذا ما يميزها عن باقي الأسواق لأنها تعرف بأسواق المنظمة تحكمها عدت ضوابط وقوانين تسهل من عملية التداول داخل هذه الأسواق والتي سيتم التعرض إليها في ما يلي:

أولاً/ عمليات سوق الأوراق المالية (Stock market operations):

أسهمت تكنولوجيا المعلومات والاتصال في تطوير وتكامل سوق الأوراق المالية فانعكس ذلك في تعدد وتنوع عملياتها وتحريرها من القيود مما أتاح فرصة لعموم المستثمرين المحليين والاجانب للتعامل بمختلف الأوراق المالية. بجانب زيادة تدفق الأموال بين وحدات العجز ووحدات الفائض فعلى إثر ذلك تطورت العديد من التعاملات في السوق، بحيث ساهمت في زيادة سيولة الموجودات المالية، وبهذا الصدد هناك العمليات الآنية (نقداً)، والأجلة (المستقبلية)².

¹ Valdonė Darškuvienė , Op Cit , p: 07.

² بوبريمة إحسان، دور الاستثمار المحفظي للأجانب في تنشيط الأسواق المالية العربية دراسة حالة «الاستثمارات المحفظية في الأردن من 1996 إلى 2005»، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود مالية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945 - قالمة الجزائر 3-الجزائر، (غير منشورة)، 2006-2007، ص: 70.

1. العمليات الآنية (Spot Opérations):

تسمى أيضا بالأسواق العاجلة أو بالأسواق الناجزة والتي تنصب عملياتها على التعامل نقداً والتسليم الفوري للأوراق المالية* موضوع التعامل، على الأقل قبل افتتاح الجلسة التالية للتداول، يتحمل الوسيط هنا مسؤولية التنفيذ السريع والدقيق للصفقة وبما ينسجم وطبيعة السوق المالية، العمر الزمني لهذه العمليات بالأيام والأسابيع والشهر كحد أدنى ويجوز تمديده للأشهر اللاحقة بموافقة أطراف الصفقة والسوق، في كل الأحوال شروط هذه العمليات تخضع لطبيعة السوق في البلد المعني من حيث تكامله ودرجة نضوجه.

ويمكن إرجاع سبب إختيار الزبون لإبرام صفقاتهم في السوق العاجلة لأحد سببين إما قصد الاحتفاظ جملة الأوراق المالية حيث تعتبر بمثابة توظيف لرؤوس أموالهم. وإما بغية المضاربة على ارتفاع الأسعار حيث يعمد إلى بيعها عند تحسن السوق من أجل الحصول على الأرباح الرأسمالية¹.

ويمكن الإشارة هنا إلى أنه على أوامر السوق المتعلقة بالعمليات العاجلة أن تتضمن جملة من العناصر التي من شأنها أن تبين بكل وضوح خصائص الصفقة محل التعامل:²

- بيان نوع المعاملة وصفة الأصول المالية المرغوب فيها.
- كمية القيم المتداولة المعروضة أو المطلوبة.
- تحديد السعر الذي يرغب المتعامل في السوق أن تتم العملية بمقتضاه.

2. العمليات الآجلة (Forward Opérations):

ويطلق عليها أيضا بالأسواق المستقبلية أو العقود المستقبلية مضمون هذه العمليات، يعطي الحق لحاملها شراء أو بيع كمية من الأوراق المالية بسعر محدد مسبقاً، على أن يتم التسليم المادي لموضوع الصفقة والدفع مستقبلاً.

والتصفية النهائية للصفقات بين المتعاملين بيعاً وشراءً تأخذ أحد الشكلين المواليين:³

- دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية بصورة فعلية خلال الأيام اللاحقة لتاريخ التصفية.
 - تسوية الفرق بين سعري الأصول موضوع الصفقة (السعر عند عقد الصفقة وعند التصفية).
- وقد نشأت هذه الأسواق أو العمليات بهدف تجنب مخاطر تغيير سعر الورقة المالية ولضمان حقوق الأطراف المتعاملة إذ تشتت أنظمة سوق الأوراق المالية على أطراف

* تحدد أسعارها من خلال آليات السوق وهما العرض والطلب عند أعلى سعري عرضه المشترون وأدنى سعريقبله أو يطلبه البائعون (سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص: 316)

¹ بلال شيخي، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في المغرب العربي، ورقة مقدمة مجلة الدراسات الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، العدد: 12، جامعة بومرداس- الجزائر، 2009، ص: 115-116.

² بلال شيخي، تقييم الأصول المالية في السوق الثانوية: دراسة حالة « الجزائر »، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، تخصص: تسيير المنظمات، كلية الحقوق والعلوم التجارية، جامعة أمحمد بوقرة بومرداس- الجزائر، (غير منشورة)، 2005-2006، ص: 79.

³ بلال شيخي، تطور أداء أسواق الأوراق المالية المغربية الواقع والأفاق، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: النقود والمالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3- الجزائر، (غير منشورة)، 2010-2011، ص: 62.

العمليات المالية تقديم تأمين مالي مقابل الصفقة يسمى بالتغطية ولحين حلول موعد التنفيذ تختلف نسبة التغطية حسب نوع العملية وشروط سوق الأوراق المالية.

تصنف العمليات الآجلة من أعمال المضاربة فالبايع يكون مضارباً بالهبوط والمشتري مضارباً بالصعود. وعليه فإن أهم وظائف العمليات الآجلة تتمثل فيما يلي:

- تسهيل أعمال المضاربة على أمل تحقيق عائد في الآجال المحددة بالنظر إلى تغير السعر بالصعود أو الهبوط.
- إمكانية قيام المستثمرين بالعملية على المكشوف عندما يقدر أن السعر يظهر ملائماً في العاجل دون الآجل.

ثانياً/ أوامر سوق الأوراق المالية (Stock Market Order):

يتم التعامل في الأسواق المالية والنقدية بأشكال عديدة منها التعامل المباشر بين البائع والمشتري للأوراق المالية أو بصورة غير مباشرة في الغالب من خلال وسيط (سمسار) عن طريق إصدار أوامر من قبل الأشخاص أو المؤسسات الراغبة في الشراء أو البيع¹.

تعد الأوامر الأساس الذي يحكم آليات التعامل في سوق الأوراق المالية، ومن ثم فإن دقة صياغتها وضرورتها فهمها يمثلان مطلبان أساسيان لتسيير الاتصال بين الأطراف المعنية وتمهيد السبيل لإبرام صفقات ناجحة². ولا تتم هذه المعاملات مجاناً بل هناك تكاليف لتنفيذها ولتوضيح ذلك، يجب التطرق إلى:

1- أوامر السوق،

2- تكاليف تنفيذ أوامر السوق:

1. أوامر السوق:

أ- تعريف أوامر السوق:

الأوامر لغة: جمع أمر، ومعناه الطلب، ويأتي بمعنى الحال، وجمعه: أمور. ويراد بالأمر في اصطلاح المتعاملين في الأسواق المالية: الطلب الصادر من شخص أو جهة ما إلى الوسيط؛ ببيع أو شراء أوراق مالية معينة³. ويقصد كذلك بأمر السوق التوكيل الذي يعطى لأحد الوسطاء لبيع أو شراء أوراق مالية معينة⁴. هذا التوكيل يحرر عادة بشكل مكتوب أو شفاهه بأي وسيلة من وسائل الاتصال المتاحة (هاتف، فاكس، أنترنت).

¹ بن اعمر بن حاسين. مرجع سبق ذكره، ص: 42.

² رفيق مزاهدية. كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تحقيق الاستثمارات: دراسة حالة «سوق الأسهم السعودية»، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، تخصص: اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باتنة- الجزائر، (غير منشورة).

2006-2007، ص: 37.

³ مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سبق ذكره، ص: 59.

⁴ صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سبق ذكره، ص: 17.

يلزم بمحرر الأمر (الموكل) أن يتمتع بالأهلية، هذا الشرط يتعين أن يكون الوسيط على دراية به قبل عقد الصفقة، وفي الغالب يقوم الوسطاء بتصنيف زبائنهم إلى قسمين:¹

- زبون مباشر يتحقق من أهليته.
- المصارف والوسطاء الذين يتولون إدارة المحافظ للغير.

إن كفاءة تنفيذ الصفقة يتحدد بمدى وضوح الأمر الصادر من الزبون لذا عند تحرير الأمر يجب أن يتضمن الشروط الآتية:²

- نوع العملية أو الصفقة؛ هل هي بيع أم شراء؛
- عدد الأوراق المالية محل الصفقة؛
- طبيعة الورقة المالية؛ هل هي سهم أم سند أو أي نوع آخر من المنتجات المالية؛
- نوع السوق؛ فورية أم آجلة؛
- مدة صلاحية الأمر؛ يوم، أسبوع، شهر أم مفتوح؛
- نوع الأمر؛ هل هو محدد السعر أم غير ذلك.

ب- أنواع الأوامر السوق: يمكن تصنيف الأوامر في سوق الأوراق المالية إلى الأنواع التالية:

- الأمر بالسعر الأحسن (الأفضل):³

وهو أمر شراء أو بيع لورقة أو جملة من الأوراق المالية بسعر السوق على أن يكون تنفيذه غير محدد للزمن ويترك أمر تقدير السعر المناسب لإجراء الصفقة إلى الوسيط الذي عليه اختيار أفضل سعر وفي أنسب الأوقات، أي لا يقيد الأمر هنا بأي بيان للسعر، وينفذ من باب الأولوية بحسب الأوامر الموجودة والإمكانات المتاحة في السوق.⁴

فقد يتنبأ الوسيط بأن أفضل تنفيذ الأمر في هذه الحالة وقت استلامه مباشرة، فمثلا إذا وصله الأمر قبل جلسة افتتاح البورصة قام بتنفيذه بسعر الافتتاح، أما إذا استلمه خلال انعقاد أو سريان الجلسة فإنه يتولى مهمة تنفيذه وفق السعر الأفضل، ونشير أن الوسيط يقوم بتنفيذ أمر الشراء أو البيع دفعة واحدة لكن قد يكون هذا الوسيط مضطرا لأن ينفذ العملية نسبيا أو تدريجيا بسبب التغيير في الأسعار.

وفي حالة عدم رضا العميل بنتائج تنفيذ الصفقة من طرف الوسيط مما قد يحدث نزاع بينهما فإن هذا الأخير (الوسيط) يمتلك مجال كبير للمناورة مقارنة بمعطيات العميل، بالإضافة على ذلك فإن طبيعة العقد تحمي الوسيط إلا في حالة تثبيت التقصير واستعمال الغش أو التحايل.

¹ بوبريمة إحسان، مرجع سبق ذكره، ص: 26.

² رفيق مزاهدية، مرجع سبق ذكره، ص: 37.

³ بلال شيخي، تقييم الأصول المالية في السوق الثانوية: دراسة حالة «الجزائر»، مرجع سبق ذكره، ص: 84-85.

⁴ لجنة تنظيم عمليات البورصة، استعلام عن: «الأوامر للبورصة»، ميدان شكيكن-وادي حيدرة-الجزائر، 2004، ص: 02.

- الأمر لأول سعر:¹

وهو أمر بالسعر الأفضل إذا ما وصل قبل جلسة افتتاح البورصة بمعنى أنه الأمر بالبيع أو الشراء يتم تنفيذه عند أول سعر محدد ومن غير ذلك فإنه لا يمكن تنفيذه إلا عند افتتاح الجلسة المقبلة.

ويختار العملاء هذا النوع من الأوامر نظراً لإمكانية تقدير السعر مقارنة بالأسعار المسجلة سابقاً.

- الأمر بالسعر المحدد:

وهو الأمر الذي يحدد بموجبه المستثمر السعر الأقصى الذي هو مستعد لدفعه لشراء الورقة المالية أو السعر الأدنى الذي هو مستعد أن يبيع به الورقة المالية²، أي أن السعر الذي يحدده العميل هو فيصل في تنفيذ الصفقة من عدمه حيث يضع العميل سعراً معيناً لتنفيذ الصفقة³، حيث لا يمكن تنفيذ أمر الشراء بسعر أكبر من الذي تم تحديده كما أنه لا يمكن تنفيذ أمر البيع بالسعر أقل من الذي تم تحديده من طرف العميل، وتجدر الإشارة إلى أن الأوامر التي تنفذ في السوق الموازية تكون غالباً بالسعر المحدد⁴.

وتصنف الأوامر بالسعر المحدد إلى أوامر يومية وأوامر مفتوحة، حيث الأوامر اليومية تعتبر مناسبة للمستثمر باعتبار أنه يتم التعامل بموجها حتى نهاية يوم عمل السوق. أما الأوامر المفتوحة، حيث يظل هذا الأمر ساري التنفيذ حتى يتم إلغاؤه وغالباً ما يشار إليه "ساري حتى الإلغاء"⁵. وقد يحدد لمثل هذا النوع من الأوامر فترة زمنية وفقاً لذلك يتم شراء الأوراق المالية بالسعر المحدد إلى أن يتم تنفيذ الأمر أو يلغى المستثمر الأمر.

- الأمر بالسعر المحدد المتبوع بإشارة قف:⁶

وهو أمر يستخدم بغية الحد أو التقليل من خسائر المتعاملين في سوق الأوراق المالية (الأداة المستخدمة هنا هي عقود الخيار)، كما أنه يستعمل من قبل المتعاملين الذين وضعوا تقديرات على تغيرات الأسعار زيادة أو نقصاناً لإعادة بيع أو شراء الأوراق، وهنا نميز بين أمرين هما:

○ الأمر بالبيع المتبوع بإشارة قف: ويعتبر أمراً بالبيع بالسعر الأفضل عندما يكون السعر في سوق الأوراق المالية أقل من أو يساوي السعر المحدد من طرف البائع.

¹ بلال شيخي، تقييم الأصول المالية في السوق الثانوية: دراسة حالة «الجزائر»، مرجع سبق ذكره، ص: 84-85.

² لجنة تنظيم عمليات البورصة. مرجع سبق ذكره، ص: 02.

³ عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 88.

⁴ بلال شيخي، تطور أداء أسواق الأوراق المالية المغربية الواقع والأفاق، مرجع سبق ذكره، ص: 66.

⁵ صلاح السيد جودة، مرجع سبق ذكره، ص: 47.

⁶ بلال شيخي، تطور أداء أسواق الأوراق المالية المغربية الواقع والأفاق، مرجع سبق ذكره، ص: 66.

○ الأمر بالشراء المتبوع بإشارة قف: يعتبر أمر بالشراء بالسعر الأفضل عندما يكون السعر في سوق الأوراق المالية أكبر من أو يساوي السعر المحدد من طرف المشتري.
أ- الأمر بسعر السوق:¹

هذا الأمر لا يحمل أي تحليل أو إشارة على السعر، كما أنه يتطلب تنفيذه مهما كان سعر الورقة في السوق ويعتبر هذا الأمر أكثر شيوعاً، حيث يقوم الوسيط بتنفيذ الأمر حيث صدوره بيعاً أو شراءً حسب السعر السائد في سوق الأوراق المالية، وفي حالة قلة الطلب أو العرض على الأوراق موضوع الصفقة فإنه بإمكان الوسيط تنفيذ الأمر تدريجياً. وتتميز طريقة الأمر بالسعر الأفضل (النوع الأول) والأمر لأول سعر (النوع الثاني) والأمر بسعر السوق (النوع الخامس) بسرعة وضمن العمليات، في حين أن من أهم عيوب هذه الأوامر هو أن المتعامل لا يمكنه معرفة سعر التنفيذ إلا بعد إخطاره أو إشعاره بذلك بعد عقد الصفقة.

وبالتالي فإن الإشكال يتمثل في أن المتعامل قد تحصل له خسائر معتبرة إذا كانت سوق الأوراق المالية غير كفأه أو أن القيم المتداولة محل التداول عديمة السيولة (ليس عليها طلب) وأسعارها كثيرة التقلب وبفوارق كبيرة.
ب- الأمر المتدرج:²

يحدد هنا العميل مجموعة مستويات أو مراحل لتنفيذ عملياته، حيث يبيع أو يشتري عدد معين من الأوراق المالية بأسعار متفاوتة، وهي عملية تحتاج إليها إدارة المحافظ المالية حتى لا تصاب بالجمود وتفقد هدفها الإستثماري. حيث يمكن أن تحدد عدد من الأوراق بسعر معين، وعدد آخر بسعر آخر.

ت- الأمر المعالج (المطلق أو الحر):³

هو أمر صادر عن متعامل يرغب في عقد صفقة لكن على كمية كبيرة من القيم المتداولة والذي يرجع فيه حق إجراء الأمر في أحسن الظروف إلى إرادة الوسيط الذي يكون محل ثقة كبيرة للعميل (عادة ما تكون الوساطة في شكل مؤسسات " السمسرة والوساطة").

ث- الأوامر الخاصة:⁴ وهي أوامر إما أن تكون مرتبطة أو مرجحة ، فالأولى تكون بطلب العميل من وسيطه شراء أوراق أو مجموعة من القيم المتداولة وبيع قيم أخرى على أن تتم العمليتين المرتبطين بنفس البورصة، ونشير إلى أنه أحياناً ينبغي على العميل تحديد فارق

¹ بلال شيخي، تقييم الأصول المالية في السوق الثانوية: دراسة حالة « الجزائر»، مرجع سبق ذكره، ص: 86.

² مخلوف حسام علي، فعالية عملية الخصخصة عن طريق الأسواق المالية، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، تخصص: نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بن يوسف بن خدة- الجزائر، (غير منشورة)، 2007-2008، ص: 92.

³ بلال شيخي، تقييم الأصول المالية في السوق الثانوية: دراسة حالة « الجزائر»، المرجع سابق، ص: 87.

⁴ بلال شيخي، تطور أداء أسواق الأوراق المالية المغربية الواقع والأفاق، مرجع سبق ذكره، ص: 66.

للأسعار في حالة تنفيذ الشراء أو البيع. في حين أن الأوامر المرجحة تقتضي تنفيذ عمليتين مرتبطتين إحداهما بالأخرى.

وأخيراً فإن الأوامر السابقة ليست هي الأوامر الموجودة في التداول بل هناك منها ما يمكن أن يظهر من يوم إلى آخر، كما ينبغي الإشارة إلى أنه قد يمكن إرفاق عدد من الأوامر السابقة الذكر ببعض الشروط الدقيقة من بينها:

- شرط الكل أو اللاشيء (All Thing or Non): وبمقتضى هذا الشرط فإن العميل يطلب من الوسيط تنفيذ هذا الأمر كلياً أو لا ينفذ¹، فإنه يعتمد عدم إبرام أي صفقة، بمعنى أن العميل يشترط في تنفيذ الأمر التنفيذ الكلي له.

- شرط تعيين المبلغ: وذلك بتحديد مبلغ مالي مسبقاً على قيمة متداولة بمعنى أنه بمقتضى هذا الشرط يقوم المتعامل بتحديد مبلغ معين من المال بغية شراء أوراق مالية معينة دون تحديد كميتها وعليه فإنه يتعين على الوسيط تنفيذ الأمر بشراء الأوراق المطلوبة على النحو الذي لا تتجاوز فيه الصفقة المبرمة المبلغ المحدد سلفاً من طرف العميل.

- شرط العاجل أو الأجل: حيث يطلب المتعامل من الوسيط تنفيذ أمره بصفة عاجلة أو آجلة حسب السعر السائد في البورصة وبمقتضى هذا الشرط يمكن للعميل أن تكون له فرصة أحسن ليستفيد من أفضل الأسعار المعروضة حسب أهميتها.

- شرط تحديد كمية الأوراق المطلوبة: فقد يشترط العميل كمية معينة من القيم المتداولة في جلسة معينة ونفس الشرط بالنسبة لبقية الجلسات وبالتالي إمكانية إجراء عدة أوامر في جلسات متعددة.

2. تكليف تنفيذ أوامر السوق:²

هناك نوعين من التكاليف هناك ما هو مباشر وآخر غير مباشر:

أ- التكاليف المباشرة: لا يتم التعامل في الأوراق المالية بيعاً وشراءً مجاناً ولكنه يحمل معه بعض أنواع التكاليف التي تدعى "تكلفة المعاملات" التي تعتبر من أهم عناصر التكاليف المباشرة، وتمثل نسبة معينة من قيمة الأصل المالي، ومن أهم عناصرها "عمولة السمسرة"، حيث إن المستثمر عليه دفع مقابل ما يقوم به السمسار من خدمات لتنفيذ أوامر التعامل سواء بالبيع أو الشراء، إضافة إلى الربح الذي يحققه صانع السوق للورقة المعنية، والذي يتمثل في الفرق بين السعر الذي يشتري به الأصل والسعر الذي يبيعه به ويطلق عليه الهامش أو المدى كما تتضمن تكلفة المعاملات أيضاً الخصم على السعر الذي يمنحه المشتري للبائع، والضريبة والرسوم المستحقة للجنة الأوراق والسوق الثانوية عن كل صفقة يتم إبرامها.

¹ مخلوف حسام علي، مرجع سبق ذكره، ص: 92.

² بلال شيخي، تطور أداء أسواق الأوراق المالية المغربية الواقع والأفاق، مرجع سبق ذكره، ص: 68.

ولا تمثل تكاليف المعاملات سوى جزء من تكاليف المباشرة لتنفيذ الأوامر. فإلى جانب تلك التكاليف، هناك الزيادة السعرية في قيمة الورقة داخل الطلبات الصغيرة وهناك كذلك الفوائد على الأموال التي تقتض بغرض تمويل صفقة الشراء، وأيضاً الفوائد التي يدفعها المستثمر على عمليات الشراء الهامشي، بالإضافة إلى الضريبة المدفوعة عن الأرباح التي يحققها المستثمر.

ب- التكاليف غير المباشرة: إلى جانب التكاليف المباشرة، هناك أيضاً التكاليف غير المباشرة، والتي تتمثل في عائد الفرصة البديلة أو الضائعة، أي العائد الذي كان يمكن أن تتحقق لو تم توجيه الأموال المتاحة إلى مجالات استثمار أخرى إضافة إلى تكلفة الوقت والجهد المبذول في تقييم الأوراق المالية المحتمل الاستثمار فيها¹، بل وتكلفة القلق الذي ينطوي عليه الاستثمار في هذا المجال. هذا وينبغي أن ينتبه العميل إلى أنه إذا كان هامش مجمل الربح المتوقع من صفقة ما صغيراً نسبياً، فإن هناك احتمالاً أن تفوق التكاليف (المباشرة وغير المباشرة) قيمة الهامش، وفي مثل هذه الحالة ينبغي أن يبتعد المستثمر عن إبرام الصفقة كلية.

ثالثاً/ أنظمة التسعير في سوق الأوراق المالية:

إن الأسلوب الذي تتبعه إدارة سوق الأوراق المالية في تحديد أسعار الأوراق المالية المدرجة في جدول التسعير بها، له تأثير على ميكانيكية عمل قوى السوق (العرض والطلب). فإن سعر الورقة عندما يتحدد في سوق الأوراق المالية، قد يصل إلى أضعاف قيمتها الاسمية، وربما يصل إلى جزء بسيط منها فقط: نظراً لتأثير عوامل عدة في تحديد سعر الورقة المالية. من هذه العوامل: قوى العرض والطلب، والمركز المالي للجهة المصدرة للورقة، والحالة الإقتصادية للقطاع الذي تعمل فيها الجهة المصدرة للورقة وللبلاد بصورة عامة، العائد المتوقع من فرص الاستثمار وسعر الفائدة لتلك الجهة المصدرة.

ويعتبر التسعير ذات أهمية كبيرة حيث يبحث كل المتدخلين في سوق الأوراق المالية

لحسن معرفتها وفيما يلي سيتم التطرق للنقاط الموالية:

◆ تعريف التسعيرة (سعر) في سوق الأوراق المالية.

◆ طرق تحديد السعر.

¹ رفيف مزاهدية، مرجع سبق ذكره، ص: 43.

2. تعريف التسعيرة (سعر) في سوق الأوراق المالية:

أ- ولغة: التسعير يعني تقدير السعر. والسعر: الذي يقوم عليه الثمن، وجمعه أسعار¹.
يقال: أسعر أهل السوق وسعروا تسعيراً، إذا اتفقوا على سعر². وفي المصباح المنير:
(سعرت الشيء تسعيراً: جعلت له سعراً معلوماً ينتهي إليه).

ب- اصطلاحاً: المراد بالتسعير في اصطلاح المتعاملين في الأسواق الأوراق المالية: تحديد السعر الذي تلتقي عنده عروض البيع وطلبات الشراء، بحيث يتم عنده تداول أكبر عدد ممكن من الأوراق المالية، وذلك عند بدء التعامل على ورقة مالية معينة، ليتم تدوينه على لوحة الأسعار.

ويسمى هذا السعر بـ (سعر سوق الأوراق المالية)، وقد عرف بأنه: "القيمة التي تبلغها الورقة مالية ما، أثناء إحدى جلسات سوق الأوراق المالية، والذي يسجل بعد انتهائها في لوحة التسعيرة"³

3. طرق التسعيرة في سوق الأوراق المالية: يتم التوصل لسعر بيع أي ورقة مالية من الأوراق التي يجري تداولها، وذلك عند بدء التعامل اليومي، بعدد من الطرق التي تتفق في جوهرها، وإن كانت تختلف في أسلوبها، ومنها:

أ- التسعير الدوري: ويضم⁴:

○ تسعير المناذاة: تتم هذه العملية بتلاقي المتعاملين وجهاً لوجه في قاعة تداول سوق الأوراق المالية وعقد الصفقات بمناذاة بعضهم البعض، فينادي الباعة أن لديهم الأوراق المالية التي بحوزتهم مستعملين بعض الألفاظ المتفق عليها، للتعبير عن استعداده لبيع نوع معين من الأوراق، وذلك بصوت عال، بنفس الطريقة ينادي المشترون ويعبرون عن استعدادهم للشراء، وبذلك يخلق عرض وطلب على كل ورقة مالية متداولة ويتحدد سعر توازنها الذي تباع به.

عادة ما يتفاوض بهذه الطريقة على الأسهم والسندات النشطة، أي الأكثر تداولاً في

سوق الأوراق المالية من أهم مزاياها الشفافية في التعامل، إذ يتمكن من خلالها كافة المتعاملين الحاضرين من مراقبة الصفقات بصورة مباشرة.

ت- تسعيرة الصندوق: هي شبيهة إلى حد ما بالطريقة السابقة، غير أنه يلجأ إليها في الحالات الاستثنائية فقط كالعروض العامة للشراء أو البيع أو التبادل التي سبق التعرض لها، "أو

¹ للاطلاع أكثر أنظر: مجمع اللغة العربية المصري، المعجم الوسيط، مرجع سبق ذكره، ص: 430 // لابن المنظور، لسان العرب، مرجع سبق ذكره، ص: 3/2015.

² لابن المنظور، لسان العرب، المرجع السابق، مج 6/ ص: 2015.

³ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص: 565-566.

⁴ صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية « مع إمكانية تطبيقها على الجزائر»، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: النقود والمالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر-3 (غير منشورة)، 2011-2012، ص: 107-108.

عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء في أسواق كثيرة ومتعددة¹، أو عندما يتعلق الأمر بتسعير ورقة تتميز ببعض المشاكل التي تتطلب اتخاذ قرارات قد تخرج عن التعامل العادي. كتطبيق انحراف في السعر يختلف عن الانحراف العادي مثلاً. هذه القرارات لا يمكن اتخاذها إلا من قبل سلطات سوق الأوراق المالية كشركة أسواق الأوراق المالية الفرنسية مثلاً (SBF) في حالة الصفقات التي تعقد هناك.

يكمن جوهر هذه الطريقة في تركيز كافة أوامر الشراء والبيع للورقة المالية المعنية في صندوق واحد موجود لدى سلطات سوق الأوراق المالية (SBF)، وليس في درج تابع للوسيط المالي المتخصص "كما هو الحال في التقنية السابقة" بعد ذلك تفحص وتحصى تلك الأوامر ويحدد على أساسها سعر التوازن.

ث- تسعيرة الدرج: تختلف هذه الطريقة عن سابقتها في كونها تتم بطريقة كتابية وليست شفوية، إذا تسجل كافة الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة على بطاقة وتوضع في درج، حيث يخصص درج لكل ورقة في سوق الأوراق المالية وترتكز كل المعاملات من عروض ومطالب هناك، ويوضع الدرج تحت تصرف وسيط مالي، يعتبر بمثابة المتخصص في التعامل بتلك الورقة. بذلك يصبح كل وسيط (أو شركة سوق أوراق مالية) متخصصاً في التعامل بعدد معين من الأوراق المالية (Spécialiste)، حيث يقوم بمتابعة الصفقات المتعلقة بها وتحديد أسعارها. في بداية كل حصة يقوم الموظف التابع لذلك الوسيط بجمع كافة الأوامر المتعلقة بالورقة المعنية الموجودة في الدرج الخاص بها ويضيف لها الأوامر الباقية من الحصة السابقة التي مازالت صالحة، ويحدد سعر التعامل وفقاً لذلك.

ج- تسعيرة المعارضة (المقابلة): يضيف البعض هذا النوع من الطرق، التي تقع بين الطريقة الشفوية والكتابية التين سبق شرحهما، فأخذت إيجابياتهما، حيث تسجل الأوامر على سجلات بالإضافة إلى لقاء المتعاملين وإتباع الطريقة الشفوية في عقد الصفقات. تسمح هذه الطريقة بإجراء عمليات موازنة (Arbitrage).

وتجدر الإشارة أن طرق التعامل والتسعير قد تطورت بفضل التقدم التكنولوجي، إذ جهزت معظم أسواق الأوراق المالية في الدول المتقدمة بوسائل الإعلام الآلي، "حيث أصبح حلياً استخدام الحاس الآلي ضروري مع حلول التداول واسطة أنظمة التداول الإلكترونية، محل التداول اليدوي"². كما أصبحت الكثير من الصفقات تعقد بواسطة أطراف الحاسوب دون اللجوء إلى الحضور الشخصي للمستثمر أو حتى وكيله. كما أصبح الحاسوب يعالج الأوامر ويعطي سعر التوازن ويغيره كلما تغيرت ظروف السوق،

¹ شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص: 76.

² مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص: 570.

مما وفر نوعاً من الاستمرارية في التعامل مع وصول أوامر العرض والطلب إلى سوق الأوراق المالية.

بالإضافة إلى تدخل الوسطاء الذين يحق لهم أن يكونوا طرفاً في الصفقات كلما قل العرض أو الطلب وذلك بتوفيرهم للأوراق التي قل عرضها أو شرائهم للأوراق التي قل الطلب عليها، الشيء الذي يوفر السيولة لكافة الأدوات المالية المتداولة وتنشيط سوق الأوراق المالية.

ب- التسعير المستمر¹

- تعريف: التسعيرة المستمرة تقنية تسمح بسرعة تنفيذ الأوامر ومتابعة تطورات السوق وبها يمكن تجنب فترة الإنتظار لتسعيرة الأوامر الجديدة، وبدقة هذه الطريقة، فإنها تعالج عن طريق الإعلام الآلي الذي يسمح بتنفيذ أكبر عدد من الأوامر وفي أي لحظة.

- مراحل التسعيرة المستمرة: يمر نظام التسعيرة بمرحلتين هما:

1. مرحلة ما قبل افتتاح الجلسة: يتم تجميع الأوامر المحصل عليها قبل افتتاح الجلسة، وتشتمل عادة على ما يلي:

○ أوامر بالسعر المحدد والتي تشارك في تحديد سعر الافتتاح.

○ أوامر بالسعر الأحسن والتي تخضع مباشرة للسعر الأحسن النظري للافتتاح.

2. مرحلة ما بعد الافتتاح: يعتبر الافتتاح الذي يحقق سعر التوازن عند تلاقي العرض والطلب وهو الذي تتم على أساسه الصفقة، إذ أن أوامر الشراء بالسعر المحدد المنفذة هي التي يكون سعرها المحدد أعلى أو يساوي سعر التوازن.

أما بالنسبة لأوامر البيع بالسعر المحدد والمنفذة يكون سعرها أدنى أو يساوي سعر التوازن، ويتم ذلك بتوجيهها إلى نظام الإعلام الآلي للتسعيرة وتنفيذها حسب قاعدة الداخل أولاً الخارج أولاً (First In First Out (FIFO)) بمعنى أنه إذا دخلت عدة أوامر بنفس السعر المحدد، فإن تنفيذها يتم حسب الأولوية.

ت- التسعيرة الرسمية²: هي الوثيقة التي تنشرها لجنة التسعيرة في سوق الأوراق المالية في كل جلسة من جلسات التداول بغرض الإعلان عن السعر الذي يتم على أساسه التداول الفعلي للقيم المنقولة المقيدة بالتسعيرة. وصفة عامة تتعلق التسعيرة البيانات التالية:

- عدد السندات وقيمة القرض المقيدة في التسعيرة؛

- اسم القيمة المتداولة وموعد السحب في حالة وجوده؛

- أسعار القيم المتداولة في جلسة اليوم والسعر السابق لها؛

- القيم المتداولة ذات العائد الثابت مع ذكر معدل الفائدة ومقدار الضريبة وموعد استحقاق الفوائد.

¹ سناجقي عبد الله، مرجع سبق ذكره، ص: 97-98.

² بن عزوز عبد الرحمن، مرجع سبق ذكره، ص: 121.

المطلب الثالث: مفهوم مؤشرات سوق الأوراق المالية وكيفية بناءها

أولاً/ تعريف مؤشرات سوق الأوراق المالية (Definition of Stock Market Indices):

لقد تعددت التعاريف المقدمة لمؤشرات أسواق الأوراق المالية، يمكن ذكر أبرزها كالتالي:

1. يمثل مؤشر السوق قيمة رقمية مطلقة بصورة متوسطة أو أرقام قياسية تصلح لعمليات المقارنة والملاحظة والتتبع والقياس، للتغيرات الزمنية (سلاسل زمنية) أو التغيرات المقطعية بين المنشآت والصناعات والأسواق والأقاليم ودول العالم في مستوى زمني معين والحاصلة في سوق رأس المال، وبشكل رئيس سوق الأسهم، سواء كانت السوق منظمة أو غير منظمة¹.

2. يعرف مؤشر السوق على أنه "قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو للأسفل حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها".

ويمثل مؤشر السوق مقياساً شاملاً لاتجاه السوق يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم لذلك يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق الأوراق المالية، أو مجموعة معينة من الأسهم².

وقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق بالاستناد على عينية من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنتظمة وغير المنتظمة أو كلاهما وغالباً ما يتم اختيار العينية بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة سوق رأس المال المستهدف قياسه³.

يلاحظ من خلال التعريف أنه يعتمد على جملة من المعطيات نذكر منها:

- قيمة الأسهم الشركات؛

- أسهم الشركات المنتظمة وغير المنتظمة؛

كما يلاحظ أن القيمة تتحدد عن طريق حاصل ضرب الكمية المباعة من

الأوراق المالية في سعرها. ومن هذا المفهوم نستنتج أنه هناك نوعين من المؤشرات:⁴

¹ المهدي ناصر، مرجع سبق ذكره، ص: 16.

² عادل طلبة، دور الإفصاح بالقوائم المالية في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة حالة: سوق الأسهم السعودية، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص نقود مالية وبنوك، جامعة سعد دحلب بالبيدة-الجزائر، (غير منشورة)، 2010، ص: 103.

³ حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، ورقة بحثية مقدمة إلى مجلة جسر التنمية، سلسلة دورية حول التنمية في الاقطار عربية، العدد: 27، مارس السنة الثالثة، معهد العربي للتخطيط بالكويت-الكويت، 2004م، ص: 07.

⁴ حسين قبيلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية دراسة حالة مؤشر دمشق للأوراق المالية، ورقة بحثية مجلة العلوم الاقتصادي وعلوم التسيير، العدد: (11)، جامعة سطيف-01-الجزائر، 2011، ص: 94.

- مؤشرات عامة: تهتم بحالة السوق ككل أي تقيس اتجاه السوق بمختلف القطاعات الاقتصادية، ولذلك تحاول أن تعكس الحالة الاقتصادية لدولة معينة، خاصة إذا كانت العينة المستخدمة في تكوين المؤشر تمثل جميع الأسهم المتداولة، وأن جميع القطاعات ممثلة تمثيلاً يعكس مساهمتها في الناتج الداخلي الإجمالي، وفي هذه الحالة يمكن القول أنّ سوق الأوراق المالية هي المرآة التي تعكس المكانة الاقتصادية للدولة محل الدراسة.
- مؤشرات قطاعية: وتقتصر على قياس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين كقطاع الصناعة أو قطاع النقل أو قطاع الخدمات أو غيرها من القطاعات، ومن الأمثلة على هذه المؤشرات مؤشر داو جونز للصناعة ومؤشر ستاندرد اندبور للخدمات العامة.

ثانياً/ أساليب بناء مؤشرات سوق الأوراق المالية:

يجب أن يحقق تكوين المؤشر الأهداف التالية:¹

- أن يكون للمؤشر مغزى اقتصادي؛
- أن يراعي القواعد الإحصائية؛
- أن يكون قابلاً للتسعير.

وتؤخذ مجموعة من الأمور في عين الاعتبار في عملية تكوين وبناء المؤشرات وهي:²

1. ملائمة العينة:

- تعرف العينة فيما يتعلق ببناء المؤشر، بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب هي: الحجم والأتساع والمصدر.
- أ- الحجم: فبالنسبة للحجم، فإن القاعدة العامة هي: أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقاً لواقع السوق.
- ب- الأتساع: أما الأتساع فيعني مدى تغطية العينة المختارة لمختلف القطاعات في السوق.
- ت- المصدر: أما المصدر فالمقصود به مصدر حصول على أسعار الأسهم التي يبني عليها المؤشر، حيث ينبغي أن تكون مصادر السوق الأساسية هي تداول الأوراق المالية.

2. الأوزان النسبية:

- تعرف الأوزان النسبية في بناء المؤشرات بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة. وهناك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر³، وهي:

أ- مدخل الوزن على أساس السعر: أي نسبة سعر السهم الواحد للمنشأة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر، ويؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي

¹ حسين قبيلان، المرجع السابق، ص: 95.

² حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 08.

³ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، توزيع المعارف الاسكندرية، الإسكندرية- مصر، 1993، ص ص: 252-258.

يقوم على سعر السهم وحدة في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشراً على أهمية المنشأة أو حجمها.

ب- مدخل الأوزان المتساوية: وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر.
ت- مدخل الأوزان حسب القيمة: أي إعطاء وزناً 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 تتساوي القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة. هذا بدوره يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر.

3. إجراءات حساب قيمة المؤشر: تختلف المؤشرات من حيث الطريقة التي تحسب على أساسها قيمة المؤشر، فهناك مجموعة من المؤشرات تحسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية (في معظم المؤشرات يحسب المتوسط على أساس المتوسط الحسابي) وأخرى تحسب على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر.
ثالثاً/ استخدامات المؤشر في أسواق الأوراق المالية:¹

تعتبر مؤشرات أسواق الأصول المالية بارومتر لقياس درجة تطور الاقتصاد بصفة عامة والسوق بصفة خاصة والقطاعات المكونة له بدرجة أخص.
ويلخص المؤشر أداء السوق المالي الإجمالي حيث يتكون المؤشر من الشركات في قطاعات اقتصادية مختلفة لذلك، فهو يمثل أسلوباً سهلاً لتحويل أداء الاقتصاد إلى صورة كمية، حيث تعكس المؤشرات الظروف الاقتصادية السائدة في السوق الأصول المالية، وتشخيص المشاكل التي تؤدي إلى انحراف الأسعار.
ونظراً لاختلاف المؤشرات من السوق إلى سوق ومن قطاع لأخر أدى ذلك إلى اختلافات في اهتمامات الأطراف المستخدمة لهذه المؤشرات نظراً للدور الذي تؤديه، ومن بين تلك الاستخدامات ما يلي:

1. متابعة أداء المحافظ الاستثمارية المالية:

يعكس التغيير الذي يطرأ على مؤشرات الأسعار كافة التحركات في أسعار الأسهم المتداولة، وبالتالي حتى تعكس أداة مؤشر الأسهم أداء المحافظ الاستثمارية المالية المتنوعة تنوعاً جيداً، فقد يتسع ليشمل كافة الأسهم المتداولة بالسوق، ويعبر أداء المؤشر عن العائد على الخطر المتوسط بالسوق، بالتالي يمكن للمستثمر الفرد أن يقارن بين العائد على محفظة الاستثمارات التي يحتفظ بها والعائد الوفي، وإذا ما رغب المستثمر في الأداء بصورة تتفق مع

¹ شيخي بلال، تقييم الأصول المالية في السوق الثانوية: مع دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص: 104-105.

أداء السوق يمكن أن يكون محفظة استثمارات تكافئ محفظة الاستثمارات التي يتم على أساسها حساب المؤشر.

ويجب مراعاة أن هناك مؤشرات يتم حسابها على أساس القطاعات، مثل مؤشر ستاندر لشركات المنافع العامة ومؤشر داوجونز لشركات النقل وفي الحالة لا يجب الاعتماد على هذه المؤشرات كمؤشرات لكل الأسهم المتداولة بالسوق بل تعتبر هذه المؤشرات مقاييس جيدة لمحافظ الاستثمارات التي تشتمل أسهم شركات المنافع العامة وشركات النقل.

2. التنبؤ بحركة أسعار الأسهم بالسوق:

يمكن التوصل إلى نمط التغيرات التي تطرأ على مؤشرات قياس حركة السوق من خلال التحليل التاريخي لتلك المتغيرات باستخدام تحليل السلاسل الزمنية والمتوسطات المتحركة، وبالتالي يمكن التنبؤ بالتطورات المتوقعة لحركة السوق في المستقبل، كذلك يمكن تحليل العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية والتغيرات في أسعار الأسهم باستخدام الأساليب الإحصائية مثل طريقة المربعات الصغرى وتحليل الإنحدار والإرتباط، والتي تمكن من التنبؤ بحركة السوق، وتفيد هذه التحليلات مُنفذ القرار الإستثماري في ترشيد عملية اتخاذ القرار.

3. الحكم على أداء المديرين لمحافظ الأصول المالية:¹

وفقاً لفكرة التنوع العشوائية يمكن للمستثمر العادي أن يحقق معدل عائد على محفظة مكونة من أصول مالية مختارة عشوائياً، وأن يحقق العائد تقريباً معدل عائد السوق (متوسط معدل العائد على الأوراق المالية بالسوق) الذي يعكسه المؤشر، هذا يعني أن المدير المحترف الذي يدير محفظة مؤسسة مالية (البنوك، وشركات التأمين، وشركات الاستثمار، ومؤسسات إدارة أموال المعاشات...) ويستخدم أساليب في التنوع، يتوقع منه أن يحقق عائداً على متوسط عائد السوق.

ولتحقق من ذلك، يمكن استخدام عائد أحد المؤشرات الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة أساساً للمقارنة مع العائد الفعلي الذي حققته محفظة مؤسسة معينة وبالطبع، ينبغي أن لا تتركز المقارنة على العائد؛ إذ ينبغي أن تمتد إلى المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة مقارنة بمخاطرة السوق التي يعكسها التقلب في عائد المؤشر.

4. التنبؤ بالحالة الاقتصادية: يشير بعض الباحثين في الاقتصاد إلى أنه إذا تمكن المحلولون من الوقوف على طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبعض المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات، من شأنه اتخاذ القرار السليم، وهو ما يشار إليه عادة بالتحليل الأساسي الذي يمكن التنبؤ مقدماً بما سيكون عليه حال السوق في المستقبل.

يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر أسواق الأصول المالية المحلية بمؤشرات أسواق الأصول المالية الدولية، ويؤدي ذلك إلى تحديد اتجاهات السوق مقارنة بالأسواق الأخرى مما

¹ مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سبق ذكره، ص: 107-108.

قد ينجم عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية خاصة في حالة أن يكون السوق من الأسواق الواحدة.

رابعاً/ أهم مؤشرات أسواق الأوراق المالية العالمية والعربية:

1. مؤشرات أسواق المال العربية:¹

• (ASE) مؤشر سوق عمان المالي (الأردن): وهذا المؤشر يقوم على أساس اختيار عينة مكونة من 50 شركة ممثلة للسوق، ثم أصبحت 60 شركة عام 1994 و70 شركة عام 2001.

- بدأ مؤشر سوق عمان في فترة الأساس بـ 100 نقطة في 1992.²

• مؤشر بنك أبوظبي الوطني (الإمارات العربية المتحدة): وهو مؤشر مرجح بطريقة رسملة السوق ويضم 38 شركة كدرجة في سوق أبوظبي ودبي للأوراق المالية.

• (BSE) مؤشر سوق البحرين المالي (البحرين): وهو يحتسب بطريقة رسملة السوق ومرجح بـ 24 شركة.

- بدأ إنشاء مؤشر سوق البحرين في 1989.

• (KWSE) مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية (الكويت): وهو مؤشر لأسعار الأسهم ومرجح بالقيمة السوقية لـ 35 شركة.

• (SAMA) المؤشر العام للأوراق المالية (المملكة العربية السعودية): وضع هذا المؤشر من قبل مؤسسة النقد السعودي ساما (SAMA) وهو يضم جميع الشركات المدرجة في السوق السعودي. وعام 2001 كان عدد الشركات المدرجة هو 76 شركة.

• (MAZI) مؤشر مازي (المغرب): وهو مؤشر شامل للأسهم المغربية، لكونه مؤشر شاملاً للرسملة، وهو يضم كافة الأسهم في سوق الدار البيضاء.

• (MSM) مؤشر مسقط الأوراق المالية (عمان): وهو مؤشر عام للسوق في عمان ويتكون من 33 شركة.

• (CBQ) مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية (قطر): وهو يحتسب على أساس المعادلة: مؤشر سوق الدوحة = إجمالي القيمة السوقية للتداول لـ 20 شركة المدرجة في المؤشر / الأسعار ليوم الأساس / إجمالي القيمة السوقية ليوم الأساس لـ 20 شركة المدرجة في المؤشر.

- تم إطلاق هذا المؤشر بـ 100 نقطة في 1986.

• (BSI) مؤشر بلومفي (30 BLOM) (لبنان) وضع هذا المؤشر من قبل بنك لبنان عام 1996 وحددت قيمته الأساسية بـ 1000 نقطة مع تثبيت القيمة الأساسية لإجمالي الأسهم بـ: 2.3 بليون دولار.

¹ حسين قبيلان. مرجع سبق ذكره، ص: 107.

² مروان شموط، كنجو عبود كنجو. مرجع سبق ذكره، ص: 117.

- (CMA) مؤشر كاس CASE (مصر): وضع هذا المؤشر من قبل بنك مصر عام 1998 وهو يضم سوقى القاهرة والإسكندرية، وبلغت قيمة المؤشر في فترة الأساس 1000 نقطة ويضم 30 شركة.

الجدول رقم (04-01):

مؤشرات بعض الأسواق العربية

الدولة	المؤشر
البحرين	BSE
مصر	CMA
الأردن	ASE
الكويت	KWSE
لبنان	BSI
المغرب	MASI
عُمان	MSM
فلسطين	AL-QUDS
قطر	CBQ

المصدر: إعداد الباحث، بالرجوع لعدة مراجع. سبق ذكرها.

2. مؤشرات أسواق المال العالمية:¹

- (DAX Frankfurt) إن مؤشر الأسهم الألمانية يقيس الإيرادات الكلية لـ 30 شركة ألمانية منتقاة من بين كبريات الشركات الألمانية التي تعمل في سوق الأوراق المالية في فرانكفورت.
 - بدأ داكس عند مستوى 1000 نقطة في 31 / ديسمبر / 1987.
- (CAC Paris) إن مؤشر كاك 40 هو مؤشر ضيق الانتشار يقيس رؤوس الأموال الموظفة في 40 شركة مسجلة في سوق الأوراق المالية في باريس.
 - بدأ المؤشر عند مستوى 1000 نقطة في 31 / ديسمبر / 1987.
- (FTSE 100 London) إن مؤشر فاينانشل تايمز 100 هو مؤشر يقيس رؤوس الأموال الموظفة في أكبر 100 شركة تعمل في سوق لندن للأوراق المالية من حيث رؤوس الأموال.
 - بدأ المؤشر عند مستوى 1000 نقطة في 03 / جوان / 1984.
- (DOW JONES New York) إن مؤشر داو جونز الصناعي هو مؤشر يقيس أسعار 30 سهماً من أسهم الشركات الكبرى التي تعمل في مختلف ميادين الصناعة.
 - تتم متابعة هذا المؤشر من جانب عدد كبير من المهتمين منذ الأول من أكتوبر عام 1928.

¹ مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سبق ذكره، ص: 108-110.

- (AEDAQ New York) إن مؤشر ناسداك هو مؤشر واسع الانتشار يقيس رؤوس الأموال الموظفة في جميع أسهم سوق ناسداك الوطنية وسوق سموول كاب.
- بدأ المؤشر عند مستوى 1000 نقطة في 05 / أكتوبر / 1971.
- (S&P 500 New York) إن مؤشر ستاندر أند بورز 500 هو مؤشر يقيس رؤوس الأموال الموظفة في 500 سهم. صمم المؤشر لقياس أداء الاقتصاد المحلي للولايات المتحدة من خلال التغيرات على القيمة السوقية الكلية لـ 500 سهم تشكل المؤشر.
- بدأ المؤشر عند مستوى 10 نقاط في الفترة 1941 / 1943.
- (Nikkei 225 Tokyo) إن مؤشر نيكاي 225 هو مؤشر يقيس أسعار أسهم 225 شركة ذات الربح الأعلى في اليابان المسجلة ضمن المستوى الأول لسوق طوكيو للأوراق المالية.
- بدأ المؤشر نيكاي في 16 / ماي / 1949.

الجدول رقم (05-01):

مؤشرات بعض الأسواق العالمية

الدولة	المؤشر	وزن السهم	عدد الأسهم
الولايات المتحدة الأمريكية	DOW JONES New York	متوسط الأسعار	30
	S&P 500 New York	القيم السوقية	500
إنكلترا	ALL SHARE	-	700
	FT 100	-	700
	SMALL CAPS	-	250
	COMBIND	-	350
	MID CAP	-	25
	FTSE 100 London	-	100
	FT-30	-	30
فرنسا	CAC Paris	القيم السوقية	40
ألمانيا	DAX Frankfurt	القيم السوقية	30
أستراليا	KSEPI	موزون بالأسعار	250
كوريا	KDSPI	القيم السوقية	-
هونغ كونغ	HST	القيم السوقية	-
اليابان	TOPIX	القيم السوقية	1800
	NIKKEI	-	225

المصدر: إعداد الباحث. بالرجوع لعدة مراجع. سبق ذكرها.

- من خلال هذا المبحث يمكن التوصل إلى:
- تتدخل عدت أطراف (لجان هيئات، متعاملون ، وسطاء ماليون) في عمليات التداول داخل سوق الأوراق المالية.
 - تتكون سوق الأوراق المالية من عمليات آنية: والتي تعتمد على التعامل نقداً والتسليم الفوري للأوراق المالية، وعمليات أجلّة تتم على أساس تحديد السعر مستقبلاً والتسليم والاستلام لاحقاً.
 - تعدت الأوامر في سوق الأوراق المالية توكيلاً من المستثمرين إلى الوسطاء من أجل تحقيق بيع أو شراء للأوراق المالية وفق للأوامر المسندة إليه دون الزيادة أو النقصان.
 - تقسم المؤشرات في سوق الأوراق المالية إلى قسمين هما:
 - أ- مؤشرات عامة: تهتم بحالة السوق ككل.
 - ب- مؤشرات خاصة: وهي تقيس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين من القطاعات.
 - تساهم المؤشرات في العديد من القرارات الاستثمارية وتتبع المحافظ المالية والتنبؤ بحالة الإقتصادية ككل.

خلاصة الفصل الأول:

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

وما يمكن استنتاجه من خلال عرض هذا الفصل هو:

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

- وتنقسم سوق الأوراق المالية إلى قسمين هما السوق الأولي (الإصدار) والسوق الثانوي (التداول)، ومن خلال هذان القسمين يتم إصدار الأوراق المالية (أسهم، سندات) ثم تداولها في السوق، هذا ما يعني انتقال الملكية بين المستثمرين وهم أصحاب الفائض المالي (مشتري الأوراق) والبائعين وهم أصحاب العجز (مصدري الأوراق)، كما يوجد أدوات مالية مستحدثة تعرف بـ "المشتقات المالية".

- تمثل الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية (الأسهم والسندات) مصدراً من مصادر التمويل الذي تلجأ إليه مختلف شركات المساهمة والحكومات المركزية والمحلية لسد الاحتياجات المالية الكبيرة. إذ يتم تجزئة المبلغ المطلوب إلى فئات ويتم تسنيده بقيم إسمية مختلفة وتسويقها إلى الجمهور. لذلك يترتب على إصدار هذه الأدوات التزامات ثابتة على الجهة المصدرة واجبة الدفع عند الاستحقاق، بالنسبة للسندات، والمشاركة في رأس المالي بالنسبة للأسهم.

- يتم التداول بين هؤلاء المتدخلين في سوق الأوراق المالية بوجود فئة ثالثة تعرف باسم الوسطاء الماليين. وهي فئة تربط بين الطرفين في مقابل حصولها على عمولة، أما المتدخل الرئيسي فهي لجان أو هيئة الأوراق المالية التي يبرز دورها في تمكين الرقابة والتنظيم عمليات داخل السوق وحماية العاملين فيها.

- تلعب المؤشرات في سوق الأوراق المالية دوراً هاماً حيث يعتمد المستثمرين والخبراء والوسطاء في تحليل حركة أسعار الأوراق المالية داخل السوق، وتمثل المؤشرات المرآة العاكسة للحالة الإقتصادية العامة في الدول كما تعتبر أداة هامة للتنبؤ بالحالة الإقتصادية المستقبلية.

الفصل الثاني

الأسواق الأوراق المالية

والنمو الإقتصادي

✿ المبحث الأول: كفاءة سوق الأوراق المالية وواقع الأسواق العربية.

✿ المبحث الثاني: النمو الإقتصادي والتنمية الإقتصادية.

✿ المبحث الثالث: العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي.

تمهيد:

لقد حظى موضوع تطوير الأسواق الأوراق المالية العربية إهتمام خاص في العديد من الإتفاقيات بين الدول وكذا الندوات و الأبحاث والدراسات العلمية، والتي باتت دورها أحد أسباب التقدم التي وصلت إليه الأسواق الأوراق المالية في الدول المتقدمة، فرغم الأزمات المالية التي تعرضت لها وخاصة الأخيرة منها (الرهن العقاري 2008) إلا أنها حققت ما عجزت عليها الدول العربية حيث شكلت الدول الأوروبية أكبر تكتل لتكسر بدورها كل الحواجز والمعوقات على رأسها توحيد العملة والأسواق المالية، وأداة مباشرة لتمويل مؤسساتها الصناعية رغم ضخامة رؤوس الأموال وعجز المصارف والخزينة العمومية .

ولقد أعطت هذه الدول أهمية بالغة في الآونة الأخيرة للأسواق الأوراق المالية العربية، لاعتمادها في تمويل مشاريعها الإستثمارية طويلة الأجل، رغم الحوادث الإقتصادية التي قد تقع لها والمخاطر العالقة بإستثماراتها.

ومن هنا وجب تفعيل هذه الأسواق المالية لدفع النمو الإقتصادي إلى نسب أعلى من ما كانت عليه. لذا سنتناول في هذا الفصل الثاني إلى فهم العلاقة بين الأسواق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي في ثلاث مباحث مقسمة كما يلي:

- ◆ المبحث الأول: كفاءة سوق الأوراق المالية وواقع الأسواق العربية.
- ◆ المبحث الثاني: النمو الإقتصادي والتنمية الإقتصادية.
- ◆ المبحث الثالث: العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي.

المبحث الأول: كفاءة سوق الأوراق المالية وواقع الاسواق العربية

لقد ازداد اهتمام الباحثين والعاملين والمحليلين في سوق الأوراق المالية بما يعرف بكفاءة سوق الأوراق المالية، فوفقاً لمفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق على وجه السرعة لكل معلومة جديدة تصل إلى المتعاملين مما يترتب عنها تغيير نظرتهم اتجاه الشركة المصدرة للورقة المالية.

ومن حيث الكفاءة السوق توجد ثلاثة درجات أو أشكال لكفاءة، تناولتها الأبحاث العلمية، والتي توجب علينا أن نتطرق إليها في هذا المبحث الأول من خلال معرفة مفهوم الكفاءة سوق الأوراق المالية والمتطلبات و أشكال الكفاءة وعلاقتها بالمعلومات، وما هي العلاقة التي تربط كفاءة سوق الأوراق المالية بكفاءة الإقتصادية.

المطلب الأول: كفاءة سوق الأوراق المالية:

يتم في هذا المطلب التوصل إلى مفهوم وأنواع كفاءة سوق الأوراق المالية، حيث أثار فكرة كفاءة سوق الأوراق المالية خلافاً كبيراً بين المهتمين بتلك أسواق. وعلى الرغم أنه يجب توفر عدت شروط للوصول إلى حالة الكفاءة السوق، رغم تعدد أوجهها، إلا أن هناك عدت مستويات وخصائص لسوق الأوراق المالية، حيث اعتبرت المعلومات العنصر الأساسي في كفاءة هذه الأخيرة.

أولاً/ مفهوم وأنواع سوق الأوراق المالية الكفاء:

1. مفهوم سوق الأوراق المالية الكفاء:

على الرغم من تعدد التعاريف والمفاهيم التي حددها خبراء المال والاقتصاد بشأن كفاءة سوق الأوراق المالية، إلا أن أغلبها يكاد ينطوي على معنى واحد. ويعتبر الاقتصادي الشهير بول سامويلسون (Paul Samuelson) من الباحثين الأوائل الذين حاولوا إعطاء تعريف شامل لمصطلح الكفاءة السوقية وعلاقته بالسلوك العشوائي للأسعار، إلا ان من الباحثين صياغة تعارف أقل تشدداً وأكثر مرونة، ومن بين هؤلاء الباحثين جونسون (Jensen) وبيقر (Beaver) وفرنسيس (Francis)، والاقتصادي البارز يوجين فاما (Eugene)، هذا الأخير الذي طرح مفهومًا اتصف بالبساطة والوضوح استطاع من خلاله التغلب على ما أحاط بالتعاريف السابقة من غموض وتعقيد¹.

تعود بداية الأهتمام بنظرية كفاءة الأسواق المالية إلى خمسينيات القرن العشرين، ويشير أغلب الباحثين إلى أن دراسات موريس كاندل (Mourice Kendall) (1953) حول قضايا

¹ رفيق مزاهدية، مرجع سبق ذكره، ص: 91.

الإستثمار في الأسواق المالية تمثل النواة الأولى لنظرية الكفاءة السوقية¹. فقد أشار بحثه - الذي هدف من خلاله إلى دراسة سلوك التغيرات الأسبوعية لـ 19 من الأرقام القياسية لأسعار الأسهم (الأسهم الصناعية البريطانية وفي أسعار القطن (نيويورك) والقمح (شيكاغو))- إلى أن سلوك الأسعار أتبع حركة عشوائية، وهذا ما يعني أن عائد الأصول المتداولة في فترة ما تميل لأن تكون مستقلة عن العوائد الماضية².

ويرى "فاما" أنه في ظل السوق الكفؤة تعكس أسعار الأوراق المالية بدقة- بخاصة الأسهم- كل المعلومات المتاحة عن الشركة أو الهيئة التي أصدرت هذه الأوراق، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو المعلومات المنشورة من خلال وسائل الإعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر الورقة المالية، أو في تحليلات وتقارير مراكز الدراسات والبحوث الاقتصادية عن الأوضاع الاقتصادية العامة المؤثرة على أداء الشركة والقيمة السوقية لأوراقها المالية.

وتعرف كذلك بأنها السوق الذي تعكس أسعار الاستثمارات فيه جميع المعلومات التي تصل إلى المستثمرين خلال فترة زمنية معينة بينما يكون السوق غير كفء حينما يلاحظ مستثمرين بأن هناك فرقاً بين القيمة الحقيقية للاستثمارات وسعرها الحالي في السوق³.

لذا فإن السوق المالي الكفء هي تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة، بما يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية طبقاً للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة في السوق، وبما يؤدي في النهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية⁴.

وحتى يتم تخصيص الموارد المتاحة بكفاءة عالية لا بد أن تتوفر في السوق نوعين من كفاءة هما:

- كفاءة التسعير(خارجية)،
- كفاءة التشغيل(داخلية).

¹ مريمت عديلة. استعمال مؤشرات البورصة في تسيير صناديق الإستثمار والمحافظة المالية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص نقود مالية، جامعة باجي مختار عنابة-الجزائر، (غير منشورة)، 2010/2009، ص: 29.

² Bassam I. Azab. The Performance of the Egyptian Stock Market, Submitted in part fulfilment of the degree of Master of Business Administration, International Banking and Finance, The University of Birmingham, The Birmingham Business School (September 2002), pp: 19-20.

³ عادل طلبة، مرجع سبق ذكره، ص: 82.

⁴ صالح مفتاح، معارف فريد. متطلبات كفاءة الأوراق المالية دراسة حالة: لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، ورقة مقدمة لمجلة: الباحث، جامعة قاصي مرياح ورقلة-الجزائر، العدد: (07)، 2010-2009، ص: 182.

2- أنواع سوق الأوراق المالية الكفاء:

تقسم إلى نوعين من الكفاءة هما كتالي:

أ- الكفاءة الكاملة (التامة): السوق الكفاء في ظل مفهوم الكفاءة الكاملة يعني أنه لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، وهو ما يضمن تغييراً فورياً في السعر، بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة¹.

كما يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية:²

- شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف؛
- حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب ولا قيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق أو على بيعه وشرائه لأي كمية من الأسهم وللشركة التي يرغب فيها، وقابلية الأوراق المالية للتجزئة؛
- تواجد عدد كبير من المستثمرين أين لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة؛
- حكمة المستثمرون وسعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.

ب- الكفاءة الإقتصادية: سوق الأوراق المالية التي تتمتع بالكفاءة الإقتصادية هي السوق التي تتأخر فيها المعلومات قليلاً من الوصول إلى السوق، ويكون فيها تباطؤ زمني بين المعلومات الواردة إلى السوق وبين انعكاس أثرها على الأسعار السوقية، بمعنى وجود فترة زمنية تحول دون استيعاب الأسعار للمعلومات المتدفقة إلى السوق على وجه السرعة. وهذا ما يُفضي إلى انحراف القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية لشيء من الوقت³.

وهنا يتوقع أن يمضي بعض من الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار السهم. هذا يعني أن القيمة السوقية أعلى أو أقل من القيمة الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل، ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبيرة إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية على المدى الطويل⁴.

¹ كفاءة أسواق الأوراق المالية، متاح على الموقع: http://www.arab-api.org/images/training/programs/1/2004/44_C9-3.pdf، يوم الجمعة الموافق لـ: 2013/05/24 على الساعة: 17:32 مساءً، ص: 01.

² السوق المالية المثالي، متاح على الموقع: <http://www.icn.com/ar/studies/2012/05/17>، يوم الجمعة الموافق لـ: 2013/05/24 على الساعة: 14:36.

³ أحمد رجراج، أسواق الأوراق المالية الخليجية: «تقييم الأداء وتحديات المرحلة الراهنة»، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص: نقود مالية، جامعة الجزائر3-الجزائر، (غير منشورة)، 2012/2013، ص: 41.

⁴ كفاءة أسواق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 01.

3- متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية:

إن السوق الكفاء هي السوق التي تحقق تخصيصاً للموارد المتاحة (Allocation Efficiency) بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، ووفقاً لمفهوم الكفاءة يفترض أن تؤدي دورين بارزين أحدهما مباشر، والآخر غير مباشر:¹

- الدور المباشر: يقوم على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمر بشراء أسهم شركة ما، فهو في الحقيقة يشتري عوائد مستقبلية وبالتالي فإن الشركات التي تتاح لها فرص استثمار واعدة تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم، مما يعني زيادة حصيلة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال.²

- الدور غير المباشر: يُعَدّ إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها الشركة بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، مما يعني إمكانية حصول الشركة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع مؤسسات مالية وعادة ما تكون بسعر فائدة معقول.³

ولكي يتحقق التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن تتوافر فيه سمتان

أساسيتان هما:

1. كفاءة التسعير (خارجية):

ويطلق عليها الكفاءة الخارجية (External Efficiency) وتعني كفاءة التسعير سرعة تكيف أو استجابة الأسعار السائدة في السوق المالي للمعلومات الجديدة التي تتوفر للمتعاملين فيه دون فاصل زمني كبيراً. وألا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة⁴، وباختصار يقصد بها قدرة السوق على تحديد السعر المعروض بحيث يكون قريب من القيمة الحقيقية.⁵

2. كفاءة التشغيل (داخلية):

ويطلق عليها كذلك الكفاءة الداخلية (Internal Efficiency) ويقصد بها الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء، وكلما قل الهامش بين سعر البيع وسعر الشراء زادت الكفاءة التشغيلية. ويتوقف ذلك على خلق التوازن بين العرض والطلب من خلال خلق جو من المنافسة، يؤدي إلى تخفيض عمولات السمسرة⁶، هذا ما يعني أن كفاءة التشغيل هي قدرة السوق على تحويل الأموال والموارد المالية المتاحة لمن يحتاجون إليها بأقل تكلفة معاملات

¹ عاصم حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 33.

² دور سوق الأوراق المالية في التنمية والنمو الاقتصادي الليبي، متاح على الموقع: <http://forum.arabictrader.com/t155809.html>، يوم الجمعة

الموافق لـ: 2013/05/24 على الساعة: 18:32 مساءً، ص: 01.

³ عبد الله بن محمد الرزين، مرجع سبق ذكره، ص: 09.

⁴ السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 103.

⁵ غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الإستثمارية الحديثة، دار المنهج للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2008، ص: 143.

⁶ أحمد عبد العزيز العمران، محددات الإداء في سوق الأوراق المالية السعودية: دراسة «قياسية تحليلية»، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في الاقتصاد، كلية العلوم الإدارية، تخصص: الاقتصاد، جامعة الملك سعود- المملكة العربية السعودية، (غير منشورة)، 2005، ص: 43.

ممكنة. وهذه التكلفة تعرف بـ"تكلفة المعاملات" وتشمل هذه التكلفة على تكلفة الوساطة المالية وتكلفة تحويل الورقة المالية¹.

وباختصار تعني قدرة السوق المالية على تحقيق أو خلق التوازن ما بين العرض والطلب على الأوراق المالية مما يقلل من تكبد المتعاملون في الأسواق المالية كلفة عالية تدفع للسماسة². ثانياً/ مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية وأهم خصائصها:

1. مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية:

يرى فاما (1970) أن تصنيف كفاءة الأسواق لها ثلاث مستويات مختلفة من المعلومات³:
أ- فرضية الصيغة الضعيفة⁴: "حيث تعكس أسعار جميع المعلومات المتاحة عن الأسعار السابقة"، تقضي فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بأن أسعار الأسهم المتداولة حالياً تعكس المعلومات التاريخية السابقة للأسهم بمعنى أن أي محاولة للتنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل، من خلال دراسة التغيرات التي طرأت على سعره في الأيام أو الشهور أو السنوات الماضية هي مسألة عديمة الجدوى، وأن هذه الأسعار تسير بصورة عشوائية وبدون وجود علاقة فيما بينها وحسب هذه النظرية فإن المستثمرين غير قادرين على الحصول على أرباح غير عادية من خلال استخدام بيانات الأسعار التاريخية، لأن جميع المعلومات عكست بالأسعار الحالية، لذا فإن الحصول على أرباح استثنائية في مثل هذه الظروف يُعد ممكناً من خلال طريقتين هما:

- إما ان يحصل المستثمر على معلومات خاصة (غير منشورة) ليست متاحة لغيره ضمن ظاهرة احتكار المعلومات.
- أن يكون بإمكان المستثمر تحليل البيانات المالية المنشورة بكفاءة تفوق كفاءة غيره من المستثمرين الآخرين.

ب-فرضية الصيغة المتوسطة القوة:

"حيث تعكس أسعار جميع المعلومات المتاحة للجمهور، بما في ذلك الأرباح وأداء الشركات..."، وتقضي صيغة فرضية متوسطة القوة بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التنبؤات التي تقوم على تلك المعلومات سواء تمثلت تلك المعلومات فيما ينشر عن الشؤون الدولية، أو الظروف الاقتصادية في الدولة، أو ظروف الصناعة أو المنشأة بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور⁵.

¹ السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 102.

² غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص: 143.

³ Bassam I. Azab. Op Cit, pp: 19-20.

⁴ أحمد عبد العزيز العمران. مرجع سبق ذكره، ص: 44-43.

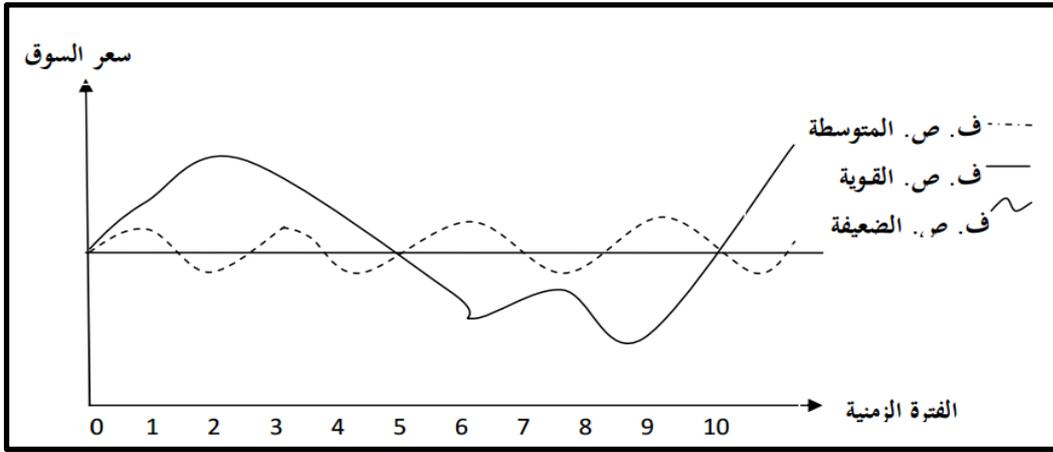
⁵ الصيغ المختلفة لكفاءة السوق -المعهد العربي للتخطيط: متاح على الموقع: <http://www.wadilarab.com/t7344-topic>، يوم الجمعة الموافق ل: 2013/05/24 على الساعة: 17:42 مساءً، ص: 01.

ت-فرضية الصيغة القوية:¹

"حيث تعكس أسعار جميع المعلومات والعامة والقطاع الخاص، وهي متاحة للمستثمرين"، هذا يعني الصيغة القوية لفرض كفاءة السوق تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة وكل ما يمكن معرفته (Everything that is Knowable) وبالتالي لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات تسمح لها بالحصول على أرباح غير عادية بصفة نظامية حتى ولو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (01-02):

طبيعة العلاقة بين الصيغ الثلاث للكفاءة.



المصدر: عادل طلبة، دور الإفصاح بالقوائم المالية في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة حالة: سوق الأسهم السعودية.

رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص: نقود مالية وبنوك، جامعة سعد دحلب بالبيدة-الجزائر، (غير منشورة)، 2010، ص: 82.

2. خصائص كفاءة سوق الأوراق المالية:

وفقا لمفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية يمكن استخلاص مجموعة من الخصائص التي

يتميز بها السوق الكفاء: يمكن إبراز أهم خصائص الأسواق المالية الكفاء فيما يلي:²

- أ- يتصف المتعاملون في تلك السوق بالرشادة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتنوعة مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم ثروتهم؛
- ب- المعلومات متاحة للجميع من مقرضين، مستثمرين، الإدارة، الجهات الحكومية، مراقبي الحسابات دون أي تكلفة مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم بشأن أداء الشركات خلال القترات القادمة؛

ت- حرية تامة في تداول الأوراق المالية بدون أي قيود ضريبية، كما أنه لا تفرض عليهم أي تكلفة تداول؛

¹ محمد فادي القرعان. الكفاءة سوق دمشق للأوراق المالية، ورقة بحثية مقدمة لمجلة: تنمية الراقدين، كلية الإدارة والإقتصاد، العدد: 114، المجلد: 35، جامعة الموصل-العراق، 2013، ص: 140.

² صالح مفتاح، معارف فريد، مرجع سبق ذكره، ص: 182.

ث- وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني عدم قدرة أي مستثمر على التأثير بمفرده على الأسعار في تلك السوق؛

ج- في مثل هذه السوق لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائداً مرتفعاً يفوق ما حققه المستثمرون الآخرون لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الإستثمار في سهم الصفقة فقط.

تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة نظم المعلومات المالية، وعلى هذا الأساس فإن نجاح سوق الأوراق المالية يحتاج إلى معلومات تبني على أساس مجموعة من العناصر تتمثل في:

- إظهار الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة السوق المالي وهو ما يعرف بالإفصاح العام الذي يوفر قدر كافي من المعلومات يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة.
 - توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للمؤسسة المعنية لحساب القيمة الحقيقية لها.
- ثالثاً/ كفاءة السوق ونظام المعلومات المالية:

تعكس الاسعار المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية المتداولة في السوق، غير أن الاختلاف ينحصر في نوعية المعلومات التي يمكن لتلك الأسعار أن تعكسها. ومن هذا المنظور، أصبحت قضية الحصول على المعلومات بشتى أصنافها، وحرية تداولها ومصداقيتها ودقتها من القضايا الملحة على رجال الأعمال والمستثمرين في سوق الأوراق المالية.

1. دور المعلومات المالية في أسواق الأوراق المالية:¹

تتوقف كفاءة سوق الاوراق المالية على كفاءة نظام المعلومات المالية السائد في السوق، أي مدى توفر المعلومات والبيانات المناسبة عن الفرص الاستثمارية المختلفة من حيث سرعة تدفقها، وعدالة فرص الاستفادة منها، وانخفاض تكاليف الحصول عليها، وتؤدي المعلومات دوراً هاماً في سوق الأوراق المالية، إذ تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات شراء وبيع الأوراق المالية المختلفة، وقد تبين مما سبق أن من أهم خصائص سوق رأس المال الكفاء أن يعكس أسعار توازن الأوراق المالية، وهي الأسعار التي تجعل عائد الأوراق المالية يتناسب مع درجة المخاطر المرتبطة بالاستثمار فيها. ويتوقف ذلك على مدى توافر المعلومات وتمائلها بالنسبة لجميع المستثمرين، وكذلك على قدرة هؤلاء المستثمرين على تحليل وتفسير هذه المعلومات.

ويمكن القول أن المعلومات المتاحة تساعد المتعاملين في السوق على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة وفقاً لدرجة المخاطر المرتبطة بها، أما على مستوى الاقتصاد ككل، فإن توفر المعلومات يؤدي دوراً هاماً في تحقيق الآلية الخاصة بسوق الأوراق المالية من حيث تحقيق التوازن بين العائد والمخاطرة، وتخفيض درجة عدم التأكد (Uncertainty) فيما

¹ بن اعمر بن حاسين، وآخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية: دراسة حالة «بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب»، ورقة بحثية مقدمة إلى مجلة أداء المؤسسات الجزائرية. جامعة قاصدي مرباح ورقلة-الجزائر، العدد(02) 2012، ص ص: 244-245.

يتعلق بالاستثمار، مما يترتب عليه زيادة حجم السوق وعدد المتعاملين، وبالتالي تنشيط التنمية الاقتصادية في الدولة، وكلما ازدادت درجة الاعتماد على المعلومات، كلما ازدادت ثقة المستثمرين وصناع السياسات فيما يتخذونه من قرارات، وإذا ما قدر أحد المستثمرين أن المعلومات غير كافية أو لا يمكن الاعتماد عليها، فإن القرار المحتمل نتيجة لذلك هو الإحجام عن الاستثمار الكلية.

خلاصة لما سبق تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة نظام المعلومات المالية حيث أن نجاح سوق الأوراق المالية يعتمد على ما يلي:¹

أ- توافر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للوحدات الاقتصادية التي تتداول أسهمها في سوق رأس المال بحيث يتم تقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات وتقييم الموقف المالي للشركات ذاتها؛

ب- توافر نوعيات مختلفة من الأوراق المالية القابلة للتداول بحيث يكون لكل منها خصائصها ودرجة المخاطر المرتبطة بها على نحو يلي احتياجات المستثمرين؛

ت- إظهار أهمية الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة سوق الأوراق المالية وهو ما يعرف بمعيار الإفصاح العام الذي يؤدي إلى توفير قدر كافي من المعلومات الملائمة التي تتصف بالدقة والموضوعية والتي يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة؛

ث- كما يحتاج المستثمرين في سوق الأوراق المالية بصفة أساسية إلى المعلومات المحاسبية التي تمكنهم من تقدير التدفقات النقدية المستقبلية التي يتوقع تحقيقها مستقبلاً، والمتمثلة في توزيعات الأرباح أو الأرباح الرأسمالية وأيضاً تقدير درجة المخاطر المتعلقة بالأوراق المالية وبتكوين محافظ الاستثمارية الملائمة.

2. أثر عدم تماثل المعلومات على أسواق الأوراق المالية:²

تبين أهمية ودور نظام المعلومات عن أن عدم تكافؤ المتعاملين في الحصول على المعلومات يمكن أن يؤثر سلباً على قرارات المستثمرين من جهة وعلى كفاءة سوق الأوراق المالية ذاتها من جهة أخرى أي أن عدم تماثل المعلومات بمعنى امتلاك بعض المتعاملين لمعلومات لا يمتلكها الآخرون (مثل كبار العاملين في الشركات الذين يكتسبون معلومات معينة يتم حجبا عن المستثمرين (Insiders) الشركات بهدف تحقيق عائد غير عادي وذلك قبل نشرها في التقارير والقوائم المالية)، فشعور أحد المستثمرين بعدم المساواة في الحصول على المعلومات بالنسبة لورقة مالية معينة كفيل بأن يؤدي إلى إحجام المستثمرين عن التعامل فيها، مما يؤدي إلى انخفاض حجم العمليات في السوق وتناقص حجم السوق كنتيجة لتراجع عدد الأوراق المالية المتداولة في لحظة ما، وبالإضافة إلى ذلك فإن عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية

¹ رفيق مزاهدية، مرجع سبق ذكره، ص ص: 112-113.

² بن اعمربن حاسين، وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 245.

يمكن أن يعكس في شكل اتساع مدى السعر مما يؤدي إلى زيادة تكلفة العمليات وتناقص السيولة وبالتالي تناقص عدد المتعاملين في السوق، أي عدم توفر المعلومات أو توفرها بشكل غير عادل أمام جميع المستثمرين أو عدم توافر الأشخاص القادرين على تحليلها سوف يحول سوق الأوراق المالية إلى سوق للمضاربة العشوائية تقود إلى تسعير خاطئ لا تبرره أساسيات الاستثمار في الشركة المصدرة للأسهم، مما يؤدي في النهاية إلى التخصيص غير الكفاء للموارد المالية المتاحة.

وقد ترجع عدم الكفاءة في نظام المعلومات إلى التأخر في نشر المعلومات والبيانات مما يقلل من فائدة ما تتضمنه من معلومات للمتعاملين، ويتوقع في هذه الحالة أن تسود ظاهرة عدم تماثل المعلومات التي تؤدي إلى تحقيق البعض لعوائد زائدة يمكن أن تتسبب في حدوث ظواهر سلبية للغاية، أما العامل الآخر الذي يمكن أن يكون وراء عدم كفاءة نظام المعلومات المالية فيتمثل في نوعية المعلومات التي تتضمنها التقارير والقوائم المالية المنشورة، حيث يفشل المتعاملون في اتخاذ قرارات استثمارية ناضجة بسبب عدم حصولهم على جميع المعلومات الضرورية، أو لإغفالها بعض المتغيرات الرئيسية التي تساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

3. التحليل المالي وكفاءة سوق الأوراق المالية:¹

اتضح من مناقشة صور كفاءة سوق الأوراق المالية، وبصفة خاصة المتوسطة، إن الأسعار التي يتم التعامل على أساسها تعكس كافة المعلومات المتاحة للمتعاملين، وبالتالي لا يمكن أي مستثمر من تحقيق عائد غير عادي بانتظام عن طريق التحليل المالي أو غيره. وهذا دفع بالبعض إلى القول عدم فائدة التحليل المالي في ظل ظروف كفاءة السوق.

إن التحليل المالي لتقييم الاستثمارات بالدقة الكافية يعكس أثر المعلومات المتاحة وأي معلومات جديدة، أي أنه يساعد في تحقيق كفاءة السوق.

إن التحليل المالي ليس فقط ضرورياً لخلق سوق مالية ذات كفاءة عالية وإنما أيضاً سوف يعود بالنفع على المحلل المالي للأسباب التالية:

أ- السوق المالية لن تتحقق لها الكفاءة إلا في الحالة التي يعتقد فيها البعض بعدم كفاءة السوق بما لديهم من توقعات يعتقدون أنها تتفوق على توقعات الآخرين ولذلك فهم دائماً يبحثون عن توقعات أفضل عن المعلومات، ويقومون بإجراء التحليلات وبذلك يساعدون في توافر تلك المعلومات للسوق وزيادة كفاءته، وبالتالي فإن سعي المحللين الماليين للحصول على معلومات إضافية (حتى من المصادر الخاصة) وتحويلها إلى معلومات عامة (عن طريق التداول) سوف ينعكس أثره على كفاءة عمل المحلل المالي وهكذا فإن التحليل المالي يساعد في زيادة كفاءة السوق. كما أن كفاءة السوق تساعد المحلل المالي في تحقيق اقتصاديات انتاج المعلومات اللازمة للاستخدام في الأسواق المالية.

¹ عصام فهد العبيد، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية: «بين النظرية والتطبيق»، دار الرضا للنشر، دمشق-سوريا، 2002، ص: 68-69.

ب- هناك فرصة في الأجل القصير أمام المحللين الماليين لتحقيق بعض المكاسب نتيجة سعهم للتوصل إلى توقعات أفضل.

ت- للمحللين الماليين دور هام في إكتشاف الأسهم التي يخطئ السوق في تسعيرها وذلك من خلال مراحل نظرية المحفظة، كما انهم باستخدام أساليب التحليل المستحدثة يساعدون في رفع كفاءة محافظ الأوراق المالية ويرتبط ذلك كفاءتهم في تخفيض تكاليف الحصول على المعلومات والتي قد لا تكون متاحة لغيرهم نظراً لارتفاع تكاليف الحصول عليها.

ث- لم تختبر فروض كفاءة السوق ولم تتحقق إلا في الأسواق الرئيسية الكبيرة (مثل: لندن ونيويورك) بينما اتضح أن الأسواق الناشئة في الدول النامية (مثل: مصر والكويت) تقل درجة كفاءتها، وبالتالي فإن التحليل المالي يمكن أن يلعب دوراً كبيراً في تطوير كفاءة هذه الأسواق.

وأخيراً يمكن القول إن التحليل المالي له دور هام في كفاءة سوق الأوراق المالية ويجب تطويره كلما ارتفعت كفاءة السوق، ففي الأسواق الضعيفة الكفاءة يمكن للمحلل المالي عن طريق استخدام مدخل التحليل الأساسي (تحليل العوامل الأساسية) إنتاج معلومات واستخدام التحليلات التقليدية في تحقيق توازن أسعار الاستثمارات والتالي رفع كفاءة هذه الأسواق. بينما في الأسواق ذات الكفاءة العالية فلا تكون هناك فاعلية كبيرة لأدوات التحليل المالي التقليدية، ولذا فإنه يجب على المحلل المالي استخدام مهاراته وأدوات التحليل المتطورة وذلك لتقييم العائد من عملية التحليل المالي وإستمرار كفاءة السوق.

4. تأثير كفاءة سوق الأوراق المالية على الكفاءة الاقتصادية:

يتفق الإقتصاديون والممارسون في مجال الاستثمار المالي على وجود علاقة وطيدة بين تطور كفاءة سوق الأوراق المالية وتطور الكفاءة الاقتصادية في المجتمع¹ ويعتمد تخصيص الاستثمارات على معدل العائد على الاستثمار وتكلفة الفرصة البديلة التي تعبر عن سعر الوحدة الواحدة من رأس المال المستخدم في التمويل. ويمكن اعتبار معدل أو سعر الفائدة الممنوح لحملة السندات أو أذون الخزانة نموذجاً عن تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال، ذلك لأن هذا المعدل يوفر فرصة الاختيار أمام متخذ القرار للمفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة ضمن قيد العائد والمخاطرة، إلى جانب ذلك، فهو يحدد كمية المعروض من رأس المال المتاح للاستخدام في عملية الإقراض.

ويقارن المستثمرين عادة الطلب على الأوراق المالية بأسعار الفائدة على القروض الممنوحة والعائد المتوقع من الفرص الاستثمارية الأخرى لأغراض الاستثمار في تلك الأوراق، أو الإحجام عن ذلك لصالح البدائل الاستثمارية الأخرى، حيث تظهر علاقة التقاطع بين هذين الجانبين اتجاه الطلب في سوق الأوراق المالية، فكلما ارتفعت أسعار الفائدة ازداد التوجه نحو القروض والأوراق المالية ذات الدخل الثابت والعكس صحيح، وهكذا يبدو أن إتاحة قدر من المعلومات

¹ James Dow, Gary Gorton. Stock Market Efficiency and Economic Efficiency: Is there a Connection?, NBER Working Paper Series, Cambridge, N°5233 (August 1995), p p: 01-49.

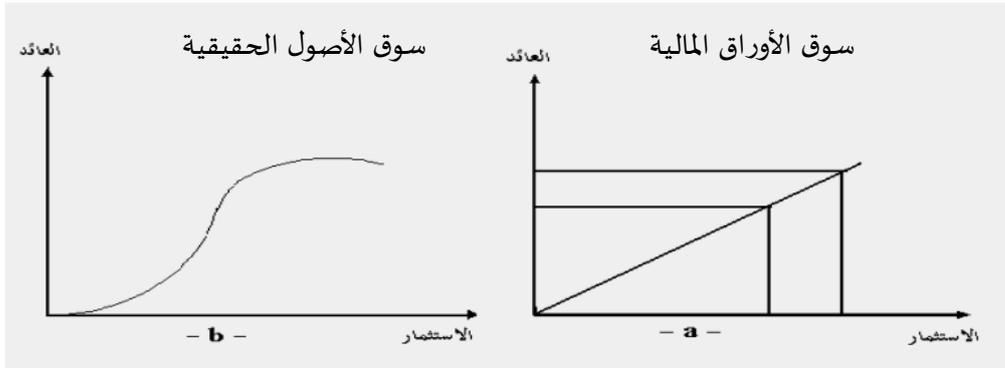
عن المستويات المختلفة لأسعار الفائدة ومعدلات العوائد الحالية والمستقبلية يعتبر مسألة في غاية من الأهمية في عملية المفاضلة وتكوين القرار الاستثماري. وعملياً، يتم تخصيص الموارد المالية في الاستثمارات بكفاءة وذلك عندما تتساوى الاسعار في السوق مع المعدل الحدي للعائد للمنتجين والمدخرين.

ففي السوق الكفوءة تستغل كافة الفرص المتاحة بما فيها تلك التي لم تستغل سابقاً، فتصبح التكلفة الفرصة للأداة الاستثمارية المتداولة مساوية للصفر. وكل ذلك فضل المعلومات المتاحة حول الاداة المعنية والسوق التي تتداول فيها تلك الأداة¹.

ويوضح الشكل رقم (02-02) مقارنة بين أوجه الاستثمار في سوق الأوراق المالية والاستثمار في سوق الأصول الحقيقية. ويشير خط فرص الاستثمار في سوق الأوراق المالية (أنظر الشكل a) إلى وجود علاقة طردية بين كمية الاستثمار والعائد على الاستثمار، إذ كلما زادت كمية الاستثمار كلما ارتفع العائد على هذا الاستثمار وهو ما يعبر عنه الخط المستقيم في الشكل. في حين يميل منحنى فرص الاستثمار في الأصول الحقيقية (أنظر الشكل b) نحو اليمين بعد فترة من الاستثمار ليؤشر على ثبات العائد بعد فترة من زيادة الاستثمار. ويوضح هذا المنحنى كمية الأصول الواجب استثمارها في الأصول الحقيقية.

الشكل رقم (02-02):

منحنى فرص الاستثمار



المصدر: رفيق مزاهدية. كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تحقيق الاستثمارات: دراسة حالة «سوق الأسهم السعودية»، رسالة

مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، تخصص: اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية

وعلوم التسيير، جامعة باتنة- الجزائر، (غير منشورة)، 2006-2007، ص: 161.

وبين الشكل رقم (02-02) العلاقة بين كفاءة سوق الأوراق المالية والكفاءة الاقتصادية، حيث يعبر على أن العرض والطلب الكلي على رأس المال في الاقتصاد وفقاً للعلاقة بين معدل العائد والحجم السوقي للأوراق المالية (كمية رأس المال في البورصة). كما يوضح هذا الشكل قيمة الناتج الحدي لرأس المال لكل نشاط. وتتجلى العلاقة بين معدل العائد والحجم السوقي للأوراق المالية في صورة اختيارات متعددة. وتنعكس هذه العلاقة في وجود سعرين أحدهما لطلبات الشراء والآخر لطلبات البيع. ويتوقف سعر الشراء على السيولة والمعلومات

¹ رفيق مزاهدية، مرجع سبق ذكره، ص: 160-162.

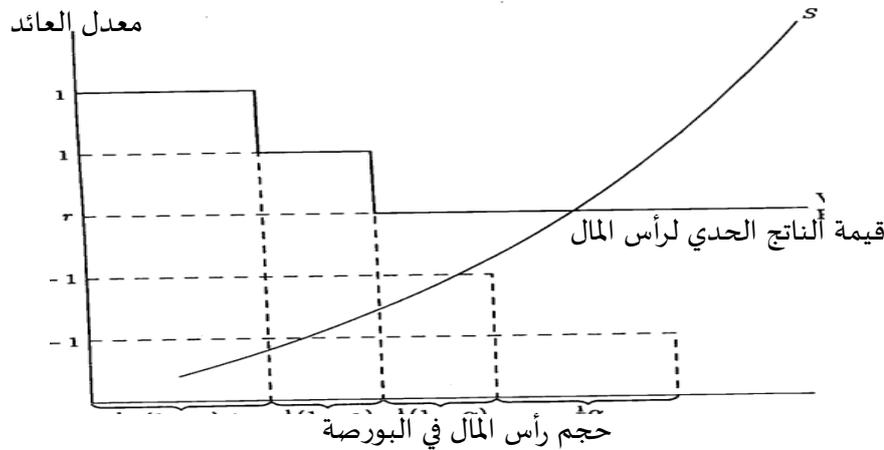
المشجعة على الشراء، في حين يعتمد سعر البيع على حاجة المتعاملين إلى السيولة والمعلومات غير المشجعة على الاستثمار في ورقة ما. ويحدث التغيير استمراري بين قوى الشراء وقوى البيع في السوق وفقاً لورود المعلومات إلى أن يحدث التوازن. ويأخذ السعر التوجيهي للاستثمارات في سوق الأوراق المالية بالاعتماد على التوقعات المستقبلية الصيغة العامة التالية:

السعر = القيمة الحالية للتدفقات - القيمة الحالية لتعويض الإدارة + القيمة السوقية للشركة

وبناء على هذه المعادلة، تتجه الاستثمارات نحو القطاعات التي تكون فيها القيمة الحالية للتدفقات موجبة، ومن ثم تصبح قرارات مديري الشركات متوقفة كلية على إرشادات الأسعار السائدة في السوق الكفؤة زمن اتخاذ القرار الاستثماري، الذي يتجلى في اختيار السياسات الاستثمارية والأنشطة التي تحقق أفضل العوائد. ويتوقع مع نمو الاستثمارات في المشاريع المربحة أن يتجه الاقتصاد نحو الكفاءة الاقتصادية. ولكن عندما لا تتاح المعلومات بشكل كاف عن الأنشطة الاستثمارية المختلفة، تصبح الأسعار الماضية في سوق الأوراق المالية هي المرشد للاستثمار في المستقبل، وهو الدور الخلفي لجهاز السعر في السوق.

الشكل رقم (02-03):

كفاءة سوق الأوراق المالية والكفاءة الإقتصادية



المصدر: رفيق مزاهدية. كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تحقيق الاستثمارات: دراسة حالة «سوق الأسهم السعودية»، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، تخصص: اقتصاد دولي، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باتنة- الجزائر، (غير منشورة)، 2006-2007، ص: 161.

المطلب الثاني: أسواق الأوراق المالية العربية (أهميتها، خصائصها، ومعوقات نموها)
تعد أسواق الأوراق المالية العربية من الأسواق الناشئة في إقتصاديات دول نامية والتي تمر بمرحلة تحول إقتصادي، وتحضى أسواقها بمؤشرات إيجابية للأداء الإقتصادي ولنمو رأس المال في الدول القائمة فيها.

أولاً/ أهمية وجود أسواق للأوراق المالية في الدول العربية:¹

يكتسي وجود أسواق للأوراق المالية بالدول العربية أهمية بالغة حيث أصبحت مؤشراً من مؤشرات التقدم الإقتصادي الذي يعتمد في قدراته على دعم النمو الإقتصادي، وذلك راجع إلى اعتماد الدول المتقدمة على هذه الأسواق في تمويل المشاريع الإستثمارية طويلة الأجل، وذلك رغم المخاطر التي يتوقع حدوثها من خلال هذا التمويل، ولذلك اختلفت المستويات الإقتصادية للدول فيما يخص أساليب تمويل إقتصادياتها ومدى كفاءة هذه الأسواق يعتمد على معايير مختلفة تخص الحالة الإقتصادية والسياسية والإجتماعية لكل بلد، وتبرز الحاجة إلى الأسواق المالية بدرجة كبيرة في إقتصاديات الدول العربية من خلال أهمية عمل هذه الأسواق، والتي يمكن أن نوجزها فيما يلي:

(1) الحاجة إلى تطوير الإقتصاديات العربية، ذلك أن معظم الدول العربية إن لم تكن جميعها تقريباً تعاني من ضعف درجة التطور، ومن إختلال هيكلها الإنتاجي والذي يرتبط به ضعف قدرتها على توليد الدخل والنتائج الوطني وضعف قدرتها على توفير فرص العمل، وإنخفاض صادراتها، وضعف درجة تنوع هذه الصادرات س إختلال هيكل الإنتاج فيها، وضعف النية التحتية فيها والمتمثلة مرافق رأس المال الإجتماعي كالطرق والجسور ومشاريع الماء والكهرباء والتعليم والصحة وما إلى ذلك، وهو الأمر الذي يستدعي حاجة ماسة وواسعة إلى توفير التمويل اللازم للقيام بكافة هذه المجالات والجوانب من أجل تطوير إقتصاديات الدول العربية.

(2) وجود تباين واضح في المدى الذي تتوفر فيه الأموال بين الدول العربية، تتوفر بدرجة أكبر الموارد المالية لدى بعض الدول العربية وبالذات الدول النفطية، في حين تشح فيه الموارد المالية وبدرجة كبيرة لدى البعض الأخر من الدول العربية غير نفطية، وهو الأمر الذي يمكن أن يتحقق معه إستخدام لبعض الموارد المالية من الدول النفطية في الدول التي تحتاج لهذه الموارد المالية عن طريق الأسواق المالية.

وبهذا فإن هذه الأسواق يمكن أن تسهم في حالة تطورها في تحقيق تعاون عربي أوسع مدى وأكثر وقوة وبالشكل الذي يمكن أن يقود إلى تكامل الإقتصاديات العربية ويسهم بالتالي في تحقيق تطورها من خلال تعاونها وتكاملها بالذات في المجالات التي تعجز هذه الأقطار

¹ بهوري نبيل، واقع أسواق الأوراق المالية العربية في ظل العولمة المالية ومتطلبات تفعيلها، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص: الإقتصاد والمالية الدولية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الدكتور يحي فارس-المدينة-الجزائر(غير منشورة)، 2010-2011، ص ص: 148-149.

منفردة أي كل على حدة في القيام بها كمجالات الصناعة الإنتاجية (صناعة الآلات) وتطوير القدرة التكنولوجية العربية، والصناعة العسكرية، وما إلى ذلك، والتي يمكن إقامتها من خلال الجهد العربي المشترك الإعتماد على الموارد المالية من بعض الدول العربية.

(3) توجه العديد من الدول العربية، عن لم يكن معظمها تقريباً نحو الخصخصة سواء من خلال تحويل مشروعات القطاع العام إلى مشروعات خاصة أو من خلال توسيع دور القطاع الخاص وزيادة درجة الإعتماد عليه في القيام بالنشاطات الإقتصادية وهذا يقتضي الحاجة إلى توفير التمويل للقطاع الخاص حتى يؤدي دوره في الإقتصاد، وهو الأمر الذي يمكن أن تسهم به الأسواق المالية.

(4) الإصلاحات الإقتصادية التي تجري في الدول العربية وما يرافقها من تغيرات تتمثل بتخفيف القيود التي وبالشكل الذي يترافق مع تغيرات هيكله في الإقتصاد نتيجة التوجه نحو الإعتماد على آلية السوق بدلاً من الإعتماد على التدخل الحكومي وهو ما يمكن أن يسهم في توفير البيئة المناسبة لعمل الأسواق المالية والنقدية العربية حتى تؤدي دورها في الإسهام في إجراء الإصلاحات الإقتصادية والتغيرات الهيكلية هذه.

(5) الطورات تنوع الأدوات المستخدمة في تعاملاتها أو من خلال توفير الإمكانيات للحصول على المعلومات بقدر أوسع، وبشكل أسهل، وبسرعة أكبر، وبتكلفة أقل، وكذلك إجراء التعاملات باستخدام المستجدات التي تتطور باستمرار، وكل هذا يستدعي تطويراً مماثلاً للأسواق المالية والنقدية العربية إعتماداً على الإمكانيات التي تتيح إحداث مثل هذا التطور فيها.

ثانياً/ الخصائص الأساسية لأسواق الأوراق المالية العربية:

شهدت أسواق الأوراق المالية العربية خلال العقد الماضي إصلاحات هدفت في مجملها إلى تطوير أداء هذه الاسواق من النواحي التشريعية والمؤسسية وترسيخ وتدعيم قواعد ونظم العمل بها، وعلى الرغم من المجهود المضنية التي بذلت في هذا الخصوص إلا أن تلك الأسواق لازلت تعاني من أوجه قصور يمكن إجمالها فيما يلي:¹

(1) صغر حجم السوق وضيق نطاقه: يمكن الاستدلال على ضيق الأسواق المالية العربية ومحدوديتها من خلال حجم سوق الأوراق المالية (رسملة سوق الأوراق المالية أو القيمة السوقية للأسهم Market Capitalization)، وعدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، وسيولة سوق الأوراق المالية (قيمة التداول كنسبة من الناتج المحلي الخام، معدل الدوران

¹ بهوري نبيل، مرجع سبق ذكره، ص: 149-151.

ومعدل التقلبات في عوائد الأوراق المالية)¹، فالملاحظ على أسواق الأوراق المالية العربية أنها:²

- تتصف بصغر حجم رأس المال السوقي والذي يمثل قيمة الأسهم المتداولة حسب أسعار آخريوم تعامل، وانخفاض نسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي.
- قلة عدد الشركات المدرجة فيها، والتي تتركز مليكة أسهم الشركات المدرجة على إمتلاك المعلومات عن جزء هام من هذه الأسهم مما يؤدي إلى قلة نسبة الأسهم المتداولة وضعف حركة التداول وانخفاض معدل الدوران.

(2) من حيث نشاط السوق الأولي: لأزالت أحجام الإصدارات الأولية من الأسهم والسندات للشركات الحديثة القائمة في الدول العربية تتسم بالضالة، ويتضح ذلك من خلال نسبة تلك الإصدارات إلى الناتج المحلي الإجمالي وإلى القروض والتسهيلات المصرفية التي كانت نسبتها ضعيفة، ويمكن أن نرجع سبب ذلك الضعف إلى العديد من العوامل منها ما يتعلق عزوف الشركات عن طرح أسهمها للإكتتاب العام رغبة من المستثمرين في السيطرة على إدارة شركاتهم، وعدم إخضاعها لرقابة السلطات وبالتالي إلزامها بقواعد الشفافية والإفصاح وكذلك محدودية الوعي لدى المستثمرين الذين غالباً ما يقومون توفير إحتياجاتهم من المصادر التقليدية كالبنوك أو المساهمات الشخصية، وكذلك غياب شركات الترويج وضمان الإكتتاب الكامل للأسهم المطروحة في حالة عدم تغطيتها من خلال الإكتتاب العامة والخاصة، بالإضافة إلى إفتقار الأسواق العربية لرأس المال إلى وكالات محلية لتصنيف الملاءة الإئتمانية للإصدارات الجديدة، وهو الأمر الذي من شأنه أن يقلل من إقبال المستثمرين على هذه الإصدارات نظراً لعدم تمكنهم من إتخاذ القرار الإستثماري السليم.

(3) الفرص المتاحة للتنوع:³ تتسم جميع الأسواق الأوراق المالية العربية شأنها شأن الصغيرة بضعف الفرصة المتاحة للمستثمر لتنوع محفظة أوراقه المالية وهذه السمة المشتركة تضع قيوداً على إستراتيجيات الإستثمار سواء للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي، وفي معظم الأسواق العربية كان قطاع البنوك وقطاع المقاولات يسيطران على حجم التداول، كما أصبح سهم المحمول والاتصالات في الوقت الحاضر يستحوذ على نسبة عالية من حجم التداول.

(4) درجة سيولة السوق: تؤدي سوق الاوراق المالية وظيفتها في التخصيص الكفاء للموارد من خلال نظام الحوافز والعقوبات حيث يزداد التعامل على أسهم الشركات الناجحة وترتفع قيمتها السوقية، ولعل الوظيفة الأساسية للسوق هي تحقيق السيولة للأوراق المالية عندما

¹ سامي مباركي، الأسواق المالية كأداة لتمويل الإقتصاد: دراسة تجريبية الأسواق المالية العربية، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الإقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة محمد خيضر بسكرة- الجزائر يومي: 21-22/11/2006، ص: 05

² صالح مفتاح، معارف فريد، متطلبات كفاءة الأوراق المالية دراسة حالة: لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، ورقة مقدمة للمجلة: الباحث، جامعة قاصي مرياح ورقلة-الجزائر، العدد:(07)، 2009-2010، ص: 181-194.

³ بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 274.

تكون كفئة، وعادة ما تكون سيولة السوق في مقدمة المستثمر المحلي والأجنبي، حيث يأتي هذا المؤشر في مقدمة أولويات المستثمر الأجنبي والمحلي على حد سواء في تحديد رغبته في الإستثمار، إلا أن رصدنا لواقع الأسواق العربية يوضح أنها تعاني من إنخفاض في درجة السيولة¹، ويبرز ذلك واضحاً من خلال إنخفاض عدد العمليات التي تبرم يومياً، وعدد أيام التداول في السنة، ويرجع ضعف التداول أساساً إلى ضعف الإدخار ومنه ضعف الطلب².

(5) التقلبات الشديدة في الأسعار:³

من الخصائص الأساسية التي تميز أسواق الأوراق المالية العربية في الوقت الحاضر شدة التقلبات في حركة الأسعار، ويعزى ذلك في الأسواق إعتقادها على التمويل من المصادر الخارجية المتمثلة في القروض وإصدار المزيد من الأسهم أقل على الأرباح المحتجزة، وهذا النمط التمويلي في ظل ما يسمى الرفع المالي من شأنه أن يسبب زيادة حدة التقلب في ربحية السهم وفي قيمته السوقية، وهناك في معظم أسواق هامش ربح مسموح به لمدى تغير السعر اليومي للورقة المالية المتداولة يتراوح بين 5 و10% علماً أن التغير الشديد في أسعار الأوراق المالية يثير المخاوف لدى المستثمرين الأجانب عند دخولهم إلى أسواق الأوراق المالية وخروجهم منها.

(6) درجة تركيز التداول:

ويقصد بها نسبة تداول الأسهم النشطة إلى إجمالي حجم التداول، وهي تعكس جودة الأوراق المالية، ويلاحظ أن كافة الأسواق العربية لرأس تعاني من إرتفاع درجة تركيز التداول، وهو ما يعني إنخفاض عدد الأسهم ذات الجاذبية فبعد أن كان قطاع البنوك وقطاع المقاولات يسيطران على حجم التداول أصبح سهم المحمول والاتصالات يستحوذان على نسبة عالية من حجم التداول، رغم وجود العديد من القطاعات ذات الربحية العالية.

(7) القصور التشريعي والمؤسسي للأسواق المالية العربية:⁴

فمن حيث القصور التشريعي فلا زالت عمليات إصدار وتداول الأوراق المالية تحتاج قوانينها إلى المزيد من الإصلاح والتحديث، ويمكن تلخيص هذا القصور ما يلي:⁵

- نقص التشريعات على أدوات استثمارية محدودة أو على جنسية معينة دون الأخرى.
- افتقار كثير من التشريعات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية لنصوص واضحة أو صريحة منظمة للشفافية السوقية (الإفصاح المالي للشركات في الأسواق) وعدم التقيد بقواعد للتدقيق المحاسبي المتعارف عليها.

¹ بهوري نبيل، مرجع سبق ذكره، ص: 150.

² صالح مفتاح، معارفي فريد، مرجع سبق ذكره، ص: 191.

³ صالح مفتاح، معارفي فريد، المرجع السابق، ص: 191.

⁴ بهوري نبيل، مرجع سبق ذكره، ص: 150.

⁵ بن اعرم بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص: 170-169.

- وجود بعض التشريعات التي تحد من التعاون والإرتباط الفعلي بنصه على الكثير من القواعد والضوابط لتداول الأوراق المالية في أسواق الأوراق المالية المحلية.

- وجود تشريعات ليست بالجديدة التي تنظم تأسيس الشركات المساهمة العامة مما استدعى إدخال تعديلات مختلفة عليها وأوجد قواعد غير متجانسة مع التشريعات المنظمة للسوق الأوراق المالية.

أما القصور المؤسسي فيتمثل في قلة المؤسسات المتخصصة وصانعي السوق ودور الوساطة المالية التي تعمل على تحقيق ميكانيكية السوق وهيكلها التنظيمي وقد إنعكس هذا القصور على كفاءة أسواق الأوراق المالية وأدائها، حيث لازالت تقتصر على الأسهم والسندات التقليدية، ولإزال هناك افتقار في إستخدام الأساليب الحديثة في عمليات التداول الإلكتروني أو إجراءات التسوية والمقاصة رغم الإصلاحات الكبيرة التي تمت في هذا المجال، كما أنها تعاني من:¹

- تمركز نشاط العديد من الشركات المساهمة العامة في قطاعات محددة على رغم التشبع الواضح لتلك القطاعات وهذا ما نتج عنه عدم تنوع فرص الاستثمار وتكرار وتعدد المشاكل التي تعاني منها الشركات في السوق الواحدة.

- لجوء المستثمرين إلى تأسيس الشركات الخاصة الصغيرة بدلاً من النظر إلى أهمية تأسيس الشركات المساهمة العامة ذات الأحجام الكبيرة والاستفادة من هذا النوع من الأشكال القانونية للشركات.

- تأخر برامج التخصيص في البلدان النامية وعدم إشراك القطاع الخاص في تحمل مسؤولية التنمية الاقتصادية.

ثالثاً/ معوقات نمو أسواق الأوراق المالية العربية:

بالرغم من النشاط الملحوظ للأسواق الأوراق المالية العربية إلا أن أداءها محدود ومتذبذب للأسباب التالية:

1. وجود رقابة على النقد الأجنبي وعلى تحويل العملات الأجنبية والتأخير في تحويل قيمة الأوراق المالية، وضعف الأسواق الأوراق المالية من حيث حجم التداول، بالإضافة إلى غياب السماسرة المتخصصين وعدم وجود كوادرمالية قادرة على التحليل المالي وتحديد التوقعات المستقبلية في إتجاه السوق المالي والشركات المسجلة فيه.²

2. غياب بنوك الإستثمار في بعض البلدان، والإعتماد على القطاع المصرفي للقيام بدور بنوك الإستثمار مع محدودية عمل البنوك التجارية بتنمية الأسواق الأوراق المالية، وهو ما أدى إلى محدودية دور الأسواق الأوراق المالية وحتى في الدول التي تم إنشاء بنوك الإستثمار فيها لم تقم هذه البنوك الدور المنشود منها.

¹ بن اعمر بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص: 170.

² أحمد سيد، بسبب الرقابة على النقد الأجنبي وتأخير تحويل قيمة الأوراق المالية دراسة اقتصادية تنتقد الأداء المحدود للبورصات العربية، متاح على الموقع: <http://arabic.cri.cn/1/2005/03/08/61@34179.htm>، يوم الأثنين الموافق لـ 2014/09/22 على الساعة: 23:13، ص: 01.

3. عدم قدرة شركات السمسرة على تقديم خدمات متنوعة ومتقدمة للمستثمرين والمساهمين، وإنخفاض مستوى الخبرة والمشورة التي تقدمها بشأن أنسب الأوراق المالية التي يتم التعامل فيها داخل هذه الأسواق.

4. ضعف الدور الذي تلعبه الإستثمارات الأجنبية في هذه الأسواق الأوراق المالية، حيث تتميز الإستثمارات الأجنبية في الأسواق الأوراق المالية العربية بضآلة حجم إستثماراتهم مع إرتفاع حجم تعاملاتهم مما يعني معدل مرتفع لدوران رأس المال، وبالرغم من تخوف الكثير من الإقتصاديين من أن نمو أو تدفق الإستثمارات الأجنبية يشكل مخاطر كبيرة للأسواق الأوراق المالية الناشئة من خلال الخروج المفاجئ لهذه الإستثمارات مما يعني بيع الأوراق المالية وإنخفاض المؤشر العام للأسواق الأوراق المالية وهذا يفسر الإنهيار المفاجئ للأسواق الأوراق المالية دول جنوب شرق آسيا، إلا أن المتبع لنوعية الإستثمارات الأجنبية في الدول العربية يجد أنها لا تهتم بالإحتفاظ بالأوراق المالية لفترات طويلة نظراً لعدم إستقرار الأسواق فإذا أضفنا لذلك أن نسبة كبيرة من الأجانب يقومون بمضاربات سعرية غير موجهة لخدمة الإقتصاد لكن لتحقيق أرباح في الفترة القصيرة، حيث يتوفر لديهم خبرات واسعة في مجال التحليل الفني لإتجاهات السوق ويستطيعون تحديد إتجاهات الأسعار مع إنخفاض خبرة المستثمر العربي بالأسواق المالية، وهو يمكن لهذه المضاربات أن تضر الأسواق المالية العربية.

كما أن أسواق الأوراق المالية العربية تعاني من ضآلة الطلب على الأوراق المالية لأسباب منها إنخفاض عائدها مقارنة بالفوائد التي توزعها المصارف، أو الأرباح الناتجة عن الإستثمارات الأخرى، أو لعدم الإطمئنان لطبيعة التوظيف في الأسواق.

ونظراً لما تعانيه الاسواق المالية العربية من إفتقارها إلى النصوص القانونية الواضحة المنظمة لإشهار المعلومات المتعلقة بالشركات، وراعت جميع الإصلاحات التي شهدتها أسواق الأوراق المالية العربية التأكيد على مبدأ الإفصاح المالي والشفافية، لاسيما وأن المعلومات الداخلية غير المعلنة تكرر ظاهرة عدم التكافؤ في الحصول على المعلومات فتحقق مكاسب غير عادية ووفرات مالية للبعض على حساب الآخرين وعلى حساب كفاءة الاداء داخل السوق حيث أن عدم توافر هذه المعلومات لبعض المستثمرين قد يجعلهم في وضع إستثماري خاطئ يفضي إلى إتخاذ قرارات غير سليمة متعلقة بإختيار البدائل الإستثمارية في محافظهم المالية وبالتالي تعرضهم لمستويات مخاطرة غير متوقعة، أو إلى إحجامهم عن التعامل داخل السوق مما يؤدي إلى حدوث فترات كساد وهبوط لمستوى أداء الاسواق الأوراق المالية، كما يمكن أن تخلف المعلومات غير المعلنة من رفع مصطنع لأسعار الأسهم، وزيادة المضاربة وخلق جو من الإرباك والفوضى لمستوى الأداء داخل السوق.

بالإضافة إلى المعوقات التي سبق ذكرها هناك بعض الخصائص التي تعتبر في نفس الوقت عوائق لنمو أسواق الأوراق المالية العربية نوجزها كما يلي:

- عدم الإستقرار السياسي في الدول العربية (الربيع العربي مثلاً الذي تشهده الساحة العربية... إلخ)، الذي من شأنه ان يعيق أي إستثمار في الدول العربية.

- ضعف الطاقة الإستيعابية في الوطن العربي، مع قصور في البنية الأساسية اللازمة لقيام أسواق متطورة للأوراق المالية في ظل عدم نمو الإقتصاد العربي بالشكل الجيد والملائم الذي يساعد على تطور أسواق الأوراق المالية العربية، والإعتماد المباشر على الفوائد البترولية في تمويل عمليات التنمية الإقتصادية دون اللجوء إلى التعبئة الكاملة للموارد الإدخارية لدى المجتمع في الدول العربية وعدم التوزيع العادل للدخل بين مختلف طبقات المجتمع في الدول العربية إلى جانب ضعف الإدخار لدى الافراد ذوي الدخل المتوسطة، مع إتجاه أصحاب الدخل الكبيرة إلى الإستثمار المباشر دون الحاجة إلى الرجوع إلى الأسواق المالية.

- عدم وجود وسائل الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية يحول دون قيامها بالدور النشط المنوط بها في جمع المدخرات المحلية للدول العربية المتاحة والممكنة وإستخدامها على نحو فعال في مشروعات التنمية.

- إرتفاع درجة تركيز التداول الذي تعاني منه كافة الأسواق الأوراق المالية العربية وتعكس قلة عدد الأسهم ذات الجاذبية¹ أو الجودة لأحتفاظ كبار المستثمرين بعض منها، وانخفاض جودة الأسهم المدرجة في الأسواق الأوراق المالية خاصة أسهم شركات القطاع الخاص².

مما لا شك فيه أن المستقبل الإقتصادي لأي دولة مرهون بعمل وكفاءة الأسواق المالية فيها، وقد برزت في العصر الحديث أهمية الأسواق المالية كأداة من الأدوات المالية في ظل العولمة والنظام الدولي الجديد، إذ باتت أسواق الأوراق المالية حقيقة تعكس الوضعية الاقتصادية للدولة.

فرغم أهمية وجود أسواق الأوراق المالية العربية لها، إلا أنها صغيرة للغاية مقارنة بما عليه الحالة في بقية الدول العالم ولا تتمتع بالعمق والكفاءة والتنظيم وعدد الشركات المدرجة وذلك من أجل المنافسة الأسواق المحلية والدولية الأخرى في جذب الإستثمارات.

وهذا بدوره ينعكس على المؤشرات السوق التي من شأنها تنبؤ تقلبات الأسعار الأوراق المالية التي تقود إلى تفضيل المستثمرين توظيف أموالهم في مجالات أخرى بسبب زعزعة ثقتهم بالإستثمار في الأوراق المالية.

¹ إبراهيم أونور، تذبذب أسواق الأوراق المالية، ورقة بحثية مقدمة إلى مجلة جسر التنمية، سلسلة دورية حول التنمية في الاقطار العربية، العدد: (94)، جوان السنة التاسعة، معهد العربي للتخطيط بالكويت-الكويت، 2010، ص: 16-01.

² صالح مفتاح، معارف فريد، مرجع سبق ذكره، ص: 191.

المبحث الثاني: النمو الإقتصادي والتنمية الإقتصادية

من الصعب التمييز بين مصطلح النمو الاقتصادي (Economic Growth) وبعض المصطلحات المشابهة له في المعنى كالتطور الاقتصادي والتنمية الاقتصادية والتخلف، ولعل أبرزها التنمية الاقتصادية (Economic Development) كونها الأكثر ذكراً وارتباطاً إذا ذكر النمو، لذا سوف نميز بينها وبين النمو لنتوصل إلى الفهم الجيد والفرق الجوهر بينهما. ويعد مفهوم التنمية من أهم المفاهيم العالمية في القرن العشرين، حيث أطلق على عملية تأسيس نظم إقتصادية وسياسية متماسكة بـ "عملية التنمية"، كما يشير المفهوم لهذا التحول بعد الاستقلال في الستينيات من هذا القرن في آسيا وإفريقيا بصورة جلية. ومن هذا المنطلق نقوم بتعريف كل من النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية وتحديد أهم أوجه الاختلاف بينهما.

المطلب الأول: النمو الإقتصادي

يفرق الإقتصاديون عادة بين النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية واستخدامهما البعض كمرادفين، فكلاهما يعني زيادة الطاقة الإنتاجية للإقتصاد إلا أنهما مختلفان في المضمون، وعليه فلا بد لنا من تحديد مفهوم دقيق وواضح بين لهذين المرادفين كل على حدى:¹

أولاً/ تعريف النمو الإقتصادي:

يعرّف بأنه التوسع في الناتج الحقيقي أو التوسع في دخل الفرد من الناتج الوطني الحقيقي، فهو يخفف من عبء ندرة الموارد ويولد زيادة في الناتج الوطني الذي يعمل على مواجهة المشاكل الاقتصادية.²

كما يُعرف النمو الإقتصادي أيضاً على أنه التغيير الإيجابي أو الزيادة في مستوى إنتاج السلع والخدمات للدولة خلال فترة زمنية محددة (عادة عام). ويُقاس بنسبة التغيير في الناتج المحلي الإجمالي (GDP)، ويكون معدل النمو إسمي أوحقيقي باستبعاد أثر التضخم باستخدام سنة الأساس (base year) أو مخفض الناتج المحلي الإجمالي (GDP defator).³

وقد عرف: "Dembele_Esaïe" النمو الاقتصادي على أنه الزيادة على مدى فترة طويلة من نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي... ويتطلب تحقق النمو الاقتصادي في بعض العوامل الرئيسية: منها: مؤسسات مستقرة، وتدريب رأس المال البشري، والتخصص وفقاً

¹ طيبة عبد العزيز، أثر الانفتاح الاقتصادي على النمو الاقتصادي المستديم: دراسة حالة «دول شمال إفريقيا خلال الفترة: 1990-2010»، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر-3- الجزائر (غير منشورة)، 2011-2012، ص: 49.

² طيبة عبد العزيز، أثر الانفتاح الاقتصادي على النمو الاقتصادي المستديم: دراسة حالة «دول شمال إفريقيا خلال الفترة: 1990-2010»، المرجع السابق، ص: 50.

³ محمد الحسن الخليفة، النمو الاقتصادي في الدول الإفريقية بين المتغيرات المحلية والعالمية، ورقة بحثية مقدمة إلى مجلة المصرفية واقتصادية، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، بنك السودان المركزي-السودان، العدد(69) سبتمبر 2013، ص: 04.

للقانون تقسيم "العمل آدم سميث" وقانون الميزة النسبية "لديفيد ريكاردو"، ونظام الضرائب التي تشجع العمل، ونظام المالية المناسبة والفعالة¹.

وترى النظريات المعاصرة مثل النظرية النيوكلاسيكية ذات التوجه الخارجي أن الزيادة في معدل النمو الاقتصادي في الأجل الطويل لا يمكن أن تتحقق إلا إذا حدثت بفعل عوامل خارجية مثل تغير معدل النمو السكاني أو معدل الادخار أو معدل التقدم التقني الذي بمفرده يسمح بزيادة الإنتاج، ومن ثم يستمر معدل النمو الاقتصادي في الارتفاع في الأجل الطويل. واستبعدت نظرية النمو الداخلي تماما أن يتحدد النمو الاقتصادي في الأجل الطويل بمتغيرات خارجية، وركزت على أهمية رأس المال البشري وتراكمه في تحقيق النمو، كما أنها أعطت للمدخلات غير التنافسية أهمية معتبرة في إحداث الوفورات الخارجية التي تؤدي إلى تحقيق النمو الاقتصادي².

ويعرفه "فرانسو بيرو": بأنه عبارة عن الزيادة الحاصلة خلال فترة أو عدة فترات طويلة من الزمن لمؤشر ما في بلد ما، ويضيف بعض الكتاب إلى هذا التعريف شرط استمرار هذه الزيادة لفترة طويلة من الزمن وذلك للتمييز بين النمو الاقتصادي والتوسع الاقتصادي الذي يتم لفترة زمنية قصيرة نسبياً³.

كما يعرف (Matthew Clarke): النمو الاقتصادي بأنه التغير في الناتج المحلي الإجمالي (GDP) للفرد بين فترات زمنية محددة. وغالباً في الأدبيات السائدة ما يستخدم الناتج المحلي الإجمالي للفرد الواحد كمقياس للرفاه الاجتماعي⁴.

وقد عرف (Arthur Morris) في كتابه (Geography And Development): النمو الإقتصادي بأنه الزيادة في الإنتاج أو الاستهلاك للأمة أو منطقة ما⁵.

كذلك يمكن النظر إلى النمو الإقتصادي على أنه مجرد الزيادة السنوية التي تطرا على الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي لاقتصاد ما، سواء كان ذلك بسبب زيادة الطلب الكلي زيادة يستجيب معها العرض الكلي من السلع والخدمات كما هو حادث في الدول المتقدمة ونتيجة

¹ Dembele Esaie. **Marche Financier Et Croissance Economique En Côte D'Ivoire: ministère de l'enseignement supérieur et de la recherche scientifique «une analyse de la causalité au sens de granger»**, D.E.S.S. Hautes Études en Gestion de la Politique Économique 11ème Promotion (2009-2010), REPUBLIQUE DE COTE D'IVOIRE Union-Discipline-Travail, p: 09.

² طيبة عبد العزيز، تطوير مقارنة النمو المستديم في إطار ضوابط الشريعة الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر العالمي التاسع للإقتصاد والتمويل الإسلامي، بعنوان: النمو، والاستقرار من منظور إسلامي، أستانول-تركيا: خلال الفترة 09-10 سبتمبر 2013، ص: 04.

³ الحسن ولد سيدي، دور التجارة الخارجية في تحقيق لتنمية الإقتصادية في البلدان النامية: دراسة حالة «موريتانيا»، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير علوم الإقتصادية، تخصص إقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة- الجزائر، (غير منشورة)، 2011-2012، ص: 42.

⁴ Matthew Clarke. **Is Economic Growth Desirable? A Welfare Economic Analysis Of The Thai Experience**, Thesis submitted in fulfillment of the requirements for the degree of, Doctor of Philosophy, Centre for Strategic Economic Studies, Victoria University, 1 February, 2003, p: 13.

⁵ Arthur Morris. **Geography And Development**. College London (PRESS UCL), aylor & Francis e-Library, the British Library, 2005, p: 01.

مصاحبة لجهود منظمة طويلة الأجل لإعادة الهيكلة واستكمال البنى الاقتصادية والتكنولوجية والاجتماعية كما هو حادث في الدول النامية التي كللت جهودها التنموية النجاح¹.

بعض النقاط المهمة في النمو الاقتصادي:

• إن النمو الاقتصادي لا يعني فقط حدوث زيادة في إجمالي الناتج المحلي، بل لابد وأن يترتب عليه زيادة في دخل الفرد الحقيقي، بمعنى أن معدل النمو لابد وأن يفوق معدل النمو السكاني. وكثيراً ما يزيد إجمالي الناتج المحلي في بلد ما إلا أن نمو السكان بمعدل أعلى يحول دون زيادة متوسط دخل الفرد. فعلى الرغم من زيادة الناتج المحلي في هذا البلد إلا أنه لم يحقق نمواً اقتصادياً. وفقاً لذلك فإن²:

معدل النمو الاقتصادي = معدل نمو الدخل القومي - معدل النمو السكاني

• إن الزيادة التي تتحقق في دخل الفرد ليست زيادة نقدية فحسب بل يتعين أن تكون زيادة حقيقية، أي لابد من استبعاد أثر التغير في قيمة النقود، أي لابد من استبعاد معدل التضخم وعلى ذلك فإن³:

معدل النمو الاقتصادي الحقيقي = معدل الزيادة في دخل الفرد النقدي - معدل التضخم

• إن الزيادة التي تتحقق في الدخل لابد أن تكون على المدى الطويل وليست زيادة مؤقتة سرعان ما تزول بزوال أسبابها⁴.

ثانياً/ أهداف النمو الإقتصادي:

تتحقق منافع عديدة من جراء تحقق النمو الاقتصادي منها⁵:

أولاً: يحتمل أن يؤدي الاقتصاد القوي لزيادة حصيلة الضرائب المتراكمة لدى الحكومة. ثانياً: قد يؤدي النمو الاقتصادي لتبرير برامج إعادة التوزيع، ذلك أن الأكثر احتمالاً أن يقبل الناس السياسات التي تعيد توزيع بعض أموالهم إلى آخرين إذا ما حققوا زيادة كبيرة في مستوى ثروتهم الشخصية.

ثالثاً: يسمح النمو الاقتصادي كذلك لعدد أكبر من الأفراد بالحصول على منافع إضافية أو زيادة المنافع القائمة من البرامج الحكومية. ومن أجل التبسيط، نفترض أن الحكومة تتعامل مع أربع مجالات فقط للإنفاق في سنة معينة. فإذا ما حقق الاقتصاد نمواً في السنة التالية، فسوف

¹ فخري الدين الفقي، محمد محمود وفاء، أسواق الأوراق المالية بين دورها التنموي والإيماني: مع التطبيق على «لاقتصاد الليبي»، ورقة بحثية مقدمة إلى دراسات وبحوث، سوق الأوراق الليبي، 2007، ص: 08.

² بن شعيب فاطمة الزهراء، مرجع سبق ذكره، ص: 126.

³ بنابي فتيحة، السياسة النقدية والنمو الاقتصادي: «دراسة نظرية»، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم الاقتصادية، تخصص: إقتصاديات المالية والبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أمحمد بوقرة بومرداس- الجزائر، (غير منشورة)، 2008-2009، ص: 03.

⁴ صوابي صدر الدين، النمو والتجارة الدولية في الدولة النامية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: إقتصاد قياسي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3- الجزائر، (غير منشورة)، 2005-2006، ص: 03.

⁵ محمد حسن يوسف، أهداف السياسات الاقتصادية: «النمو الإقتصادي»، متاح على الموقع، <http://www.saaid.net/Doat/hasn/186.htm>، يوم الجمعة:

22:15 على الساعة: 2014/04/04.

تصبح حصيلة الميزانية أكبر. ومن منظور الميزانية، فإن هذا يعني أن المبالغ الموجهة لأوجه الإنفاق الأربعة ستصبح أكبر عن ذي قبل .

أما إذا لم يحقق الاقتصاد إلا مستوى ضئيل من النمو، فلن يحقق أي برنامج مكسبا من وراء ذلك، أو إذا ما أريد لأحد البرامج مستوى أعلى من الإنفاق، فلا بد أن يكون ذلك على حساب أحد البرامج الثلاثة الأخرى أو كلها، وهو الأمر الذي سيؤدي غالبا إلى نزاع سياسي ستكون الغلبة فيه للأقوى نفوذا لا كفاءة.

وينتج عن النمو الاقتصادي القوي إيرادات ضريبية كبيرة. وبالرغم من كون ذلك أمرا جيدا للاقتصاد القومي، إلا أنه يؤدي إلى بعض المحاذير. فإذا كان نمو الاقتصاد سريعا للغاية، فقد يؤدي ذلك لمستويات مرتفعة من التضخم، وهو الأمر الذي تريد أية حكومة أن تتجنب حدوثه. ومن الناحية النظرية، فإن مستويات النمو المرتفعة تدفع الأجور للارتفاع، ومن ثم يتوافر في أيدي الناس نقود أكثر، فيمكنهم إنفاق المزيد منها على شراء المنازل والسيارات وغير ذلك من السلع. فعادة ما تنتج الأسعار الأعلى عن طلب استهلاكي قوي، وخصوصا على السلع والخدمات في حالة ندرة المعروض منها.

ثالثاً/ العوامل المؤثرة على النمو الإقتصادي:

يتفق معظم الإقتصاديين على أن النمو الإقتصادي يتأثر بعدد من العوامل الإقتصادية والإجتماعية يمكن تلخيصها في الآتي:¹

1. انخفاض مستوى الإدخار المحلي الذي يعتبر من المصادر الهامة لتوفير الموارد المالية التي يمكن إستخدامها في المجالات الإستثمارية المختلفة، وكذلك ضعف وعدم تطور المؤسسات والأسواق المالية المحلية لاستقطاب الموارد.

2. عدم تطور أو وجود البنيات الأساسية التي تساعد وتسهل عملية تحقيق النمو الإقتصادي من خلال تحريك عوامل الإنتاج والسلع المنتجة من مناطق الإنتاج إلى أماكن الاستهلاك والتصدير، وذلك باستخدام وسائل النقل البري والسكك الحديدية وتوفير الخدمات المصاحبة مثل النقل المبرد والتغليف والتعبئة.

3. الاعتماد على عدد محدود من سلع الصادرات، وتصدير السلع في شكل مواد خام دون إضافة قيمة، وسيؤدي ذلك إلى انخفاض عائد الصادرات في حالة انخفاض الطلب العالمي مما يؤثر سلباً على مقدرة الدولة على استيراد السلع الاستراتيجية، ومقابلة الالتزامات الخارجية، وتشير التجربة إلى تأثير الدول المصدرة للموارد الأولية سلباً بالأزمة المالية العالمية الأخيرة حيث انخفض الطلب على صادراتها، وقد أدى ذلك إلى تراجع تدفق الموارد للعمالات الاجنبية وحدوث عجز الحساب الجاري والرأسمالي نتيجة لانخفاض عائد الصادرات وتدفق رؤوس الأموال للدخل. وقد يغطي ذلك العجز بالاستدانة من الخارج مما يضعف ثقة

¹ محمد الحسن الخليفة، مرجع سبق ذكره، ص ص: 04-05.

المستثمرين الأجانب وبالتالي تخفيض استثماراتهم في إنشاء المشروعات الإنتاجية والخدمية، وينعكس ذلك سلباً على الدول المستضيفة للأستثمار الأجنبي المباشر وعدم إتاحة إمكانية الاستفادة من التكنولوجيا الحديثة وتطوير وتدريب القوى العاملة والتي يلاحظ ضعف الموارد المخصصة لتأهيلها في معظم الدول النامية، هذا بجانب عدم الاهتمام بتطوير مهارات المستثمرين ورجال الأعمال المحليين للقيام بالدور المنوط بهم في تحقيق النمو الاقتصادي.

4. عدم تحصيل الإيرادات العامة بصورة مثلى من مصادرها المختلفة، وعدم ترشيد الإنفاق وحصره على الأولويات يؤدي إلى انخفاض القيمة الحقيقية للدخول والأرباح وبالتالي انخفاض الادخار، كما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الإنتاج وبالتالي انخفاض تنافسية سلع الصادرات.
5. عدم الاستقرار الاجتماعي والسياسي وظهور النزاعات يؤدي إلى انخفاض الإنتاج بغرض الاستهلاك المحلي والتصدير ويضعف ذلك إمكانية تحقيق النمو الاقتصادي.
6. التغييرات المناخية وعدم توفر البيئة المواتية للاستثمار يحد من فرص تحقيق النمو الاقتصادي.

المطلب الثاني: التنمية الاقتصادية

أولاً/ تعرف التنمية الاقتصادية:

لقد أثار مصطلح مفهوم التنمية كثير من الجدل على المستويات (النظرية والعلمية التطبيقية) وتحمل المؤلفات السياسية والاقتصادية والاجتماعية العديد من التعاريف لهذا المصطلح، وكل منها تناوله من زاوية معينة حسب اختلاف الميادين والمناهج العلمية الخاصة بها. ومنه يصبح مصطلح التنمية، لا يؤدي نفس المعنى عند استخدامة في مختلف الدراسات، ولعل أول من استعمل هذا المصطلح هو "يوجين ستيلي" حين اقترح خطة تنمية العالم سنة 1889. ومن بين أهم التعاريف لهذا المصطلح: أن التنمية هي عملية الانتقال بالمجتمعات من حالة ومستوى ادنى إلى حالة ومستوى أفضل، ومن نمط تقليدي إلى نمط آخر متقدم كما ونوعاً وتعد حلاً لا يبد منه في مواجهة المتطلبات الوطنية في ميدان الإنتاج والخدمات¹. لكن اقتصادياً فتعرف على أنها: تركز على حدوث تغيير هيكلي في توزيع الدخل والإنتاج، وتهتم بنوعية السلع والخدمات المقدمة للأفراد أي أنها لا تركز على الكم فقط بل تتعداه إلى النوع، وبصفة عامة تعرف التنمية بأنها العملية التي تسمح أو يتم من خلالها زيادة في الإنتاج والخدمات وزيادة في متوسط الدخل الحقيقي مصحوباً بتحسين الظروف المعيشية للطبقات الفقيرة².

¹ تطور مفهوم التنمية السياسية وعلاقتها بالتنمية الاقتصادية، متاح على الموقع:

http://www.univ-chlef.dz/ar/seminaires_2008/dicembre_2008/com_dic_2008_8.pdf ص ص: 02-01.

² رابع، التنمية الاقتصادية والنمو الاقتصادي، متاح على الموقع: <http://www.ingdz.com/vb/showthread.php?t=94706>، يوم الجمعة: 2014/04/04.

على الساعة: 05:11.

كما عرفها البعض على أنها عملية يتم بمقتضاها الانتقال من حالة التخلف، إلى حالة التقدم وبالتالي تؤدي إلى إحداث العديد من التغيرات الجذرية في البنيان والهيكل الإقتصادي¹.
أيضاً "Arthur Morris" في كتابه "Geography and development": التنمية الاقتصادية أنها زيادة الإنتاج أو الاستهلاك من قبل كل شخص، وحساب النمو على أساس نصيب الفرد².
وكذلك فالتنمية: التنمية الاقتصادية هي شرط مسبق لحدوث النمو الاقتصادي في الدول النامية. أو بمعنى آخر، ليس كل نمو إقتصادي تحققه الدول النامية يكون نتيجة لتنمية حققتها أي ما يمكن تسميه نمو بلا جذور أي بسبب عوامل وقتية أما النمو الحقيقي فيأتي من تلك الجهود المنظمة طويلة الأجل لإعادة الهيكلة وإستكمال البنى الاقتصادية والتكنولوجية والاجتماعية أي كنتيجة لإحداث عملية التنمية الاقتصادية المستدامة³.
ثانياً: أهداف التنمية الإقتصادية:

للتنمية الاقتصادية أهداف عديدة تدور كلها حول رفع مستوى معيشة السكان ، وتوفير أسلوب الحياة الكريمة ولا ينظر إلى التنمية الاقتصادية باعتبارها غاية في حد ذاتها ، وإنما ينظر إليها على أنها وسيلة لتحقيق غايات أخرى، ومن الصعب تحديد أهداف معينة في هذا المجال نظرا لاختلاف ظروف كل دولة، واختلاف أوضاعها الاجتماعية والسياسية والاقتصادية، إلا أنه يمكن إبراز بعض الأهداف الأساسية التي يجب أن تتمحور حولها الخطة العامة للتنمية الاقتصادية⁴. ومن أهم هذه الأهداف ما يلي⁵:

- زيادة الدخل الحقيقي وبالتالي تحسين معيشة المواطنين؛
- توفير فرص عمل للمواطنين؛
- توفير السلع والخدمات المطلوبة لإشباع حاجات المواطنين وتحسين المستوى الصحي والتعليمي والثقافي، أي رفع المستوى المعيشي؛
- تقليل الفوارق الاجتماعية والإقتصادية بين طبقات المجتمع؛
- تحسين وضع ميزان المدفوعات؛
- تسديد الديون أولاً بأول؛
- تحقيق الامن القومي للدولة.

¹ تطور مفهوم التنمية السياسية وعلاقتها بالتنمية الإقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص: 06.

² Arthur Morris. Op. Cit, p: 01.

³ فخري الدين الفقي، محمد محمود وفاء، مرجع سبق ذكره، ص: 08.

⁴ الحسن ولد سيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 45.

⁵ التنمية والنمو الاقتصادي، متاح على الموقع، <http://www.tassialgerie.com/vb/showthread.php?t=16941>، يوم الجمعة: 2014/04/04 الساعة: 21:49.

ثالثاً/ الفرق بين النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية:

تشير الأدبيات الاقتصادية إلى إن النمو يختلف عن التنمية والتي تهتم بتحسين مستوى المعيشة من خلال تطوير وإنشاء البنيات الأساسية واستدامة البنية التحتية وتطوير رأس المال المادي والبشري وتوفير فرص العمل والخدمات الصحية والتعليمية والأمنية، أما النمو الاقتصادي فيركز على الإنتاج والإنتاجية أي التغيير في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي. ويرى بعض الاقتصاديين أن الدول النامية قد تُسجل معدل نمو اقتصادي إيجابي، بينما لم تُحقق نتائج ملموسة في جانب التنمية، ويرى البعض الآخر أن النمو الاقتصادي يُعتبر خطوة نحو التنمية لأن النمو قد يؤدي لارتفاع المدخرات والدخول، التي يمكن أن تُحسن مستوى المعيشة وارتفاع الطلب، والذي بدوره يؤدي إلى زيادة الإنتاج، وهذا يُعرف بدائرة النمو الاقتصادي (Circle Of Growth). ويرى البعض أن النمو الاقتصادي له آثار سلبية أهمها زيادة نسبة التلوث وبالتالي انخفاض الإنتاج وظهور البطالة، واستخدام الموارد الناضبة (Depleted Resouce) دون مراعاة للأجيال القادمة (Future Generation)، وأيضاً قد يكون هناك عدم العدالة في توزيع الدخل على المناطق الريفية، مما ينتج عنه نزاع وعدم استقرار¹. ومما سبق يمكن تبيان الفرق بين التنمية الاقتصادية والنمو الاقتصادي في الجدول الموالي:

الجدول رقم (01-02):

أوجه الاختلاف بين النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية.

النمو الاقتصادي	التنمية الاقتصادية
يتم بدون إتخاذ أية قرارات من شأنها إحداث تغيير هيكل للمجتمع.	عملية مقصودة (مخططة) تهدف إلى تغيير البنيان الهيكلي للمجتمع لتوفير حياة أفضل لأفراده.
يركز على التغيير في الحجم أو الكم الذي يحصل عليه الفرد من السلع والخدمات.	تهتم بنوعية السلع والخدمات نفسها.
لا يهتم لشكل 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.

¹ المصدر: بناي فتيحة، السياسة النقدية والنمو الاقتصادي: «دراسة نظرية»، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: إقتصاديات المالية والبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أمحمد بوقرة بومرداس- الجزائر، (غير منشورة)، 2008-2009، ص: 04.

¹ محمد الحسن الخليفة، مرجع سبق ذكره، ص: 04.

المطلب الثالث: النظريات وعناصر النمو الإقتصادي

أولاً/ عناصر النمو الإقتصادي:

يوجد العديد من العوامل التي تحدد التطور الاقتصادي والتي توضع في شكل مجموعات تتمثل أساساً في العمل ورأس المال والتقدم التقني، يتم تركيبها في نسب عقلانية مختلفة تضمن مستويات من الإنتاج وتتضمن.

1. **عنصر العمل:**¹ ويقصد بالعمل مجموع القدرات الفيزيائية والثقافية التي يمكن للإنسان إستخدامها في إنتاج السلع والخدمات الضرورية لتلبية حاجياته، وحجم العمل مرتبط بعدد السكان النشيطين في البلد وكذا عدد ساعات العمل التي يبذلها كل عامل، هذا من جهة أخرى بإنتاجية عنصر العمل التي يقصد بها حاصل قسمة الإنتاج المحقق على وحدات العمل المستعملة في إنتاجه.

بحيث كلما زادت إنتاجية عنصر العمل أدى ذلك إلى زيادة الإنتاج رغم أن عدد ساعات العمل بقيت على حالها.

2. **عنصر رأس المال:** ويعرف بأنه مجموع السلع التي توجد في وقت معين في اقتصاد معين²، فلا بد للمجتمع ان يضحى بجزء من الاستهلاك المادي لإنتاج السلع الرأسمالية مثل: المعامل، الآلات، طرق المواصلات، الجسور، المدارس، الجامعات، والمستشفيات،...إلخ، فالعوامل المحددة لمعدل التراكم الخاص برأس المال فهي تلك التي تؤثر في الاستثمار وأهمها: أ- توقعات الأرباح.

ب- السياسة الحكومية اتجاه الاستثمار.

إن ازدياد كمية رأس المال يؤدي إلى زيادة الناتج وتحقيق النمو الاقتصادي. حيث تزداد كمية رأس المال عن طريق الاستثمار. لهذا أصبحت دراسة الاستثمار وعوامل زيادته، لاسيما تخفيض سعر الفائدة وتخفيض الضرائب على الأرباح وتحسن مناخ الاستثمار بصورة عامة، من أهم مجالات الدراسات الاقتصادية³.

3. **التقدم التقني:** ويحدث نتيجة للاختراعات والابتكارات ويؤدي إلى تطوير منتجات جديدة وطرق إنتاجية أكثر كفاءة من الطرق القديمة⁴، ويعتبر واحد من العوامل الأساسية المحددة لنمو الدخل القومي، وقد أثبتت العديد من الدراسات أن مساهمة التقدم التكنولوجي قد تصل أحياناً إلى (80%) من زيادة الإنتاجية وبالتالي في زيادة الإنتاج والدخل القومي.

¹ بن شعيب فاطمة الزهراء، مرجع سبق ذكره، ص: 126.

² بن شعيب فاطمة الزهراء، مرجع سبق ذكره، ص: 133.

³ عائشة مسلم، اتجاهات النمو الاقتصادي في الجزائر: خلال الفترة «1990-2004»، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: إقتصاد الكمي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر- الجزائر، (غير منشورة)، 2006-2007، ص: 24.

⁴ بناي فتيحة، مرجع سبق ذكره، ص: 09.

وهو يعني ظهور المخترعات، وتطوير واكتشاف موارد أخرى جديدة تساهم بالتحسينات في مستويات التعليم والإدارة والتسويق. ولعل ما أحدثته الثورة الصناعية في القرنين 18 و19 خير دليل على مدى التطور الإقتصادي الذي حدث في أوروبا¹.
ثانياً/ نظريات النمو الإقتصادي: تطورت نظريات النمو الإقتصادي بتطور الفكر الإقتصادي واختلاف النظرة إلى العوامل التي يمكن أن يقوم على أساسها هذا النمو بين مختلف المدارس الفكرية، وفيما يلي بيان هذه النظريات:²

1. نظرية النمو الكلاسيكية:

رغم الاختلاف في بعض الآراء فيما بين الاقتصاديين الكلاسيك (آدم سميث(1723-1790)، دافيد ريكاردو(1772-1823)، روبرت مالتوس (1766-1834)، كارل ماركس (1818-1883)،...)، لكن هناك آراء عديدة متفق عليها فيما بينهم بخصوص نظرية النمو الإقتصادي. فقد حاول الاقتصاديون الكلاسيك اكتشاف أسباب النمو طويل الأجل في الدخل القومي والعملية التي تمكن النمو من أن يتحقق، ومن أبرز أفكارهم في مجال النمو الإقتصادي ما يلي:

- ◆ إعتقد الكلاسيك أن الإنتاج هو دالة لعدد من العوامل وهي: العمل، رأس المال، والموارد الطبيعية والتقدم التكنولوجي. والتغير في الإنتاج (النمو) يتحقق عندما يحصل تغير في أحد هذه العوامل أو جميعها. فحسب الكلاسيك يرون أن القوى الدافعة للنمو الإقتصادي تتمثل بتقدم الفن الإنتاجي وعملية تكوين رأس المال (الاستثمار). وأن تكوين رأس المال يعتمد على الأرباح وأن التقدم التكنولوجي لا يتم إلا من خلال تكوين رأس المال.
- ◆ إعتقد الكلاسيك بوجود علاقة بين النمو السكاني والتراكم الرأسمالي حيث أكدوا بأن تزايد التراكم الرأسمالي يؤدي إلى تزايد حجم السكان وفي نفس الوقت فإن تزايد حجم السكان من شأنه أن يؤدي إلى تخفيض تكوين رأس المال.
- ◆ اتجاه الأرباح نحو الانخفاض: إذ يقولون أن الأرباح لا تزداد بشكل مستمر بل تتجه إلى الانخفاض عندما تشتد المنافسة لزيادة التراكم الرأسمالي والسبب طبقاً لآدم سميث هو زيادة الأجور الناجمة عن المنافسة فيما بين الرأسماليين. كما يعتقد الكلاسيك بأنه عند وجود السوق الحرة فإن اليد الخفية من شأنها أن تعظم الدخل القومي.
- ◆ إن كل مفكري النظرية الكلاسيكية يتصورون ظهور حالة الركود والثبات كنهاية لعملية التراكم الرأسمالي وذلك بسبب ندرة الموارد الطبيعية والمنافسة فيما بين الرأسماليين.
- ◆ أكد الكلاسيك على الأهمية الكبيرة للبيئة الاجتماعية والمؤسسية المتواتية للنمو، وهذه تشمل نظام اجتماعي إداري وحكومة مستقرة ومؤسسات تمويلية منظمة ونظام كفو

¹ خشي سهام، علاقة الإستثمار بالنمو الإقتصادي في الجزائر: دراسة «اقتصاديات قياسية (1970-2005)»، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص: إقتصاد الكمي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر- الجزائر، (غير منشورة)، 2009-2008، ص: 32.

² بن شعيب فاطمة الزهراء، مرجع سبق ذكره، ص: 127-132.

للإنتاج، وهناك حاجة لتحرير الناس من التقاليد القديمة والمواقف والخرافات وتحديد حجم العائلة.

2. النظرية الكلاسيكية المحدثة:

في الثلث الأخير من القرن 19 (1870) تغيير الموضوع المركزي للاقتصاد من نمو الثروة في الأمد الطويل إلى دور التغير الحدي في التوزيع الكفاء للموارد. وأصبح مفهوم المنفعة الحدية هو المفهوم الرئيسي للاقتصاد الكلاسيكي المحدث والذي طوره كل من جيفونس ومنقار وفالراس. وقد ركز هؤلاء الاقتصاديون على دور الطلب المستند إلى المنفعة الحدية في تحديد قيمة السلع بدلاً من دور العرض المستند إلى نفقة الإنتاج كما زعم الاقتصاديون الكلاسيك. ثم جاء من بعد ذلك ألفرد مارشال والذي جمع كلا من جانب الطلب وجانب العرض لتحديد التوازن والقيمة كما أضاف إلى أفكار هذه المدرسة العديد من الأفكار المهمة الأخرى لتتحول بعدها إلى ما عرف بالنظرية الكلاسيكية المحدثة.

وتبرز عملية تكوين رأس المال في النظرية الكلاسيكية المحدثة كأحد أهم ما جاءت به هذه النظرية من حيث علاقة ذلك بالنمو الإقتصادي حيث تم افتراض إمكانية إحلال بين رأس المال والعمل وبذلك تحررت نظرية تكوين رأس المال من نظرية السكان.

وترى هذه النظرية أن تكوين رأس المال يعتمد على الادخار الذي يتحدد من خلال سعر الفائدة ومستوى الدخل، في حين يتحدد الاستثمار بسعر الفائدة وبالإننتاجية الحدية لرأس المال، ومن العوامل الأخرى المشجعة لتوسيع الإنتاج هي السكان والتكنولوجيا والتجارة الدولية. وأن التنمية عملية مستمرة تدريجية وتراكمية. وبخصوص النمو الإقتصادي فإن النظرية تتضمن ثلاثة أفكار رئيسية وهي:

- ◆ في الأمد الطويل يتحدد معدل نمو الإنتاج بمعدل نمو قوة العمل في الوحدات الكفؤة (أي بمعدل نمو قوة العمل + معدل نمو إنتاجية العمل) وأن معدل النمو مستقل عن معدل الادخار ومعدل الاستثمار. ويعود ذلك إلى أن المعدل الأعلى من للادخار أو الاستثمار يتم تعويضه من قبل معدل أعلى لنسبة رأس المال للناتج (K/Y) أو معدل أوطأ لإنتاجية رأس المال (V/K) وذلك بسبب الفرضية الكلاسيكية المحدثة الخاصة بتناقص عوائد رأس المال.
- ◆ أن مستوى دخل الفرد يعتمد على معدل الادخار والاستثمار وذلك لأن معدل دخل الفرد يتغير إيجابياً مع معدل الادخار والاستثمار وسلبياً مع معدل نمو السكان.
- ◆ عند وجود تفضيلات معطاة للادخار (بالنسبة للاستهلاك) والتكنولوجيا (دالة الإنتاج) لدى بلدان العالم، سوف تكون هناك علاقة سالبة لدى البلدان المذكورة فيما بين (K/Y) و (V/K) حيث أن البلدان الفقيرة التي تملك كميات قليلة من رأس المال للفرد. الأمر الذي يقود إلى تلاقي بين معدلات دخل الفرد ومستويات المعيشة فيما بين بلدان العالم المختلفة.

3. نظرية النمو الكينزية (نموذج هارود-دومار):¹

لقد كان النمو الاقتصادي سريعاً ومنتظماً قبل الثلاثينات من القرن 20، ولم تتخلله أية مشكلات حتى جاء الركود الاقتصادي والذي سمي بالكساد العظيم خلال الفترة (1930-1939) والفترة التي تلت الحرب العالمية الثانية، لذلك بدأ الاهتمام بمسألة النمو الاقتصادي وذلك بسبب الثورة الكينزية في نظرية الدخل من جهة وبروز مشكلة الفقر بشكل واسع من جهة أخرى. وأعتبر كينز أن قصور الطلب هو جوهر المشكلة الرأسمالية وأن الاستثمار هو دالة لسعر الفائدة، وأن الادخار هو دالة للدخل. وأكد كينز بأن دالة الإنتاج تعتمد على حجم العمل المستخدم. والنموذج الكينزي الأصلي يركز على القصور في الطلب ويؤشر احتمال حصول توازن اقتصادي عند مستوى أقل من مستوى الاستخدام الكامل. وقد ركز كينز اهتمامه على الاستقرار الاقتصادي أكثر من اهتمامه بالنمو، وتعامل نموذجه مع تحديد مستوى الدخل في المدى القصير جداً. وبموجب التحليل الكينزي فإن توازن الدخل والإنتاج (في الاقتصاد المغلق) هو عندما يتساوى الاستثمار المخطط مع الادخار المخطط.

◆ نموذج هارود-دومار (نموذج ما بعد كينز): يعتبر هذا النموذج توسعة لتحليلات التوازن الكينزية، ويستند هذا النموذج على تجربة البلدان المتقدمة ويبحث في متطلبات النمو المستقر في هذه البلدان. وقد توصل النموذج إلى استنتاج مفاده أن للاستثمار دوراً رئيسياً في عملية النمو.

وقد ركز هذا النموذج على العلاقة بين الادخارات والاستثمارات والنتائج. ويوضح النموذج العلاقة بين النمو والبطالة في المجتمعات الرأسمالية، إلا أن هذا النموذج قد اتخذ بشكل مكثف في البلدان النامية كوسيلة مبسطة للنظر في العلاقة بين النمو ومتطلبات رأس المال. ويؤكد النموذج بأنه للحفاظ على مستوى توازن الدخل الذي يضمن الاستخدام الكامل من سنة لأخرى، من الضروري أن ينمو الدخل الحقيقي والإنتاج بنفس المعدل الذي بموجبه تتوسع الطاقة الإنتاجية لتخزين رأس المال ويستند النموذج على عدد من الافتراضات أهمها:

- ابتداءً هناك توازن الاستخدام الكامل؛
- الاقتصاد مغلق؛
- الميل المتوسط للادخار يساوي الميل الحدي للادخار؛
- الميل الحدي للادخار يبقى ثابتاً؛
- أن المستوى العام للأسعار يبقى ثابتاً؛
- الاسعار تبقى ثابتة وكذلك أسعار الفائدة؛

¹ خشي سهام، علاقة الإستثمار بالنمو الإقتصادي في الجزائر: دراسة اقتصادية قياسية «1970-2005»، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص: الإقتصاد الكمي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر- الجزائر، (غير منشورة)، 2009-2008، ص: 44.

○ والافتراض الاساسي للنموذج هو أن الإنتاج يعتمد على كمية رأس المال (K) المستثمر في الوحدة الإنتاجية.

فالمعادلة الأساسية التي توصل إليها النموذج تتمثل في: $g=s/k$

g: معدل النمو للناتج.

S: معدل الادخار $s=S/Y$.

K: المعامل الحدي لرأس المال/الناتج.

ومن هنا يمكن لمعدل النمو أن يزداد إما من خلال رفع نسبة الادخارات في الدخل القومي أو بتخفيض معامل رأس المال/الناتج (أي زيادة الكفاءة الإنتاجية لرأس المال).

4. نظرية النمو الجديدة (الداخلية):¹

إن النظرية الكلاسيكية المحدثه ترجع معظم النمو الاقتصادي إلى عمليات خارجية مستقلة للتقدم التكنولوجي وقد ازدادت المعارضه للنماذج الكلاسيكية المحدثه في نهاية الثمانينات وبداية التسعينات، ولم تنجح هذه النظرية في تفسير التباعد أو الاختلافات الكبيرة في الاداء الاقتصادي فيما بين البلدان المختلفة الامر الذي دفع إلى ظهور نظرية جديدة هي نظرية النمو الجديدة (الداخلية).

فنظرية النمو الجديدة توفر إطاراً نظرياً لتحليل النمو الداخلي، النمو المستمر للناتج الذي يتحدد من قبل النظام الخاص بعملية الإنتاج. وباختصار فإن منظري النمو الداخلي يحاولون تفسير العوامل المحددة لمعدل نمو الناتج المحلي والذي لم يتم تفسيره بأنه يتحدد خارجياً في معادلة النمو لدى سولو والذي يعرف بمتبقي سولو. وأول من ابتدأ النماذج لهذه النظرية هما: ليكاس وبول رومار في 1986.

ويفترض نموذج نظرية النمو الجديدة وجود وفورات خارجية مترافقة مع تكوين رأس المال البشري والتي تمكن الناتج الحدي لرأس المال من الانخفاض. فأول اختبار للنظرية الجديدة هو التأكد فيما إذا كانت هناك علاقة سالبة بين نمو الإنتاج وبين المستوى الأولي لمعدل دخل الفرد. فإذا وجدت مثل هذه العلاقة فإنها تشكل تأييداً للنموذج الكلاسيكي المحدث، وبعبارة أخرى فإنها تؤيد النظرية الجديدة للنمو التي تقول بأن الإنتاجية الحدية لرأس المال لا تميل إلى الانخفاض.

وقد تم اختبار نموذج الانحدار البسيط لتقدير المعادلة التالية: $g_i = a + b_1(pcy_i)$

g_i: معدل نمو الإنتاج للفرد بالنسبة للبلد (i) لعدد من السنوات.

pcy_i: المستوى الأولي من معدل دخل الفرد.

¹ بن شعيب فاطمة الزهراء، مرجع سبق ذكره، ص ص: 127-131

فإذا وجد بأن المعامل (b1) معنوي وسالب فإنه سيكون دليلاً على الالتقاء الذي يفترضه النموذج الكلاسيكي المحدث، إلا أن الدراسات لم تثبت وجود الالتقاء حيث أن المعامل المذكور كان معنوياً وموجباً مما يشير إلى حالة عدم الالتقاء والتباعد.

ويتعزز موقف النظرية الجديدة إذا وجدنا بأن التعليم وكذلك البحث والتطوير يمنعان إنتاجية رأس المال الحدية من الانخفاض مما ينتج عنه افتراق حقيقي فيما بين أداء اقتصاديات البلدان المختلفة. وقبل أن نستنتج رفض النموذج الكلاسيكي المحدث يجب أن نتذكر بأن استنتاج النموذج المذكور حول الالتقاء يفترض بأن معدل الادخار ومعدل الاستثمار ومعدل نمو السكان والتكنولوجيا وكل العوامل التي تؤثر على إنتاجية العمل متساوية فيما بين دول العالم. وحيث أن مثل هذه الفرضيات ليست صحيحة فلا يمكن أن يكون هناك التقاء غير مشروط، بل يمكن أن يكون هناك التقاء مشروطاً إذا افترضنا ثبات كل العوامل المؤثرة في نمو معدل دخل الفرد بما فيها نمو السكان (P) ومعدل الاستثمار (I/Y) ومتغيرات تؤثر في إنتاجية العمل مثل التعليم والبحث والتطوير والتجارة وكذلك الاستقرار السياسي.

لقد توصلنا في هذا المبحث إلى فهم كلاً من مصطلح النمو الإقتصادي والتنمية الإقتصادية حيث عُرف النمو على أنه التغيير الإيجابي أو تلك الزيادة في مستوى إنتاج السلع والخدمات الدولة خلال فترة زمنية محددة (عادة عام).

فقد هدف النمو إلى تقديم منافع إضافية أو زيادة منافع قائمة لتزداد بدورها أوجه الإنفاق، التي تحقق ازدهار الدولة ومنها تحقيق رفاهية أكبر لأفراد المجتمع، وبرغم من عدم تحقيق هذا التخطيط أو الاستراتيجية في كثير من الأحيان فإن النمو الإقتصادي يعطي مؤشر عام حول الحالة الإقتصادية، ونتيجة لعدم تحقيق الأهداف المسطرة مقارنة بالحالة السابقة (السنة الماضية)، مما يدفع السلطات المعنية إلى إعادة رسم خطط أو تعديلها لتلائم مع الأهداف المستقبلية.

وقد تعددت النظريات النمو الإقتصادي وتطورت من إقتصادي إلى آخر وتضاربهما في ما بينها حول فهم وتحديد عناصر النمو والأسباب المتحكم فيه، وبرغم من هذا الاختلاف في ما بينها من جهة وبين تشابه المصطلحين النمو الإقتصادي والتنمية الإقتصادية من جهة ثانية، إلا أن الكثير من الإقتصاديين يرون أن كليهما مكمل للأخر.

وفي ما يلي سنحاول التحدث حول جوهر علاقة بين الأسواق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي في المبحث الثاني.

المبحث الثالث: العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي

تقول سوق الأوراق المالية بدور أساسي في تمويل النشاطات الاقتصادية ودفع الأفراد للإستثمار وتطوير مشاريعهم الصغيرة، حيث نمت العلاقة الوطيدة بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي.

مما دفع بالعديد من الدراسات النظرية والتطبيقية للاهتمام حول العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي حيث اتجهت أغلبها إلى معرفة نوع العلاقة بين الظاهرتين. والتي نلتمسها في هذا المبحث من خلال التعرف على نوع التمويل الذي تلعبه سوق الأوراق المالية وأهمية هذا التمويل، ثم معرفة قنوات التأثير على النمو الإقتصادي. **المطلب الأول: تعريف وخصائص التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية وأهميته أولاً/ تعريف التمويل:**

يشكل التمويل أحد المقومات الأساسية لتطوير القوى المنتجة وتوسيعها وتدعيم رأس المال خاصة لحظة تمويل رأس المال المنتج وقد تعددت تعريفات التمويل والتي نذكر منها:¹ التمويل هو: "البحث عن الطرق المناسبة للحصول على الأموال واختيار وتقييم تلك الطرق والحصول على المزيج الأفضل بينها بشكل يناسب كمية ونوعية احتياجات والتزامات المؤسسة المالية".

تتمثل عملية التمويل: "في البحث والحصول على الموارد المالية الضرورية لتحقيق الاهداف المسطرة".

ويمكن تعريف التمويل بأنه: "تلك المجموعة من القرارات حول كيفية الحصول على الأموال اللازمة لتمويل استثمارات المؤسسة، وتحديد المزيج التمويلي الأمثل من مصادر التمويل المقترضة والأموال المملوكة من أجل تغطية استثمارات المؤسسة".

ثانياً/ أنواع التمويل:

يتم تغطية العجز للوحدات الاقتصادية إما باستعمال مصادر داخلية أو خارجية. وتتجلى أهم صور المصادر الداخلية في التمويل الذاتي، وهذا يعني أن يعود إليها فائض نشاطها الإنتاجي، فإذا كانت الموارد الداخلية للوحدة الاقتصادية غير كافية للتمويل أو إذا كانت السياسة التمويلية لا تعتمد عليها، فإن اللجوء إلى التمويل الخارجي يصبح أمراً حتمياً حيث يتم على مستوى النظام المالي عن طريق التمويل المباشر والتمويل غير المباشر:²

¹ محمد بوشوشة، مصادر التمويل وأثرها على الوضع المالي للمؤسسات: دراسة حالة «المؤسسة الوطنية لصناعة الكوالب بسكرة»، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: إقتصاد وتسيير المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خضير بسكرة- الجزائر، (غير منشورة)، 2006-2007، ص: 06.

² بن عزوز عبد الرحمن، مرجع سبق ذكره، ص: 06.

1. التمويل المباشر: يتمثل التمويل المباشر في العلاقة القائمة بين المقترض والمستثمر دون تدخل أي وسيط بنكي أو غير بنكي. وذلك من خلال إصدار مستخدمي الأموال (وحدات العجز المالي) الذين يمثلون بالنسبة للوحدات ذات الفائض المالي (المقترضين النهائيين لأصل مالي) أوراقاً مالية مباشرة (تدفق مباشر للأوراق المالية) للوحدات ذات الفائض، وعادة ما يتعهد المدين (المقترض) بدفع سلسلة من المدفوعات للدائن في المستقبل حتى يسترد صاحب الأموال مدفوعاته بالإضافة إلى عائد مناسب مقابل مخاطر التسليف أو يحرر له صك ملكية لجزء من القيم الحقيقية للمؤسسة، وتمثل الأصول المالية المتنازل عنها مستند مطالبة لحق الموارد أو الدخل مقابل هذه الأموال، ويطلق على هذه الأصول المالية أوراق مالية مباشرة أو أوراق مالية أولية.

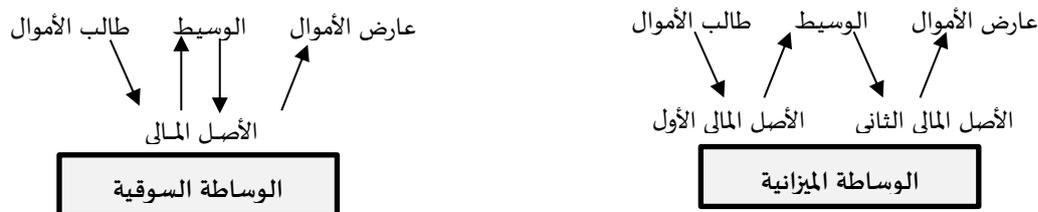
2. التمويل غير المباشر: يضطلع إدار العائلات "وهو ذلك الجزء الذي لا يستخدم في الاستهلاك" بدور كبير في الاقتصاد بإعتباره القطاع الوحيد الذي تتجاوز مدخراته استثماراته، ولهذا فإن نمو القطاعات الأخرى يعتمد على تحويلات المدخرات في هذا القطاع، حيث تم خلق آليات جديدة للاستفادة من هذه المدخرات، ويعد بروز المؤسسات المالية الوسيطة وراء هذا الشكل من التمويل، وتساعد هذه المؤسسات الوسيطة على التقاء مرن بين وحدات الفائض والعجز، يتجاوز مجرد التوسط إلى إصدار أصول مالية غير مباشرة من قبلها لصالح وحدات الفائض وقبول الأصول المالية المباشرة من وحدات العجز.

وبالتالي يعد الوسيط المالي الحلقة المركزية لآلية التمويل غير المباشر، إذ يمكنه تجميع موارد مالية بإصدار حقوق يكتتب فيها من قبل المقترضين النهائيين، وجذب ودائع هؤلاء مقابل إلتزامات معينة، وهذه الموارد يمكن أن تستكمل بموارد ذات طبيعة نقدية التي يمكن لبعض الوسطاء خلقها.

ويمكن التمييز هنا بين نوعين من الوساطة، وهما وساطة ميزانية ووساطة سوقية، ويختلف تدخل الوسيط في كل منهما كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (04-02):

الوساطة الميزانية والوساطة السوقية



المصدر: بن عزوز عبد الرحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس.

رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة- الجزائر، (غير منشورة)، 2011-2012، ص: 69.

من خلال هذا الشكل يمكن شرح الوساطة الميزانية والوساطة السوقية كما يلي:

أ- الوساطة الميزانية: ويعمل فيها الوسيط على تحويل مميزات الأصل المالي، فالوسيط يقوم بشراء أوراق مالية أولية ويحتفظ بها في جانب الأصول من ميزانيته، وفي المقابل يقوم بإصدارات مختلفة تسجل في جانب الخصوم.

ب- الوساطة السوقية: ويتدخل فيها الوسيط في سوق الأصول المالية كما يلي:

- بتقريب كل من المشتري والبائع في حالة السمسرة مقابل عمولة؛
- عند إجرائه الإصدار لصالح الزبون؛
- الشراء لحسابه الخاص لإعادة البيع مقابل الحصول على هامش؛

ويلاحظ في كل هذه الحالات أن إسهام الوسيط يتركز على مستوى تداول الأصول ورفع السيولة.

ثالثاً/ خصائص التمويل المباشر:

يمكن إجمال أهم خصائص التمويل المباشرة فيما يلي:¹

أ- نظام التمويل المباشر يتم عن طريق البورصة، ويقوم على النظرية النيوكلاسيكية في الأهمية الاقتصادية للأسواق المالية والدور المركزي للدخار.

ب- تمويل ذاتي مرتفع للمؤسسات حيث يمكن اعتبار اقتصاد الأسواق المالية بإقتصاد الأموال الخاصة خصوصاً في حالة التمويل عن طريق إصدار الأسهم.

ت- لا تهمل الوساطة في هذا النظام وإنما تعتبر كفرع في السوق.

ث- مشكلة إعادة التمويل ليست أساسية والعودة إلى البنك المركزي جزئية لأن البنوك التجارية لا تعود لتستدين أمام البنك المركزي.

ج- المديونية للخرينة العمومية يتم تحديدها بحرية وتعبر بشكل جيد عن العلاقات بين العرض والطلب على رؤوس الأموال.

ح- يلجأ البنك المركزي في هذا النظام إلى استخدام سياسة السوق المفتوحة.

رابعاً/ أهمية التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية:

لقد تزايد الاهتمام بالتمويل من خلال سوق الأوراق المالية نتيجة تضافر مجموعة من العوامل، منها ما هو دولي ومنها ما هو محلي يتعلق بالأوضاع الداخلية لكل دولة. من أهم هذه العوامل:²

أ- عجز الدولة عن تمويل خطط التنمية الاقتصادية التي تتطلب في الغالب رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوافر في خزينة الدولة، الشيء الذي يدفع بالدولة ربما للاقتراض الخارجي وما يترتب عنه من تبعات وخيمة تطال استنزاف موارد الأجيال اللاحقة، أو اللجوء إلى الاقتراض الداخلي

¹ بن شعيب فاطمة الزهراء، مرجع سبق ذكره، ص: 108.

² أحمد رجراج، مرجع سبق ذكره، ص: 19-20.

سواء من البنك المركزي أو من البنوك التجارية ما يؤدي إلى مزاحمة ومنافسة القطاع الخاص في الحصول على القروض.

ت- عدم قدرة البنوك التجارية على توفير التمويل متوسط وطويل المدى لعدة أسباب، من أهمها مشاكل التعرض لمخاطر التضخم والمخاطرة لقصر أجال مواردها المالية.

ث- تسرب كمية معتبرة من المدخرات خارج الدورة الاقتصادية نتيجة زيادة الوعي والثقافة الإسلامية في كثير من الدول الإسلامية وغير الإسلامية بحرمة التعامل بالربا، فواكب ذلك البحث عن قنوات بديلة تخلو من المحظورات الشرعية بغية الاستفادة من تلك المدخرات.

ج- جلب الإستثمار الأجنبي بتمويل التنمية المحلية من خلال السماح للأجانب من تملك الأوراق المالية للشركات المحلية، أو إصدار الشركات المحلية لأوراق مالية في الأسواق المالية الدولية.

ح- قدرة سوق الأوراق المالية على تنشيط المشاريع الصغيرة والمتوسطة ذات الأفق المستقبلية الواعدة من خلال إيجاد تمويل أقل تكلفة مقارنة بالتمويل المصرفي الذي غالباً ما يكبل ويكبح قدرات المشاريع ذات الأحجام الصغيرة والمتوسطة على التطور والنمو.

ويوفر التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية مجموعة من المزايا مقارنة بالتمويل المصرفي يمكن عرض أهمها في الجدول التالي:

الجدول رقم (02-02):

مزايا التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية مقارنة بالتمويل المصرفي

أوجه المقارنة	التمويل من البنوك	التمويل من سوق الأوراق المالية
تكلفة الاقتراض	أعلى	عملياً التكلفة تكون أقل
الحد الأقصى للتمويل	هناك حدود قصوى للتمويل تحددها في معظم الأحيان برأس مال البنك	لا يوجد حد أقصى إذا توفرت قناعة لدى المساهمين بفرض نمو الشركة
إمكانية زيادة التمويل في أي وقت	محدودة، تتوقف على شروط البنك	أكثر مرونة ولا توجد حدود قصوى
تسهيل عملية الاندماج والاستحواذ	لا يوجد أي تأثير	إدراج أسهم شركة ما في سوق الأوراق المالية يساعد في زيادة فرص اندماجها واستحواذ شركات كبرى عليها
إمكانية وجود دعم فني إداري	التمويل المصرفي يقتصر على الاقتراض فقط	من خلال سوق الأوراق المالية قد تستفيد الشركات من كفاءة وخبرات المستثمرين الاستراتيجيين ما يسمح بتنمية الشركات إدارياً وفنياً
رفع الكفاءة التنظيمية	لا يوجد تأثير مباشر على كفاءة الشركة	إلتزامات القيد والإفصاح تساهم في رفع كفاءة الشركة
تحديد قيمة عادلة للشركة	لا تؤثر على القيمة العادلة للشركة	تساهم في تحديد القيمة العادلة للشركة من خلال القيمة السوقية

المصدر: أحمد رجراج، أسواق الأوراق المالية الخليجية: «تقييم الأداء وتحديات المرحلة الراهنة»، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص: نقود مالية، جامعة الجزائر3-الجزائر، (غير منشورة)، 2012/2013، ص: 20.

المطلب الثاني: دور سوق الأوراق المالية وقنوات تأثيرها على النمو الاقتصادي أولاً/ دور سوق الأوراق المالية في تنشيط الاقتصاد¹

تتمثل الوظيفة الأساسية لأسواق المال في نقل الأموال من الأطراف التي لديها فائض من الأموال (مدخرات) إلى الأطراف التي تعاني من عجز في الأموال، وكانت الغاية الأساسية للأسواق المالية هو لإشباع رغبات وحاجات المتعاملين، ومن ثم أضحت ضرورة حتمية استلزمها المعاملات الاقتصادية بين الأفراد والمؤسسات والشركات، فهي تعمل على تحقيق موازنة فعالة بين قوى العرض والطلب وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات وتزداد أهمية أسواق الأوراق المالية وتتلور ضرورتها في المجتمعات التي تتسم بحرية الإقتصاد والتي يعتمد الإقتصاد فيها على المبادرة والمبادأة الفردية والجماعية وتستمد الاسواق المالية أهميتها من وجودها ومن الدور المتعدد الأوجه الذي تقوم به، فهي أداة فعل غير محدودة في الإقتصاد القومي تؤثر في مختلف جوانب الإقتصادي ومجالاته، وفي الوقت عينه تتأثر به، مما يحدث بالتالي أثراً جديدة.

كما تلعب أسواق الأوراق المالية دوراً بالغ الأهمية في جذب فائض رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الإقتصاد الوطني وتحوله من مال عاطل (خامل) إلى رأس مال موظف وفعال في الدورة الإقتصادية، وذلك من خلال عملية الاستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم والسندات والصكوك التي يتم طرحها في أسواق الاوراق المالية، بالإضافة إلى ذلك تعمل أسواق الأوراق المالية على توفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات من خلال طرح الاسهم والسندات أو إعادة بيع كل من هذه الأسهم والسندات المملوكة للمشروع ومن ثم تأكيد أهمية إدارة الموارد النقدية للمشروعات فضلاً عن ذلك توفر أسواق الأوراق المالية قنوات ومداخل سليمة أمام الأفراد ولاسيما صغار المستثمرين، كما أنها أداة رئيسة لتشجيع التنمية الاقتصادية في الدول وتحقق جملة من المنافع الاقتصادية منها منافع الحياة والتملك والانتفاع والعائد الاستثماري المناسب، كما تمثل حافزاً للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على تحسين أسعار الأسهم لهذه الشركات، وكلما كانت أسواق الأوراق المالية فعالة كما كانت أكثر قدرة على تحقيق رسالتها الحيوية في دعم وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة وذلك من خلال الآتي:²

- تحقيق الحافز والدافع الحيوي لدى جماهير المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية؛
- القدرة على توفير وإعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع، ودعم الاستثمارات ذات الأجل المختلفة؛

¹ مناقض عباس حسين الجواري، محسن عبد الله الراجحي، الأسواق المالية على المستويين العربي والعالمي مع تعليق قياسي، ورقة بحثية مقدمة مجلة كلية بغداد للعلوم الإقتصادية، (20)00، العراق، 2009، ص ص: 286-287.

² أسواق الأوراق المالية: لمحة عامة، أنواعها ودورها في النشاط الإقتصادي، متاح على الموقع: http://www.arab-api.org/images/training/programs/1/2004/44_C9-1.pdf، يوم السبت: 2014/04/26 على الساعة: 14:50.

- تفعيل أهمية التعامل بالأوراق المالية لدى المجتمع وتحويلهم إلى مستثمرين فاعلين في الإقتصاد القومي؛

- رفع مستويات الإنتاج في الإقتصاد من خلال تمويل الفرص الإستثمارية ورفع مستويات التشغيل أو التوظيف وبالتالي تحقيق مستويات أفضل للدخول الفردية أو على المستوى القومي؛

- تمويل التنمية الإقتصادية وذلك من خلال مساعدة حكومات الدول على الاقتراض من الجمهور لأغراض تمويل مشروعات التنمية والإسراع بمعدلات النمو الإقتصادي.

ثانياً/ قنوات تأثير السوق المالي على النمو الإقتصادي:

لم يصل الأدب الإقتصادي إلى اتفاق تام حول دور تطور السوق المالي في تحقيق النمو الإقتصادي. ويعتبر الناقدون السوق المالي نادي للقمار ليس له تأثير إيجابي، بل قد يكون له تأثير سلبي على النمو الإقتصادي¹، ويستندون في ذلك إلى مجموعة من المبررات نذكر منها:

1. أنه في الدول النامية وكذلك في العديد من الدول المتقدمة، تمويل حصة محدودة فقط من الإستثمارات من مصادر ذاتية كالأرباح المحتجزة، أو من مصادر خارجية كالقروض المصرفية.

2. تسهم أسواق الأوراق المالية في تحقيق التقلبات الإقتصادية، إذ أن تزايد تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، قد يؤدي إلى تغيرات سعرية مفرطة، وعدم الاستقرار على مستوى الإقتصادي الكلي، ويؤدي أيضاً إلى تقلبات في أسعار الصرف، ومن شأن ذلك أن يؤدي إلى آثار سلبية على النمو الإقتصادي. وثمة رؤية أخرى تشير إلى أن السوق المالي يمكن أن يساهم في تحقيق النمو الإقتصادي وذلك من خلال قنوات عدة أهمها:

1/ السيولة: وتعتبر أحد الأهداف الهامة من وجهة نظر المستثمرين، حيث تمثل إمكانية تحول أي شكل من أشكال الأصول إلى نقد في فترة زمنية قصيرة دون أن يفقد أكثر من قيمته، بمعنى آخر تغير في الأسعار²، لذا فالعديد من الإستثمارات المربحة تحتاج إلى إلتزام طويل الأجل بتوفير رأس المال، ولكن غالباً ما يحجم المستثمرين على التخلي عن السيطرة عن مدخراتهم لفترات طويلة. لهذا تجعل الأسواق المالية ذات السيولة العالية الإستثمار أقل خطراً وأكثر جاذبية، لأنها تسمح للمدخرين بالحصول على أصول مالية، مع إمكانية بيعها بسهولة ويسر، إذا احتاجوا إلى استرداد مدخراتهم، أو رغبوا في تغيير محافظهم للأوراق المالية. وفي الوقت نفسه تتمتع الشركات بإمكانية دائمة للحصول على رأس المال من خلال إصدار المزيد من الأسهم،

¹ حسن محمد الرفاعي، سوق الأوراق المالية: من المخاطر إلى الأزمات (قراءة في أبعادها المالية وأحكامها في الإقتصاد الإسلامي)، بحث مقدّم إلى الملتقى الدولي الثاني: متطلبات التنمية في أعقاب إفرازات الأزمة المالية العالمية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بشار، 2010، ص: 05.

² V. Benić, I. Franić. Stock Market Liquidity: Comparative Analysis Of Croatian And Regional Markets, **Financial Theory and Practice**, 32 (4), 2008, p p: 477-498.

وعليه السيولة تسهل الاستثمار على المدى الطويل، وبالتالي تعزز التوقعات لنمو اقتصادي طويل الأجل.

إلا أن السيولة العالية قد تبطئ النمو الاقتصادي، حيث يشار في العادة إلى ثلاثة أسباب من شأنها دحض عملية النمو، وهي:¹

أ- ان السيولة العالية قد تقلل من نسبة الادخار من الدخل، والإستعاضة عنها بتسييل المدخرات في السوق المالي.

ب- أن أسواق الأسهم ذات السيولة العالية قد تقلل من نسبة الاستثمار، بسبب تأثير حالة عدم التأكد على الاستثمار.

ت- أن الأسواق المالية التي تتمتع بسيولة مفرطة تشجع قصر النظر لدى المستثمرين، ذلك أنها تجعل من السهل على المستثمرين غير الراضين بيع أسهمهم بسرعة، وبالتالي فهي قد تضعف التزامهم، وتقلل الحوافز التي تجعلهم يمارسون الرقابة على الشركات المساهمين فيها، من خلال الإشراف على مديريها ورصد أداؤها، الأمر الذي قد يؤثر عكسياً على أداء تلك الشركات، ومن ثم التأثير سلباً على النمو الاقتصادي، ويتم قياس السيولة في السوق المالي من خلال مؤشري معدل الدوران ونسبة حجم التداول.

2/ تعبئة المدخرات: تتضح أهمية السوق المالي في العمل كونه حلقة وصل ما بين الادخار والاستثمار، فالسوق المالي يمثل القناة التي يتم من خلالها التمويل من الوحدات التي تحقق فائضاً إلى الوحدات التي تعاني عجزاً، إذ يعمل على جذب فائض رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي، ويحوّله من مال عاطل إلى رأس مال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال طرح الأسهم والسندات وتشجيع الأفراد والشركات على الاستثمار فيها، وهي بذلك تعد وسيطاً جيداً في تغطية الفجوة التي تعاني منها الكثير من القطاعات والأفراد المتمثلة في: عدم مقدرة البنوك التجارية على التوسع في الإئتمان متوسط الأجل المستوى المطلوب، لأسباب كثيرة لعل من أبرزها مخاطر التضخم، ومخاوف التغيير في هامش سعر الفائدة...إلخ.

3/ زيادة معدل نمو الاستثمار: يشجع السوق المالي على تنمية الادخار الاستثماري بشكل عام، وخاصة بالنسبة لصغار المستثمرين الذين لا يستطيعون في العادة القيام بمشاريع استثمارية مستقلة بأموالهم، بسبب صغر حجم هذه المدخرات فضلاً عن عدم معرفتهم بفرص الاستثمار المتاحة والمجدية، ومن ثم فإنهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر أموالهم، وهذا يساعد على خدمة أغراض التنمية والحد من التضخم، وذلك يساهم في زيادة تكوين رؤوس الاموال للشركات والمؤسسات الاستثمارية، التالي زيادة معدل نمو الاستثمار، ومنه زيادة معدل

¹ Demircuc-Kunt, Asli, and Ross, Levine , **Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts**, The World Bank Economic Review, 10(2), A Symposium Issue on Stock Markets and Economic Development ,May 1996, p: 293-294.

النمو الإقتصادي، كما أنها تساعد على توجيه المدخرات نحو الاستثمارات الملائمة (سواء في الأسهم أو السندات)، وذلك وفقاً لاتجاهات الأسعار.

كما تجدر الإشارة إلى الدور الذي يؤديه السوق المالي في كل من الإنفاق الاستهلاكي والإنفاق الإستثماري، من خلال ما يسمى بأثر الثروة الناجم في حالة ارتفاع القيم السوقية للأوراق المالية مقارنة بقيمتها الاسمية، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع ثروة المستثمرين، حيث يتم إنفاق جزء منها على الاستهلاك، وجزء على الاستثمار، مما يؤدي مع بقاء العوامل الأخرى على حالها، إلى زيادة الطلب الكلي، ومن ثم الدخل.

4/ مخزن للثروة: يظهر دور السوق المالي بتوفير أشكال أخرى للاحتفاظ بالثروة متمثلة بجميع الأوراق المالية المتعامل بها في تلك الأسواق (الأسهم بأنواعها والسندات المختلفة)، على الرغم من أن النقود تتمتع بصفة السيولة التامة لكنها لا تعد أفضل مستودع للقيمة أو فضل شكل من أشكال الاحتفاظ بالثروة، كما يعمل السوق المالي بدور مخزن أو مستودع للقيمة أو الثروة، طالما أن المدخر يقارن بين أساليب الادخار المختلفة على أساس معايير عدة منها (الربح والامان)، لضمان زيادة الثروة، فالأوراق المالية تدر على صاحبها عائداً أو دخلاً نقدياً يساوي قيمة الثروة (W) مضروباً في نسبة العائد عليها (r) إذ أن: $Y=W.r$.

وبطبيعة الحال يمكن استخدام الدخل المتولد من الثروة لأغراض الاستهلاك والادخار والضريبة، إذ يشكل الادخار عندئذ مصدر تراكم الثروات المالية أي أن: $Y=C+S+T$. فضلاً عن ذلك فإن الأوراق المالية التي توفرها تلك الأسواق، تتسم بكونها لا تتعرض للاندثار، وفي الوقت نفسه فإن مخاطرها تعد أقل من مخاطر بعض الأشكال الأخرى للادخار والاحتفاظ بالثروة.

5/ تحقيق الأسعار المناسبة: وهذا الوظيفة الأساسية مرتبطة ارتباطاً وثيقاً بوظيفة توفير السيولة، حيث لا يجب أن يوفر السوق المالي تسهيل التسويق على حساب الأسعار، وهذا يعني أن المدخر إلى جانب حرصه على أن يكون لديه فرص كبيرة لبيع أوراقه المالية كلما احتاج إلى ذلك، فإنه يحرص أيضاً على أن يكون السعر الذي يبيع به مناسباً لاستثماراته. والسوق المالي له دور في ذلك من خلال ما لديه من أجهزة وإمكانات واتصالات السماسرة ببعضهم وبعملائهم، كل هذا يعمل على تجميع الطلب والعرض في مكان واحد، مما يترتب عليه سعراً عادلاً للبائع حتى لا يبيع مضطراً بخسارة، وهذه الوظيفة تحقق تنمية الإدخار ومنه ارتفاع الاستثمار وبالتالي تعزيز النمو الإقتصادي.

6/ تحويل المخاطر: تسهم وظيفة تحويل المخاطر في تنمية الاستثمارات المادية التي تقوم بها الشركات المساهمة، من خلال قيام السوق ببناء محفظة مالية تضم أوراقاً مالية متنوعة لقطاعات مختلفة ومنشآت متنوعة، حيث يؤدي التنوع إلى تخفيض علاوة الخطر المطلوبة، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض تكلفة راس المال بالنسبة للشركات، وتزيد منافع التنوع في ظل

اندماج أسواق الأوراق المالية¹. كما وأنه من دون تنوع الأوراق المالية كان سيتعرض الأفراد إلى مخاطر السيولة، الأمر الذي يجبرهم على سحب أموالهم من المشاريع طويلة الأجل، مما يؤثر سلباً على الاستثمار، ومنه على النمو الاقتصادي².

7/ الحد من معدلات التضخم: حيث يساعد السوق المالي على جذب المدخرات من الأفراد والمؤسسات، وبالتالي أمتصاص فائض السيولة النقدية، واتجاه هذه المدخرات نحو الاستثمار بدلاً من الاستهلاك، كما يساعد على تلاقي الآثار التصحيحية بتمويل المشروعات دون الإفراط في خلق الإئتمان من قبل البنوك التجارية.

8/ تقييم الشركات والمشروعات: يعتبر السوق المالي أداة هامة لتقييم الشركات والمشروعات، حيث تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات، من خلال الحكم عليها بالنجاح وال فشل، فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها، او ضعف مركزها المالي، وهو ما يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها أملاً في تحسن مركزها وإنتاجها، الأمر الذي يؤثر إيجاباً في الاستثمار، ومنه في النمو الاقتصادي.

9/ تخفيض كلفة المعلومات وكلفة البحث عن الصفقة: يساهم السوق المالي في تزويد المتعاملين بالمعلومات الأساسية الكافية ذات الكلفة الزهيدة للغاية، الأمر الذي يوفر للمدخر والمستثمر الحماية الكافية ضد مخاطر تقلب الأسعار، وفي الوقت نفسه يقلل من أعباء تكاليف المعلومات، والذي يساهم في تشجيع الأفراد للادخار والاستثمار في آن واحد.

10/ جذب العملة الصعبة:

تسعى سوق الأوراق المالية إلى جلب الاستثمارات الأجنبية وذلك بإتباع طرق شتى أهمها: إزالة القيود على الاستثمار الأجنبي في السوق المالي، وتبيان مكانة الشركات المقيدة لديها. حيث أن انضمام الشركة إلى هذه السوق يخلق لها مكانة خاصة بين الشركات، ويدل على أوضاعها الاقتصادية الجيدة، ومركزها المالي المقبول. ومنه فإن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية تعمل على الرفع من حجم السيولة على مستوى البلد المستقبل، وتخلق مصدراً مالياً تتمكن من خلاله المؤسسات من تمويل مشاريعها.

11/ معالجة المديونية:

من خلال جذبها للمدخرات الأجنبية للاستثمار في الأسهم المصدرة محلياً، تساهم سوق الأوراق المالية في تفادي المشاكل التي تنتج عن الاقتراض الخارجي، المتمثلة أساساً في زيادة مدفوعات خدمة الدين. كما تساهم سوق الأوراق المالية في تخفيف عبء المديونية بتحويلها إلى ورقة مالية قابلة للتداول في أسواق المال الدولية، وتسمى الأدوات المالية التي تستخدم في هذه

¹ جميلة يحيى صحراوي، أثر تطور السوق المالي والجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي: دراسة حالة الأردن «1979-2009»، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، قسم: أقتصاديات المال والأعمال، جامعة مؤتة- الأردن، (غير منشورة)، 2011، ص: 18.

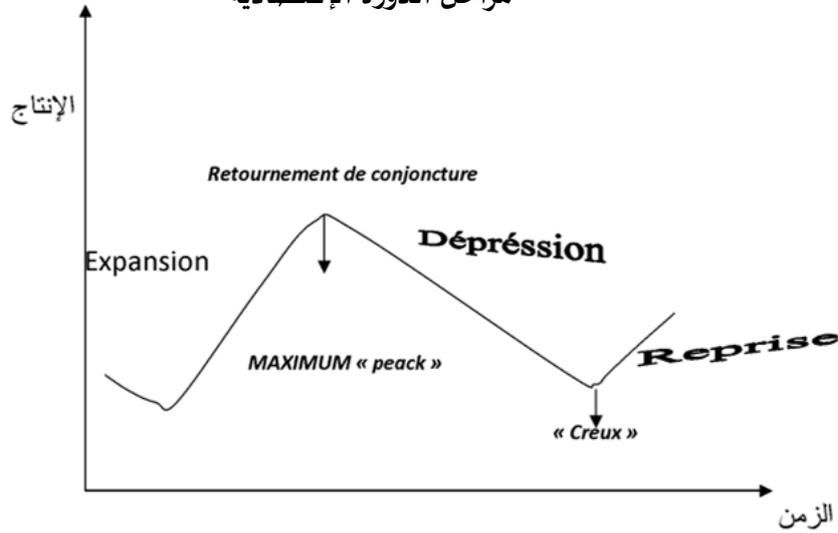
² Stijn Van Nieuwerburgh, and Frans Buelens, and Ludo Cuyvers, **Stock Market Development and Economic Growth in Belgium**, Explorations in Economic History, 43(01), journal Elsevier, 2006, P: 16.

التقنية بسندات التخارج. إذ يمكن للمصارف الدائنة تحويل القروض التجارية إلى أوراق مالية قابلة للتداول.

ثالثاً/ دورة سوق الأوراق المالية والدورة الاقتصادية: دورة سوق الأوراق المالية لها علاقة ضيقة مع الدورة الاقتصادية، ففي الواقع قوة الاقتصاد هي التي تسبب نمو الأرباح للمؤسسات ومع ذلك فالصحة المالية للاقتصاد ليست متوافقة مع الدورة الاقتصادية، فالمؤسسات تعرف أحسن النتائج مع نهاية مرحلة الازدهار وخلال مرحلة التوسع أي الفورة (Surchauffe) السوق يعرف انخفاضاً والمؤسسات تحقق خسارة حيث يمكن تمثيل مراحل الدورة الاقتصادية من خلال الشكل (02).

شكل رقم (02-05):

مراحل الدورة الاقتصادية



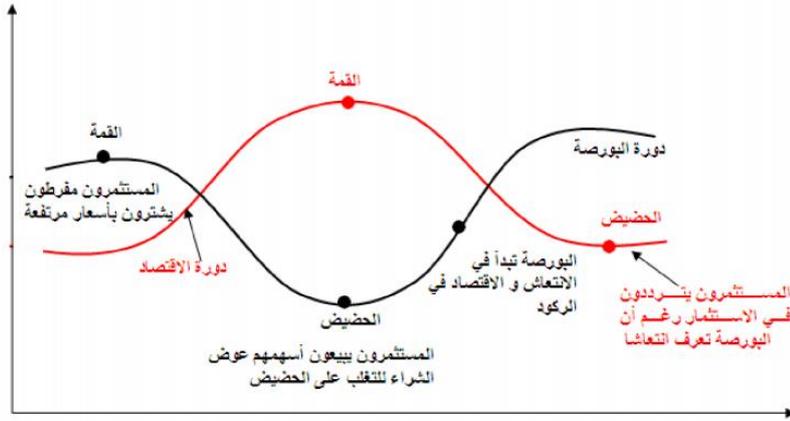
المصدر: بن شعيب فاطمة الزهراء، دور البورصة في تحقيق النمو الإقتصادي: دراسة حالة «الأسواق المالية الخليجية»، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان- الجزائر، (غير منشورة)، 2010-2011، ص: 138.

فرغم الأداء الاقتصادي السيء يمكن للأسواق المالية أن تمنح فرصاً بشراء أوراق مالية بسعر مناسب. فهذه الثنائية ركود اقتصادي، جذب البورصة للمستثمرين تفسر وجود ارتباط بين دورة سوق الأوراق المالية والدورة الاقتصادية بهدف بناء توقعات من أجل تقدير اتساع النمو أو تراجع المرحلة القادمة للدورة الاقتصادية. وكل هذا الاستناد إلى مؤشرات متقدمة ثم الاتجاه إلى مؤشرات متأخرة من أجل التأكد من الأحداث الاقتصادية الماضية. من بين المؤشرات المتقدمة يوجد: مؤشر الثقة، حالة مؤشرات البورصة. أما المؤشرات المتأخرة فتتمثل فيما يلي: معدل البطالة، الناتج المحلي الإجمالي ومعدل الفائدة الضعيف في فترة الركود الاقتصادي من أجل إنعاش نفقات الاستثمار للمؤسسات ونفقات الاستهلاك للعائلات.

ويمكن تمثيل العلاقة بين دورة سوق الأوراق المالية والدورة الاقتصادية بالشكل التالي:

الشكل رقم (02-06):

سوق الأوراق المالية والاقتصاد: الارتباط



المصدر: بن شعيب فاطمة الزهراء، دور البورصة في تحقيق النمو الإقتصادي: دراسة حالة «الأسواق المالية الخليجية»، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان- الجزائر، (غير منشورة)، 2010-2011، ص: 139.

إن سوق الأوراق المالية تعرض منهجية أخرى لنقل المدخرات في الاقتصاد، فهي تنشط الاستثمار الإنتاجي الذي يساهم كذلك في النمو الاقتصادي. فقد أكدت العديد من الدراسات التطبيقية الحديثة على العلاقة الوطيدة التي تربط تطور سوق الأوراق المالية بمعدلات النمو الاقتصادي.

المطلب الثالث: العلاقة بين السوق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي

تعتبر العلاقة بين المتغيرات الحقيقية والإسمية من أهم المواضيع الإقتصادية التي لاقت اهتماماً معتبراً من قبل الباحثين والإقتصاديين في النظرية الإقتصادية. ويتمحور إهتمام الباحثين بقضايا الإستثمار المالي في تحديد اتجاه العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الإقتصادي. وتعتقد بعض الدراسات أن التطور المالي بصفة عامة وتطور أسواق رأس المال بصفة خاصة يمكن أن يعظم معدل التراكم الرأسمالي والإستثمارات في الإقتصاد، وهو ما شأنه أن يدعم فرص النمو الإقتصادي للبلد. ويعود الإهتمام النظري بالعلاقة بين التطورات المالية والنمو الإقتصادي إلى أبحاث الإقتصادي الألماني "شومبيتر" (Joseph Shumpeter)¹، و"والتر باجيت" (Walter Begehot) و"جون هيكس" (John Hicks) الذين أكدوا على أهمية الوسطاء الماليين في توفير التمويل الضروري المحفز على النمو الإقتصادي²، وعليه فقد اختلفت وجهات النظر والدراسات حول اتجاه العلاقة السببية بين هذان المتغيران في ثلاثة وجهات:

¹ Robert G. King, Ross Levine. **Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right**, Policy Research Working Paper, The World Bank (Financial Policy and Systems), Country Economics Department, N° 1083, Washington D.C: World Bank, February 1993, p: 01.

² Ross Levine. **Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda**, Policy Research Working Paper, N°1678, The World Bank, Policy Research Department (Finance and Private Sector Development Division), October 1996, p: 01.

أولاً/ أثر أسواق الأوراق المالية على النمو الإقتصادي¹

فقد جاء بعد دراسة شومبيتر، الإقتصادي البارز "جيمس توبين" (James Tobin) الذي أرسى دعائم النظرية المعروفة بنظرية Q الخاصة بوصف العلاقة المباشرة بين الاستثمارات وتطور سوق رأس المال ليؤكد صحة آراء (Begehot و Shumpeter). وتشير نظرية Q- التي تعبر عن نسبة القيمة السوقية للإستثمار إلى تكلفة توظيف رأس المال- إلى أن سوق رأس المال توفر الظروف الملائمة لاتخاذ القرار الاستثماري عندما تزيد القيمة السوقية للإستثمار عن تكلفة الإستثمار. ويعني ذلك إستجابة القرار الإستثماري لأنماط التمويل، حيث يتيح إرتفاع أسعار الأوراق المالية في سوق رأس المال للشركات الفرصة لإصدار الأوراق المالية الجديدة بتكلفة منخفضة تلبية لأغراض التمويل الداخلي. ويكون وقت الإصدار مناسباً عندما تكون أسعار الاوراق المالية أقل من قيمتها الحقيقية².

وتعد دراسات "والتر باجيت" (Walter Bagehot) و"ماكينون وشو" (McKinnon- Shaw) من أول الدراسات الرائدة التي أبرزت أهمية التطورات المالية في تحفيز النمو الإقتصادي. فقد أكد هذان الباحثان أن القيود الكمية التي تفرضها الحكومات في الدول النامية على النظام المالي تؤدي إلى تقييد كمية وإنتاجية الإستثمارات، وبالتالي فهي تعمل كعوائق مثبطة للنمو الإقتصادي. وفي المقابل، تؤدي السياسات التحريرية لأنشطة القطاع المالي إلى تحفيز النمو الإقتصادي من خلال تحسين نوعية وكمية الإستثمارات المالية في القطاعات الإقتصادية³. ويعتقد (Spellman) أن وجود النظام المالي المتطور المتسم بالعمق والكفاءة والمصاحب لأدوات مالية متطورة من شأنه ترتيب آثار إيجابية مباشرة على القطاعات الحقيقية في الإقتصاد. وتتجلى تلك الآثار في انتقال منحى إمكانيات الإنتاج إلى اليمين بسبب التغيير في حجم الموارد الكلية و/أو التحسن في إستغلال تلك الموارد. وفي مقابل هذه الحجج المؤيدة للدور القيادي لأسواق الأوراق المالية⁴.

¹ رفيق مزاهدية، مرجع سبق ذكره، ص: 146.

² Chieran Samuel, **The Investment Decision: A Re-Examination of Competing Theories Using Panel Data**, Policy Research Working Paper, N° 1656, World Bank: Operations Policy Group (Operations Policy Department), September 1996, p: 05.

³ Ross Levine, **Finance and Growth: Theory, Evidence**, NBER Working Paper Series, Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research (NBER), September 2004, p: 01.
Home Page: <http://www.nber.org/papers>.

⁴ رفيق مزاهدية، مرجع سبق ذكره، ص ص: 146-147.

ثانياً/ أثر النمو الإقتصادي على أسواق الأوراق المالية:

ويعتقد العديد من الاقتصاديين منهم "جون روبنسون" (John Robinson)¹، أن النمو الإقتصادي هو الذي يؤدي إلى التطور المالي، كما يرى أن التطور المالي هو دالة موجبة في الثروة الحقيقية². فخلال عملية التنمية يؤدي النمو في متوسط الدخل الفردي إلى نمو متسارع في الأصول المالية. ويعني هذا أن اتجاه السببية يكون من الناتج الوطني إلى الأصول المالية. وتعتبر دراسة "جولد سميث" (Goldsmith) في هذا الصدد من أهم المساهمات التطبيقية التي دعمت الأساس النظري لدراسات (Gurly and Show)، حيث أكد أن من بين حوالي 35 دولة نامية ومتقدمة تم بحثها تبين أن المؤشرات المالية تتجه للزيادة مع كل نمو في الدخل والثروة³. إلى جانب ذلك، أوضحت دراسة (King and Plosser) أن التغير في التراكم الرأسمالي يحدث بالتزامن مع التطور التكنولوجي، وبالتالي يكون تأثير السياسة النقدية على الاستثمارات والقطاع الحقيقي هامشياً. وهو ما يعني محدودية تأثير العوامل المالية على النمو الإقتصادي. وقد أيد "إرلند" (Irland) هذه الفكرة من خلال إستخدام أسلوب دراسة السلاسل الزمنية، حيث توصل إلى أن الطلب على الأصول المالية في الاقتصاد الوطني يتغير بتغير معدل النمو الإقتصادي⁴.

ثالثاً/ التأثير المزدوج لأسواق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي:

وفي هذا السياق، يفرق "باتريك" (Patrick) بين نوعين من التطورات المالية هما: العرض القائد (Supply-Leading) والطلب التابع (Demand-Following). ويشير العرض القائد إلى الوضع الذي يكون فيه إيجاد الأسواق المالية وعرض الأصول والموجودات والخدمات التابعة لها سابقاً للطلب على هذه الأصول. ولذلك، فالتطور المالي يقود النمو الإقتصادي. في حين يشير الطلب التابع إلى الوضع الذي يكون فيه إيجاد الأسواق المالية وعرض الأصول والموجودات والخدمات التابعة لها أستجابة للطلب على تلك الخدمات من قبل المستثمرين والمدخرين في الاقتصاد. وبالتالي، فالتطور المالي هو جزء من العملية التنموية. وإزاء ذلك، يرى (Patrick) أن هناك علاقة سببية ذات اتجاهين، حيث تتجه من القطاع المالي إلى النمو الإقتصادي خلال المراحل الأولى من التنمية، في حين تتجه السببية من النمو الإقتصادي إلى القطاع المالي خلال المراحل المتأخرة من التنمية الإقتصادية⁵.

¹ Ross Levine, Sara Zervos. Stock Markets, Banks, and Economic Growth, *The American Economic Review*, 88(03), American Economic Association- Jun 1998, p: 537.

Home Page:

<http://links.jstor.org/sici?sici=00028282%28199806%2988%3A3%3C537%3ASMBAG%3E2.0.CO%3B2-9>

² Ross Levine, *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, Op. Cit, p: 01.

³ Ross Levine, *Finance and Growth: Theory, Evidence*, Op. Cit, p: 01.

⁴ رفيق مزاهدية، مرجع سبق ذكره، ص: 147.

⁵ خالد بن حمد عبد الله القدير، تأثير التطور المالي على النمو الإقتصادي في المملكة العربية السعودية، ورقة بحثية مقدمة إلى مجلة جامعة الملك عبدالعزيز، الاقتصاد والإدارة، المجلد الثامن عشر، العدد الأول، جدة-المملكة العربية السعودية، 2004، ص: 06.

ويستنتج مما سبق أن هناك اتجاهًا لتأييد دور سوق رأس المال في زيادة الاستثمارات وتحريك عجلة النمو الإقتصادي، على الرغم من آراء المشككين في هذا الدور، ومن ثم، يتضح من خلال هذا النقاش أن هناك علاقة مزدوجة بين كل من سوق رأس المال-والقطاع المالي بصفة عامة- من ناحية والاستثمارات والنمو الإقتصادي من ناحية أخرى. وبإختصار، وعلى الرغم من تواصل الأبحاث حول هذا الموضوع تشير المرحلة الحالية من المعرفة إلى أن القطاع أو النظام المالي الذي يعمل بكفاءة يمكن أن يحفز معدلات النمو الإقتصادي¹ وفي مقابل ذلك، فإن النظم المالية غير الكفؤة أو القطاع المالي المتخلف يمكن أن يؤدي إلى تخلف أو عرقلة النمو الإقتصادي للبلد بسبل شتى. فأولاً، تدخل هذه النظم عناصر غير اقتصادية كلية غير ذات كفاءة في عملية الوساطة بين المدخرات والاستثمارات، ومن ثم تحد من النمو الإقتصادي. وثانياً، قد تؤثر على الأداء السليم لنظام المدفوعات، وتزيد من تكاليف المعاملات وتقلل من الإنتاجية الكلية لرأس المال، كما يمكن أن تكون عنصراً هاماً في توليد و/أو تعميق الأزمة الإقتصادية الكلية. وفي الوقت ذاته، يمكن أن تؤدي السياسات الإقتصادية الكلية غير المناسبة إلى إضعاف أداء وكفاءة النظام المالي، مما يؤثر بدوره على التوازن الإقتصادي الكلي من خلال إيجاد عنصر عدم اليقين وتخفيض الناتج وتقليل الرفاهية¹. وإزاء ميل أغلبية الدراسات التطبيقية إلى تأييد اتجاه العلاقة السببية من التطور المالي إلى النمو الإقتصادي، فإنه يصبح من الضروري توضيح دور سوق الأوراق المالية في تسريع وتيرة النمو الإقتصادي. فبينما يشكك بعض الإقتصاديّين مثل "روبرت لوكا" (Robert Lucas) في قدرة القطاع المالي على التأثير على النمو الإقتصادي²، ترى نخبة من الباحثين من بينهم "روس لوفين" (Ross Levine) أن النظام المالي المتطور مهم لتعبئة المدخرات وتخصيص الموارد المالية وممارسة الرقابة على الشركات وإدارة المخاطر. ومن الناحية النظرية، تشير العديد من الدراسات إلى أن سوق الأوراق المالية المتطورة توفر فرصاً عديدة لتحفيز النمو الإقتصادي. فعلى سبيل المثال أشار (Greenwood and Smith) إلى أنه يمكن لأسواق الأوراق المالية الكفؤة أن تخفض من تكلفة تعبئة المدخرات في الإقتصاد الوطني³.

¹ رفيف مزاهدية. مرجع سبق ذكره، ص: 147-148.

² Ross Levine, *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, Op. Cit, p: 01.

³ Ross Levine, *Finance and Growth: Theory, Evidence*, Op. Cit, p: 08.

من خلال هذا المبحث توصلنا إلى معرفة الأهمية للأسواق الأوراق المالية ومساهمتها في تنشيط الإقتصاد من خلال نقل الأموال من الأطراف التي لديها فائض من الأموال إلى الأطراف التي تعاني من عجز في الأموال، حيث تعتبر أداة غير محدودة تؤثر في مختلف جوانب الاقتصادية ومجالاته، ووصولها إلى تحقيق النمو الإقتصادي.

لكن يرى البعض من الإقتصاديين أن هذه الأسواق لم تصل إلى تحقيق النمو الإقتصادي وإعتبارها سوى نادي للقمار وليست لها تأثير إيجابياً. في حين يرى البعض الأخر عكس هذا على أنها سبب في تحقيق التطور والاستمرارية و التقدم الاقتصادية التي تطمح إليها كل دولة العالم.

وحتى تتمكن هذه الأخير من زيادة معدلات النمو الاقتصادي يجب أن تعكس مؤشرات تطورها ومدى كفاءتها على حالة الإقتصادية لدولة.

من خلال هذا الفصل وإنطلاقاً من تشابه المصطلحين الإقتصادي النمو الإقتصادي والتنمية الإقتصادية حيث يُعرف الأولى على أنه التوسع في الناتج الحقيقي أو التوسع في دخل الفرد من الناتج الوطني الحقيقي، فهو يخفف من عبء ندرة الموارد ويولد زيادة في الناتج الوطني، أما الثاني فيركز على حدوث تغيير هيكل في توزيع الدخل والإنتاج، وتهتم بنوعية السلع والخدمات المقدمة للأفراد.

وهنا يظهر رغم أختلاف عناصر ومبادئ وخصائص كلاً منهما إلا أنهما يكملنا بعضهما البعض، وهذا وقد تعددت النظريات المفسرة للنمو فمنها الكلاسيكي وحديث والكنزي... فقد حاولت كلان منها إعطاء مبادئ وتفسير لفهم هذا الأخير؛ لذا فقد أصبح التمويل أحد مشاكل تحقيق الخطط التنموية، حيث اعتمدت الدول العربية أغلبها على التمويل الغير المباشر عن طريق المصارف أو الديون الخارجية لتشجيع الإستثمارات والنهوض بالإقتصاد الوطني، ومع عجز هذه المصادر إلا أنها وجدت ضالتها من خلال التحول نحو الإستثمار الحقيقي وطويل الأجل من خلال سوق الأوراق المالية.

إما بنسبة للمستثمرين والخبراء والوسطاء داخل السوق يعتبرون مؤشرات سوق الأوراق المالية هي الأداة الأكثر تعبيراً عن حالة السوق وتتوقف كفاءتها على كفاءة المعلومات التي بنيت على أساسها، كما أنها تستخدم من قبل جميع الأطراف العامة في سوق الأوراق المالية من أجل إعطاء فكرة سريعة عن العائد المتولد من محفظة الأوراق المالية للمستثمر. فقد دفعت الباحثين للأهتمام بتحديد الاتجاه العلاقة السببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي والتي سنحاول الأجابة عليها من خلال دراستها على سوق عمان للأوراق المالية في الفصل الموالي.

الفصل الثالث

أثر تفعيل دور سوق الأوراق المالية ومعدلات النمو الاقتصادي دراسة حالة سوق عمان للأوراق

✿ المبحث الأول: نشأة سوق عمان للأوراق المالية.

✿ المبحث الثاني: مؤشرات تطوير سوق عمان للأوراق المالية.

✿ المبحث الثالث: عرض وتحليل أثر دور سوق الأوراق المالية على
النمو الاقتصادي.

تمهيد:

بعدها تم في الفصلين السابقين دراسة الجوانب النظرية لسوق الأوراق المالية ومدى تأثيرها على النشاط الإقتصادي ومعدلات النمو من خلال العرض الذي تضمنته أدبيات الدراسة.

سيتم في هذا الفصل التطرق إلى الجانب التطبيقي من الدراسة بتسليط الضوء على سوق عمان للأوراق المالية، وهذا من خلال تحليل مراحل نشأته وتطوره وكذا أهم آليات التداول به.

ليتم فيما بعد قياس أهم مؤشرات تطور السوق عمان للأوراق المالية وأثره على معدلات النمو الإقتصادي.

لذا فقد تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث لتوضيح هذه المفاهيم كما يلي:

◆ المبحث الأول: نشأة سوق عمان للأوراق المالية

◆ المبحث الثاني: مؤشرات تطوير سوق عمان للأوراق المالية.

◆ المبحث الثالث: عرض وتحليل أثر دور سوق الأوراق المالية على النمو الإقتصادي.

المبحث الأول: نشأة سوق عمان المالية، المتعاملون وآليات التداول فيها
تمثل أسواق الأوراق المالية بالدول النامية عموماً والدول العربية خصوصاً أداة أساسية من أدوات النمو الاقتصادي لما لها من أثر إيجابي على نشاط الاقتصادي، وهذا من خلال خلق السيولة وزيادة رؤوس أموال الشركات المدرجة من خلال إصدار أسهم جديدة، ومن بين هذه الأسواق سوق عمان للأوراق المالية التي سيتم دراسته في هذا المبحث.

المطلب الأول: التطور التاريخي لسوق عمان المالية

أولاً/ الجذور الأولى لسوق عمان المالي:

1. نشأة السوق المالي:¹

تم إنشاء سوق عمان المالي بموجب القانون رقم (3) لسنة 1976 وتم افتتاحه رسمياً بتاريخ 1978/04/01، وقد صدر قانون عمان المالي رقم السنة 1990 ثم تبعه في عام 1997 قانون الأوراق المالية المؤقت رقم 23 ليتمكن كافة الأمور والقضايا المتعلقة بالسوق.

2. غايات السوق:

تشمل غايات السوق وفقاً لقانون عمان المالي رقم السنة 1990 ما يلي:²

- أ- تنمية الإدخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد القومي؛
- ب- ينظم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وما يضمن مصلحة البلاد المالية وحماية صغار المدخرين؛
- ت- جمع المعلومات والإحصاءات اللازمة لتحقيق الغايات المذكورة ونشرها.³

ثانياً/ مراحل تطور السوق المالي:

مرسوق المال في الأردن بعدة مراحل امتدت منذ عقد الثلاثينات، الذي شهد إنشاء بعض الشركات المساهمة العامة، لحين إنشاء بورصة عمان للأوراق المالية بموجب قانونها المؤقت رقم 03 لسنة 1976، لتطوّر بدور السوق المنظمة للأوراق المالية⁴، لذا سوف نتناول التطور التاريخي لسوق المال في الأردن في ضوء الفترات الزمنية الآتية:⁵

(1) الفترة من: 1960-1930.

(2) الفترة من: 1976-1960.

(3) الفترة من: 1990-1976.

(4) الفترة ما بعد عام 1990.

¹ جمال جويدان الجمل، مرجع سبق ذكره، ص: 157.

² صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سبق ذكره، ص: 65.

³ جمال جويدان الجمل، مرجع سبق ذكره، ص: 157.

⁴ أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام. الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2004، ص: 154.

⁵ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 126-129.

1. الفترة من 1930-1960:

بدأ إنشاء شركات المساهمة العامة في الأردن، والتداول بأسهم هذه الشركات منذ فترة طويلة سبقت إنشاء سوق عمان المالي، فقد بدأ الجمهور الأردني الاكتتاب بالأسهم والتعامل بها منذ أوائل الثلاثينات¹، حيث تم إنشاء البنك العربي عام 1930 كأول شركة مساهمة ثم شركة التبغ والسجائر الأردنية عام 1931 وشركة الكهرباء الأردنية عام 1938 ثم شركة مصانع الاسمنت الأردنية عام 1951. وعلى الرغم من هذه الأحداث واكتتاب الجمهور بأسهم هذه الشركات إلا أن الملاحظ في تلك المرحلة غياب قانون لتنظيم عمل الشركات وتداول أسهمها الأمر الذي أدى إلى عشوائية التداول وظهور سوق غير منظمة تمثلت بإنشاء مكاتب غير متخصصة بتداول الأسهم. لذلك إتسمت هذه المرحلة بمحدودية الفرص الإستثمارية وضعف إنتشارها².

2. الفترة من 1960-1976:³

توجت هذه الفترة بأول إصدارية لإسناد القرض وذلك عام 1961. وشهدت تطوراً ملحوظاً بعد وضع الخطة الخماسية للبرنامج التنموي في الأردن وللمدة 1962-1967. فقد تضمنت هذه الفترة طرح سندات لمجموعة من المشاريع الحكومية، وإصدار قانون الشركات عام 1962، وفي عام 1966 تم وضع وإصدار قانون الدين العام والذي هدف إلى خلق سوق لرأس المال في الأردن لتمويل مشاريع التنمية الإقتصادية والاجتماعية. وفي عام 1969 تم إصدار أدونات الخزينة لسد العجز ما بين إيرادات الحكومة ونفقاتها. وقد شهدت المدة 1961-1969 وضع خطة ثلاثية هدفها الرئيس هو زيادة الإدخار الخاص في المملكة، وجذب المدخرات الأجنبية إلى الأردن لتمويل مشاريع التنمية الإقتصادية، كما شهدت هذه الفترة إنتشار بعض الشركات المالية.

3. الفترة من: 1976-1990:⁴

شهدت هذه المرحلة حدثاً مالياً مهماً تمثل بإصدار القانون المؤقت رقم: (31) لسنة 1976 والقاضي بإنشاء ما يعرف في حينه بسوق عمان المالي والذي باشر أعماله في الأول من كانون الثاني من عام 1978 (وبعد شركات وصل إلى 66 شركة مساهمة)، وبإشراف لجنة تشكلت بقرار من مجلس الوزراء مهمة اللجنة إدارة السوق وتنظيم إصدار الأوراق المالية وتداولها بما يضمن سلامة وسهولة وسرعة المتاجرة بأسهم الشركات المساهمة العاملة في الإقتصاد الأردني. هذا بجانب حماية صغار المستثمرين وضمان حقوقهم من الغش والتلاعب. وبعد عام 1980 شهدت البيئة الإستثمارية والمالية في الأردن جملة أحداث أهمها:

¹ جميلة يحيى صحراوي، مرجع سبق ذكره، ص: 49.

² أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 126.

³ أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص: 155.

⁴ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 127-128.

- أ- خلق السوق الموازية وإرتفاع عدد الأسهم المتداولة منذ عام 1985؛
ب- اندماج العديد من الشركات وفي مختلف القطاعات بهدف زيادة حجمها وقوتها الاقتصادية؛
ت- التوسع في إصدار إسناد القرض للشركات العامة وتوسع البنك المركزي في إصدار سندات التنمية؛
ث- البدء بتداول أذونات الخزينة في عام 1988.
4. الفترة ما بعد عام 1990:¹

نظراً لتوسع الاقتصاد الأردني وزيادة حجم التداول في سوق عمان المالي نتيجة لزيادة عدد الشركات المدرجة في السوق والتي بلغت أكثر من 200 شركة، كما هو موضح في الجدول رقم: (01-03) أدناه، تبنت الحكومة الأردنية سياسة اصلاح شاملة لسوق رأس المال لتعزيز نمو القطاع الخاص وتنويع قاعدة الاقتصاد الوطني، وسعيًا إلى الارتقاء للمعايير الدولية في مجال تنظيم سوق الأوراق المالية. وأهم حدث ضمن سياسة الإصلاح هذه صدور قانون الشركات رقم: (22) لسنة 1997 وقانون الأوراق المالية المؤقت رقم: (23) لسنة 1997 والقانون رقم: (76) لسنة 2002*، إذ بموجب هذا التعديل تم إنشاء ثلاث مؤسسات مالية لإدارة سوق رأس المال وهي هيئة الأوراق المالية وبورصة عمان للأوراق المالية ومركز إيداع الأوراق المالية. كما شهدت هذه المرحلة تشريعات تخص الإفصاح والشفافية وإلزام الشركات بهذه التشريعات لضمان حقوق المتعاملين في السوق. بجانب السماح للإستثمار 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، لاسيما سوق أبوظبي، لضمان الإدراج المزدوج للأوراق المالية والسماح للمستثمر الأردني بدخول هذه الأسواق بعد أن تم إدخال التداول الإلكتروني في منتصف عام 2000 ونظراً للنشاط المتزايد لتداول الأوراق المالية في بورصة عمان تم تطبيق النسخة الجديدة من نظام التداول الإلكتروني (NSC V900) في عام 2008 وذلك لزيادة القدرة الاستيعابية لنظام التداول الإلكتروني، ولزيادة القدرة الرقابية لمؤسسات السوق على عمليات التداول بالأوراق المالية بما يكفل تعزيز الشفافية في السوق.

كما شهدت هذه الفترة إعداد مشروع تأسيس المركز المالي الوطني الأردني، ليضم كل 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.

¹ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 128-129.

* سيتم شرحها لاحقاً في نفس المبحث عند ثالثاً: الإصلاحات الهيكلية لسوق عمان المالي.

الجدول رقم (01-03):

عدد الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية.

السنوات	عدد الشركات المدرجة	السنوات	عدد الشركات المدرجة
1989	106	2002	158
1990	105	2003	161
1991	101	2004	192
1992	103	2005	201
1993	101	2006	227
1994	95	2007	245
1995	97	2008	262
1996	98	2009	272
1997	139	2010	277
1998	150	2011	247
1999	151	2012	243
2000	163	2013	240
2001	161		

المصدر: بورصة عمان (سوق الأوراق المالية)، التقارير السنوية من: 1999-2013، عمان-الأردن. متاح على الموقع: <http://www.ase.com.jo>، يوم: 2014/05/08، الساعة: 11:06.

ثالثاً/ الإصلاحات الهيكلية لسوق عمان المالي:

تبنت الحكومة الأردنية سياسة إصلاح شاملة للسوق المالي تقوم على أساس البناء على ما تم إنجازه خلال العشرين سنة الماضية، وذلك من خلال إصدار وتعديل قانون الأوراق المالية لسنة 1997 وسنة 2002.

حيث تمثلت أهم أهداف هذا الإصلاح في إحداث تغييرات مؤسسية في سوق عمان المالي، واستخدام أنظمة التداول والتسوية، والتقاص* الإلكترونية، وإزالة كافة معوقات الإستثمار، وتقوية الرقابة على السوق المالي وصولاً إلى أعلى مستوى من الشفافية، وتحقيق سلامة التعامل بالأوراق المالية، وبما يتناسب مع التوجه نحو العولمة والانفتاح على العالم الخارجي¹.

كما يعدّ صدور قانون الأوراق المالية المؤقت رقم: (23) لسنة 1997 والقانون رقم: (76) لسنة 2002، من أهم معالم الإصلاحات. حيث يشكل القانونين نقلة نوعية في إعادة هيكلة وتنظيم سوق رأس المال الأردني واستكمال بنيته التحتية بما يتفق والمعايير الدولية، وتحقيقاً للشفافية وسلامة التعامل بالأوراق المالية. وعلى هذا الأساس تضمن القانون إنشاء ثلاث مؤسسات لتحل محل سوق عمان المالي وفق ما يلي:²

* يتم على مستوى مركز إيداع الأوراق المالية بالعملية التي يتم بموجبها احتساب صافي حقوق والتزامات أطراف التداول الناشئة عن أي عقد تداول وذلك لتسليم الأوراق المالية أو لتسديد أثمانها في التاريخ المحدد للتسوية. علماً أن فترة التسوية يومي عمل من تاريخ التداول (T+2).

¹ جميلة يحيى صحراوي، مرجع سبق ذكره، ص: 51.

² أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص: 157-158.

1. هيئة الأوراق المالية¹: تتمتع هيئة الأوراق المالية باستقلال مالي وإداري وترتبط برئيس الوزراء، تهدف الهيئة إلى مراقبة إصدار الأوراق المالية، والتعامل بها، وتنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات التي تخضع لرقابتها وهي البورصة، ومركز الإيداع، ومعتمدي المهن المالية، كما تهدف الهيئة إلى تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية، والجهات المصدرة لها، وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين.

2. سوق عمان للأوراق المالية: وهي تمثل بورصة الأوراق المالية، وتتمتع السوق بشخصية اعتبارية وإستقلال مالي وإداري، وهي مؤسسة لا تهدف إلى الربح، تمثل الجهة الوحيدة المصرح لها مزاوله العمل كسوق نظامي في المملكة. تتألف عضوية البورصة من الوسطاء الماليين وبداء من القطاع الأهلي، وقد باشرت البورصة أعمالها بشكلها الجديد اعتباراً من 1999/03/11. وسوف يتناول المطلب الثاني من هذا المبحث سوق عمان للأوراق المالية بشيء من التفصيل.

3. مركز إيداع الأوراق المالية²: تم إنشاء المركز بتاريخ 1999/05/01، بهدف تحقيق الأمان في التعامل في الأوراق المالية، وحفظ ملكية تلك الأوراق في أسواق التداول، حيث يعمل المركز على تسجيل ونقل ملكية الأوراق المتداولة، وتسوية أثمان الأوراق المالية بين الوسطاء. ويتمتع المركز بشخصية اعتبارية، وإستقلال مالي وإداري أيضاً.

المطلب الثاني: سوق عمان للأوراق المالية أولاً/ نشأة سوق عمان للأوراق المالية³:

تأسست بورصة عمان في 11 مارس 1999 بموجب قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002 كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح، ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة.

تدار بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء ومدير تنفيذي يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة، وتتكون عضوية البورصة من الوسطاء الماليين والوسطاء لحسابهم وأي جهات أخرى يحددها مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية، والذين يشكلون الهيئة العامة للبورصة.

تلتزم بورصة عمان بتوفير مبادئ العدالة والشفافية والكفاءة والسيولة، حيث تسعى البورصة إلى توفير بيئة سليمة وصحية لتداول الأوراق المالية وترسيخ أسس التداول السليم

¹ بوبريمة إحسان، مرجع سبق ذكره، ص: 135.

² جميلة يحيى صحراوي، مرجع سبق ذكره، ص: 53.

³ الدليل الإستثماري في بورصة عمان، الموقع الرسمي لبورصة عمان للأوراق المالية، متاح على الموقع: <http://www.ase.com.jo>، يوم الخميس:

2014/05/08، الساعة: 11:03، ص: 06.

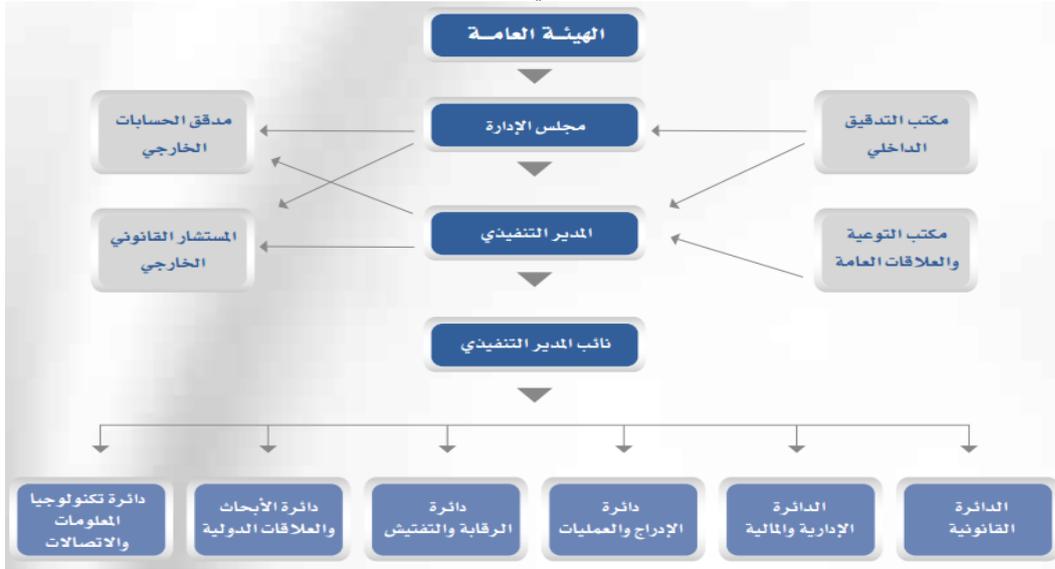
والعادل، وحماية المتعاملين في سوق رأس المال. وللقيام بذلك قامت بورصة عمان بتطبيق أنظمة وتعليمات تتماشى مع المعايير العالمية.

تقوم بورصة عمان بتوفير أنظمة إلكترونية ووسائل ربط وقاعات مجهزة بالأدوات والوسائل التقنية الحديثة. ومراقبة عمليات التداول في السوق والتنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات. كما قامت بوضع معايير للسلوك المهني لضمان التزام أعضائها بمبادئ التداول العادل والسليم، كما تحرص على ضرورة النشر الفوري والصحيح للمعلومات لجميع المهتمين بنفس الوقت.

تحرص بورصة عمان على إقامة علاقات تعاون مع البورصات والجمعيات والمنظمات العالمية وإبرام الاتفاقيات معها، والمشاركة في المؤتمرات والندوات العربية والعالمية وهي عضو فاعل في اتحاد البورصات العربية، واتحاد البورصات الأوروبية الآسيوية، والاتحاد الدولي للبورصات، والمنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية.

الشكل رقم: (01-03):

الهيكل التنظيمي لسوق عمان



المصدر: الدليل الإستثماري في بورصة عمان، الموقع الرسمي لبورصة عمان للأوراق المالية، متاح على الموقع: <http://www.ase.com.jo>، يوم الجمعة: 2014/05/09، الساعة: 10:55، ص: 09.

ثانياً: أهداف سوق عمان للأوراق المالية:

يعد الهدف الرئيسي لبورصة عمان هو توفير سوق يتسم بالعدالة والكفاءة والشفافية وتأمين بيئة قوية وأمنة لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة. ولتحقيق ذلك عملت إدارة البورصة على الآتي:¹

1. توفير بيئة سليمة وصحية لتداول الأوراق المالية وترسيخ أسس التداول السليم والعادل؛

¹ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 137.

2. حماية المتعاملين في سوق رأس المال بتطبيق أنظمة وتعليمات تتماشى مع المعايير العالمية؛
3. توفير أنظمة إلكترونية ووسائل ربط وقاعات مجهزة بالأدوات والوسائل التقنية الحديثة؛
4. مراقبة عمليات التداول في السوق والتنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات؛
5. وضع معايير للسلوك المهني لضمان التزام أعضائها بمبادئ التداول العادل والسليم؛
6. النشر الفوري والصحيح للمعلومات لجميع المهتمين في نفس الوقت؛
7. إقامة علاقات تعاون مع البورصات والجمعيات والمنظمات العالمية وإبرام الاتفاقيات معها والمشاركة في المؤتمرات والندوات العربية والعالمية؛

ثالثاً/ الأوراق المالية المتداولة في سوق عمان للأوراق المالية:

يتم التداول في بورصة عمان بأسهم الشركات المساهمة العامة، والوحدات الإستثمارية الصادرة عن صناديق الإستثمار، وسندات التنمية الحكومية، بالإضافة لأذونات وسندات الخزينة، وكذلك إسنادات القروض الصادرة عن المؤسسات العامة والشركات المساهمة العامة وبموجب قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002، فإن تعريف الأورق المالية يشمل¹:

1. أسهم الشركات القابلة للتحويل والتداول؛
2. إسناد القرض الصادرة عن الشركات؛
3. الأوراق المالية الصادرة عن الحكومة أو المؤسسات الرسمية العامة أو المؤسسات العامة أو البلديات؛
4. إيصالات إيداع الأوراق المالية؛
5. الأسهم والوحدات الإستثمارية في صناديق الإستثمار المشترك؛
6. إسناد خيار المساهمة؛
7. العقود آنية التسوية والعقود آجلة التسوية؛
8. عقود خيار الشراء وعقود خيار البيع؛

أي حق في الحصول على أي مما ذكر في البنود من (1-8) من هذه الفقرة بموافقة المجلس.

المطلب الثالث: المتعاملون وآليات التداول في سوق عمان للأوراق المالية

أولاً/ المتعاملون في سوق عمان للأورق المالية:²

تتعامل جهات مختلفة في سوق عمان المالي أهمها: البنوك التجارية والبنوك الاستثمارية والشركات المالية، وجميع الشركات المساهمة العامة التي يبلغ رأسمالها 100 ألف دينار وأكثر، إضافة الى الشركات الاستثمارية وهي الشركات المساهمة العامة التي تقوم بعمليات الاستثمار في الاوراق المالية بما يزيد عن 50% من موجودات الشركة.

¹ قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002، الموقع الرسمي لبورصة عمان للأوراق المالية، متاح على الموقع: <http://www.ase.com.jo>، يوم:

2014/05/08، الساعة: 15:47، ص ص: 03-02.

² بويريمة إحسان، مرجع سبق ذكره، ص ص: 139-138.

وبذلك تكون الجهات السابقة الذكر إما جهات مقترضة أو جهات مقرضة يتوسط تلك الجهات الوسطاء الماليون فهم من يقومون بحلقة الوصل ما بين المستثمرين ومصدري الأوراق المالية وقد حددت المادة (8) من قانون سوق عمان المالي مهام الوسطاء حسب فئاتهم على النحو التالي:

1. إذا كان وسيط بالعمولة تتحدد مهمته في شراء وبيع الأوراق المالية لصالح العميل بناء لأوامر محددة منه وذلك مقابل عمولة محددة من قبل لجنة إدارة السوق تحسب من القيمة السوقية للأوراق المالية لعمليتي الشراء والبيع والجدول رقم: (02-03) التالي يبين ذلك:

الجدول رقم (02-03):

عمولات التداول

الحد الأعلى للعمولة		الحد الأدنى للعمولة*		الورقة المالية
دينار لكل ألف دينار	07.40	دينار لكل ألف دينار	05.40	الأسهم
دينار لكل ألف دينار	00.95	دينار لكل ألف دينار	00.45	السندات
دينار لكل ألف دينار	02.20	دينار لكل ألف دينار	02.00	وحدات الاستثمار

المصدر: الدليل الإستثماري في بورصة عمان، الموقع الرسمي لبورصة عمان للأوراق المالية، متاح على الموقع: <http://www.ase.com.jo>، يوم الجمعة: 2014/05/09، الساعة: 09:06.

2. إذا كان وسيطاً يشتري وبيع لصالح محفظته فهو يقوم بدور صانع السوق.
3. ويمكن للوسيط أن يقوم بدور المغطي لإصدارات الأوراق المالية الجديدة وبذلك يشكل حلقة الوصل بين مصدري الأوراق المالية كالأسهم والسندات وبين الجمهور عامة وذلك مقابل عمولة محددة في اتفاقية التغطية والتي تكون لضمان التسويق الكامل للإصدارات وتجدر الإشارة إلى أن الوسيط الذي يقوم بدور المغطي للإصدارات الجديدة يلعب دور الوكيل (Deler) الذي يتعهد بتغطية الإصدار الجديد.
4. كما يمكن أن يقوم الوسيط بدور المستشار المالي للمستثمرين في الأوراق المالية ويغلب على الوسيط بهذا الدور أنه يكون شركة استثمار.
5. أما طبيعة وحدود الاستشارة التي يقدمها للعميل فتتوقف على شروط الاتفاقية وفي هذا المجال يوجد نوعان من الاتفاقيات هما:
 - أ- الإتفاقية الإستشارية: ويمارس الوسيط بموجبها دور المستشار بالنسبة للعميل في تعهد بالإشراف على إستثماراته كما يمكن أن يتخطى ذلك إلى تقديم توصيات محددة بشأن أوجه الاستثمار المناسبة وكذلك سياسات إستثمارية محددة دون أن يصل دوره في ذلك إلى إتخاذ القرار.

* الحد الأدنى للعمولة 3.4 دينار لكل ألف دينار إذا كانت قيمة العقد أكثر من مائة ألف للعقد الواحد في اليوم الواحد.

ب- إتفاقية إدارية: ويمارس الوسيط بموجبها مسؤولية إدارة محفظة العميل وذلك في إطار إستراتيجية الإستثمار الخاصة بالعميل، ويلاحظ هنا بأن دور الوسيط سيتعدى دوره في ظل الاتفاقية الإستشارية إذ يمكن لاختصاصاته هنا أن تكون تصل إلى عقد الصفقات الخاصة لمحفظته المالية ويتقاضى الوسيط مقابل خدماته للعميل عمولة تحدد فئاتها بمعرفة مدير السوق ويتقاضاها إما من البائع أو من المشتري أو من كليهما معاً إذا ما قدم خدماته للطرفين معاً في عملية تداول واحدة.

ونظراً لتزايد أهمية دور الوسطاء في تنشيط الاسواق المالية فقد تأسست أول جمعية لوسطاء سوق عمان المالي في عام 1983 وهناك قواعد يجب مراعاتها من قبل الوسيط للحفاظ على شرف المهنة ومن هذه القواعد مثلاً:

1- أن يحرص الوسيط على إنجاز الصفقات المالية التي يتوسط فيها على أرضية البورصة وليس خارجها؛

2- أن يتعهد بالحفاظ على سرية معلومات العميل؛

3- أن يتعهد بعدم جني أرباح سرية من الصفقات التي ينفذها للعميل عن طريق بيعها أو شرائها بأسعار مخالفة لتلك المعلنة؛

4- أن يلتزم بعدم القيام بدور السمسار والوكيل معاً وذلك لقطع الطريق عليه للقيام بصفقات لحسابه الخاص؛

5- الاحتفاظ بسجلات ودفاتر منظمة حسب الأصول على أن تخضع جميعها لمرافقة الجهات المختصة بالسوق.

وقد حددت المادة: (9) من قانون سوق عمان المالي رقم: 1 لسنة 1990م مجموعة من

الشروط الواجب توافرها في الوسيط.

ثانياً/ آلية التداول في سوق عمان للأوراق المالية:

يتم تداول الأوراق المالية في بورصة عمان بواسطة التداول الإلكتروني منذ الربع الأول من عام 2000، وتطبيق نظام التداول الإلكتروني يعتبر نقلة نوعية لمواكبة التطورات التي تعرفها بورصات العالم.

حيث وضعت بورصة عمان جدولاً زمنياً منذ مطلع عام 2000، يتضمن تدريب الوسطاء وإجراء العديد من جلسات التداول التجريبية، وإختبارات نظرية وعملية للوسطاء الذين سيتعاملون مع النظام، وعملت البورصة على نقل الشركات من التداول اليدوي إلى النظام الإلكتروني بشكل تدريجي...

طبقاً لما تقدم اقتضت الضرورة عرض المزايا المتحققة من استخدام التداول الإلكتروني وكيفية معالجة أوامر التداول وتسويتها باستخدام هذا النظام.

1. مزايا استخدام التداول الإلكتروني¹

يقدم نظام التداول الإلكتروني العديد من المزايا لسوق الأوراق المالية والمستثمرين والمتعاملين والوسطاء، حسب ما يلي:

أ- رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية؛

ب- مرونة عالية في تنفيذ الصفقات بعدالة وشفافية وأمان؛

ت- سهولة التعرف على العمليات المنفذة وغير المنفذة؛

ث- إمكانية تحليل أوضاع الشركات المتداولة أسهمها بشكل آني؛

ج- تفعيل عملية الرقابة على عمليات التداول؛

ح- إمكانية نشر المعلومات بشكل فوري، مما يساعد على زيادة عمق وسيولة السوق.

وقد قام سوق عمان للأوراق المالية بتطبيق نظام التداول عن بُعد (Remote Trading) وإلغاء قاعة التداول التقليدية والتي أصبح يقتصر استخدامها على حالات الأعطال الفنية وفي حال عدم تمكن شركات الوساطة من الإتصال بنظام التداول الإلكتروني بواسطة خطوط مؤجرة (Leased Links) حيث أصبح التداول يتم من خلال مكاتب شركات الوساطة المالية المرخصة وذلك بغرض تسهيل التداول ورفع كفاءة الوسطاء العاملين في بورصة، بالإضافة إلى إعطاء شركات الوساطة والمتعاملين بالأوراق المالية المزيد من المرونة والسهولة بالتداول. وقد قامت شركات الوساطة بتجهيز قاعات خاصة لعملائها لتمكينهم من متابعة عمليات التداول بشكل مباشر.

2. معالجة أوامر التداول في النظام²

يتم إدخال أوامر التداول (البيع والشراء) من قبل الوسيط على نظام التداول، إذ يتعرف النظام على الوسيط من خلال شاشته التي يتم تعريفها من قبل دائرة الكومبيوتر في البورصة، بحيث يعطى لكل وسيط ولكل شاشة رقم للتعرف على مصدر الأمر المدخل للنظام.

تقسم أوامر التداول إلى نوعين:

(1) أوامر من حيث السعر:

- أمر السعر المفتوح ويدخل فقط في مرحلة ما قبل الافتتاح.
- أمر سعر السوق ويدخل في مرحلة التداول المستمر.
- أمر السعر المحدد ويدخل سعر محدد عند إدخال الأمر (وليس بالضرورة أن يكون ضمن الحدود العليا أو الدنيا)

¹ الدليل الإستثماري في بورصة عمان، الموقع الرسمي لبورصة عمان للأوراق المالية، متاح على الموقع: <http://www.ase.com.jo>، يوم الجمعة: 2014/05/08، الساعة: 11:03، ص: 19.

² أرشد فواد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص: 164-165.

2) أوامر من حيث مدة الصلاحية:

- أمر ليوم واحد ويتم إزالته من النظام عند نهاية الجلسة.
- أمر لتاريخ محدد ويتم تحديد تاريخ لاحق لبقاء الأمر على النظام.
- أمر صالح لغاية إزالته ويبقى على النظام لأخريوم بالشهر حيث يتم شطبه بعد ذلك من قبل النظام.

ثالثاً/ تقسيمات سوق عمان للأوراق المالية:

يتألف سوق عمان للأوراق المالية مما يلي:

1- السوق الأولي:¹ وهو السوق المختص بالإصدارات الأولية الجديدة للشركات التي لم تستوف شروط الإدراج، وتشمل هذه الإصدارات كل من إصدارات الأسهم والسندات للشركات القائمة وحديثة التأسيس، ويتم تسعير هذه الإصدارات من خلال لجنة تسمى لجنة الإصدارات وتشير الأرقام في السوق إلى ارتفاع نسبة الإصدارات الأولية مما يعكس نضوج السوق وزيادة ثقة الجمهور به.

2- السوق الثانوي:² يختص هذا السوق بالتعامل في الأوراق المالية المصدرة أصلاً في السوق الأولي، ليتم بيعها وشراءها في هذا السوق. وينقسم السوق الثانوي الى أربعة أسواق فرعية وهي: أ- السوق النظامية: ويتمثل في ذلك الجزء من السوق الذي يتم من خلاله تنظيم التعامل في قاعة التداول بأسهم الشركات المدرجة في السوق، وتخضع البورصة لإشراف هيئة الأوراق المالية التي تربط مباشرة برئيس الوزراء.

وشروط ومتطلبات إدراج أسهم شركات المساهمة. العامة الأردنية في السوق النظامي هي:

- أن يكون قد مضى عام كامل على إدراج أسهمها في السوق الموازي؛
- أن تكون المؤسسة قد بدأت بممارسة نشاطها الفعلي الطبيعي؛
- أن لا يقل صافي حقوق المساهمين في نهاية السنة المالية التي تسبق طلب الادراج عن 75% من رأس المال المدفوع؛

- أن تقدم الشركة التقرير السنوي الذي يظهر الميزانية العامة في نهاية سنتها المالية التي سبقت طلب الأدرج وكذلك حساباتها الختامية الأخرى وتقرير مدقق الحسابات والبيانات الإضافية المتعلقة بتلك السنة وأن تلتزم بنشر هذه البيانات في صحيفتين يوميتين ولمدة سنة واحدة على الأقل؛

- أن يكون قد تم تداول 10% من مجموع الاسهم المكتتب بها على الأقل خلال عام في السوق الموازي.

¹ جميلة يحيى صحراوي، مرجع سبق ذكره، ص: 49.

² بوبريمة إحسان، مرجع سبق ذكره، ص: 135-136.

ب- السوق الموازي: ويتمثل بذلك الجزء من السوق الذي يشهد التعامل بأسهم الشركات التي لا تلي تماماً شروط الإدراج في السوق النظامي وهو بذلك يوفر السيولة اللازمة للشركات، إما عن شروط الإدراج فهي أقل شدة من شروط السوق النظامي وهي كما يلي:

- أن تكون شركة مساهمة عامة؛

- أن يكون مدفوع 45% من قيمة الإسمية للسهم؛

- أن لا يقل صافي المساهمين عن 40% من رأس المال المدفوع؛

- أن يكون قد مضى على تاريخ منح الشركة الشروع في العمل مدة سنة كاملة؛

- أن تقدم الشركة التقرير السنوي الذي يظهر الحسابات في الميزانية العامة للشركة وكذلك الحسابات الختامية وتقرير مدقق الحسابات.

ج- سوق السندات: وتشمل سندات التنمية وإسناد القرض وأذونات وسندات الخزينة ويعتبر هذا السوق ضيقاً يتراوح حجم التداول فيه من (6) مليون دينار الى (37) مليون دينار.

د- التحويلات خارج القاعة: تتكون من التحويلات العائلية من الدرجة الأولى حتى الثالثة والتحويلات الأردنية والتحويلات خارج المملكة بالإضافة الى تحويلات الشركات غير المدرجة وتتم التعاملات من خلال الدائرة القانونية وعمولات هذا السوق هي أقل من العمولات التي يتم تقاضيها داخل القاعة.

ويوفر سوق عمان المالي للمتعاملين فيه بيانات إحصائية مستمرة تمكنهم من استنباط بعض المؤشرات الملائمة لاتخاذ القرارات الاستثمارية، ومن هذه البيانات على سبيل المثال لا الحصر ما يلي: نشرة يومية عن أسعار الأسهم المتداولة في السوقين النظامي والموازي، ودليل سوق عمان المالي الذي يصدر سنوياً شاملاً المؤشرات المالية المتعلقة بأداء كل شركة من الشركات المدرجة في السوق بالإضافة الى مجموعة من النشرات الدورية المتنوعة.

لقد استطاع سوق عمان للأوراق المالية تخطي عدت عقبات ليوكب أهم الأسواق المالية العربية والدولية حيث قام بتحقيق توسع في سوقه المالي من خلال زيادة عدد الشركات المدرجة واستخدام نظام التداول الإلكتروني الحديث، ليزيد من الإفصاح والشفافية كما ساهم هذا السوق في تلبية حاجيات الشركات المدرجة من توفير السيولة اللازمة وضخ الأموال لتحقيق الاستثمارات الضخمة التي عجزت عليها خزينة الدولة وهذا ما تثبتته مؤشرات تطور السوق والتي سيتم إحتسابها في المبحث الموالي ومعرفة أهمية كل منها ومدى تأثيرها على معدلات النمو الإقتصادي.

المبحث الثاني: مؤشرات تطور سوق عمان للأوراق المالية

إذا كانت الأوراق المالية للشركات الأكبر نشاطاً في الدولة و التي تتداول أوراقها في السوق المالية تمثل جانباً مهماً من النشاط الاقتصادي من جهة، وإذا كانت السوق المالية تتسم بالإفصاح والشفافية من جهة أخرى فإن المؤشرات التي صممت بعناية من أجل قياس حالة السوق ككل أو جزئياً منها، من شأنها أن تكون صورة عامة حول تطور هذا السوق الذي بدوره يعكس الحالة الاقتصادية للدولة؛ ومن ثم التنبؤ بحالة الاقتصادي المستقبلية وتفاذي الأزمات المالية التي قد تعصف بها.

المطلب الأول: مؤشر حجم تداول الأسهم (Value Traded (VT): أولاً/ تعريف المؤشر حجم تداول الأسهم:¹

يعرف حجم التداول وفقاً لسوق عمان المالي بأنه قيمة الأسهم التي يتم تداولها في قاعة سوق عمان للأوراق المالية وحجم نشاط السوق، فتدل زيادة حجم التداول على تفاؤل المستثمرين، وقلته على تشاؤمهم، الأمر الذي يؤدي إلى تصفية استثماراتهم. يعتبر حجم التداول مؤشراً مهم لقياس أداء ومدى تطور سوق الأوراق المالية، حيث يعبر عن سيولة سوق الأوراق المالية.

ثانياً/ قياس مؤشر حجم تداول الأسهم لسوق عمان للأوراق المالية:

عند تتبع تطور حجم التداول الحقيقي في سوق عمان بالنسبة للأسهم نلاحظ أنه ارتفع من (63.96 مليون دينار) في سنة 1979 إلى (2.1 مليار دينار) سنة 2013، حيث بلغ متوسط معدل نموه خلال فترة الدراسة (30.02%)، وكما يوضح الجدول رقم: (03-03) أن حجم التداول الحقيقي خلال الفترة (1979-1982) بدأ بالإرتفاع التدريجي حيث ارتفع من (63.96 مليون دينار) سنة 1979 إلى (391.69 مليون دينار) سنة 1982، وذلك نتيجة لتحسن الأوضاع الاقتصادية التي أدت إلى إحداث تغييرات على نشاط السوق، وجعلته أكثر أهمية في النشاط الاقتصادي المحلي، وفي عملية جذب الأموال وتوظيفها، هذا الأمر أدى إلى تحقيق معدلات نمو موجبة لكن بمعدل متناقص، حيث بلغ معدل نمو حجم التداول الحقيقي (132.62%) سنة 1980 ليصل إلى (58.13) سنة 1982، وفي سنة 1984 انخفض حجم التداول بشكل مفاجئ بما نسبته (59.88%) حيث بلغ (163.26 مليون دينار) بعد أن كان (406.92) سنة 1983، ويرجع ذلك إلى أحداث الحرب العراقية الإيرانية وأحداث لبنان، وانخفاض أسعار النفط، وانعكس ذلك على حجم المساعدات المالية العربية، وحوالات الأردنيين العاملين في الخارج.

¹ جميلة يحيى صحراوي، مرجع سبق ذكره، ص: 54.

الجدول رقم (03-03):

مؤشر حجم تداول الأسهم في سوق عمان للأوراق المالية (1979-2013)

السنة	حجم التداول الحقيقي (مليون دينار)	معدل نمو حجم التداول الحقيقي %
1979	63.96	-
1980	148.78	132.62
1981	247.71	66.49
1982	391.69	58.13
1983	406.92	3.89
1984	163.26	- 59.88
1985	177.62	8.80
1986	182.52	2.76
1987	389.42	113.36
1988	337.55	- 13.32
1989	803.09	137.92
1990	488.05	- 39.23
1991	491.17	0.64
1992	1,357.28	176.33
1993	1,430.57	5.40
1994	706.67	- 50.60
1995	581.09	- 17.77
1996	330.13	- 43.19
1997	450.48	36.45
1998	571.47	26.86
1999	470.72	- 17.63
2000	402.02	- 14.59
2001	793.24	97.31
2002	1,107.32	39.59
2003	2,117.57	91.23
2004	4,225.31	99.54
2005	18,236.84	331.61
2006	14,640.89	- 19.72
2007	12,064.58	- 17.60
2008	18,141.08	50.37
2009	8,128.93	- 55.19
2010	5,506.17	- 32.26
2011	2,240.29	- 59.31
2012	1,486.94	- 33.63
2013	2,163.36	45.49
1979-2013	30.02	

تنويه: تم حساب حجم التداول الحقيقي ومعدل نمو حجم التداول الحقيقي من قبل الباحث، بناءً على البيانات المنشورة على الموقع الإلكتروني لسوق عمان للأوراق المالية: <http://www.ase.com.jo>

1. عند حساب القيم نصادف مشكلة الرصيد والتدفق، فهناك متغيرات تمثل رصيد يتم احتسابها في آخر السنة مثل القيمة السوقية، وهناك متغيرات تمثل تدفق مثل حجم التداول الذي يتم احتسابه خلال السنة (جميلة يحيى صجراوي).
2. حاول الاقتصاديون حل هذه المشكلة، وذلك من خلال حساب متوسط الرصيد في السنة t والسنة t-1، وإبقاء التدفق على حاله (King and Levine, 1993)، وهي طريقة مستخدمة في حساب المؤشرات المالية في البنك الدولي (World Bank Financial indicators). لكن يرى بعض الاقتصاديين أن هذه القيم ستضل مشوهة ما لم نتخلص من عامل التضخم، خاصة في الدول التي تعاني من ارتفاع في معدلات التضخم، ويتم ذلك من خلال احتساب المتوسط الحقيقي للرصيد والقيمة الحقيقية للتدفق، حيث نقوم بقسمة الرصيد على الرقم القياسي لأسعار المستهلك

الفصل الثالث: أثر تفعيل دور سوق الأوراق المالية ومعدلات النمو الاقتصادي: دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية

لآخر السنة، أما التدفق فنقوم بقسمته على الرقم القياسي لأسعار المستهلك الذي يكون خلال السنة، وعادة ما يعبر عن هذا الأخير بمتوسط الرقم القياسي لآخر السنة t والسنة $t-1$ (Levine et al., 2000).

3. حجم التداول الحقيقي = (حجم التداول الإجمالي للسنة t / متوسط الرقم القياسي لأسعار المستهلك t لسنتي $t-1$) $\times 100$.

4. علماً أن سنة 2006 هي سنة الأساس.

أما الفترة (1987-1985) فقد ارتفع حجم التداول من (177.62 مليون دينار) سنة 1985 ليصل إلى (389.42 مليون دينار) سنة 1987، حيث بلغ معدل نموه (113.36%)، ويعود هذا الإرتفاع إلى السياسة الحكومية لتشجيع الصادرات عن طريق فرض رسوم حماية على السلع الأردنية، ودعم قطاع الإنتاج المحلي، إضافة إلى تشجيع تدفق الإستثمارات إلى الأردن، والحصول على مساعدات من الدول العربية والأجنبية، غير أن هذا الإنتعاش لم يستمر حيث أنه في سنة 1988، انخفض حجم التداول بمعدل (13.32%) وكان ذلك بسبب إنهيار قيمة الدينار، مما أدى إلى قيام الحكومة بتقديم الحماية الجمركية لبعض الصناعات وإعطاء مرونة أكبر لسعر صرف الدينار الأردني وتعويم معدلات الفائدة فارتفع حجم التداول بمعدل (137.92%) ليبلغ (803.09 مليون دينار) سنة 1989، ثم عاود الانخفاض بمعدل (39.23%) سنة 1990، بسبب انعكاسات حرب الخليج الثانية على حوالات العاملين الأردنيين في دول الخليج (تقارير سوق عمان المالي 1986، 1988، 1989، 1990).

بينما خلال الفترة (1993-1991) ارتفع حجم التداول حيث أخذ القيم التالية: (491.17)، (1,357.28) و(1,430.57) على التوالي، ليحقق أعلى معدل نمو في سنة 1992 قدر بنسبة (176.3%)، الذي يعتبر أعلى معدل نمو في تاريخ السوق خلال الستة عشر سنة الأولى، ويعزى ذلك إلى زيادة حجم الاستثمارات بفضل إرتفاع حجم السيولة الناتجة عن عودة العاملين الأردنيين من دول الخليج، كما يعود هذا الإرتفاع إلى التزام الحكومة بتنفيذ برامج التصحيح الاقتصادي، حيث استمرت في تبني السياسات النقدية، والإئتمانية الرامية إلى المحافظة على الاستقرار النقدي، والسياسات المالية التي تركز على زيادة اعتماد الاقتصاد على الذات.

أما في الفترة (1996-1994)، فمن خلال الجدول رقم (03-03): نلاحظ إنخفاض في معدل نمو حجم التداول، حيث أخذ القيم الآتية: (50.60%)، (17.77%)، (43.19%)، على التوالي نظراً للتوسع في السوق الأولية، وما رافقه من إتاحة فرص إستثمارية جديدة، والتي أدت إلى امتصاص جزء كبير من السيولة المتوفرة، وفي سنتي 1997 و1998 إرتفع معدل نمو حجم التداول لكن بمعدل متناقص، حيث بلغ (36.45% و26.86%)، على التوالي، وذلك بسبب إزدياد حجم الاستثمار لغير الأردنيين الذي يرجع إلى توقيع إتفاقية الشراكة الأوروبية، بالإضافة إلى قانون الأوراق المالية لسنة 1997، والقيام بخطوات هامة للإنضمام للمنظمة العالمية للتجارة كتحرير التجارة، وإزالة العوائق الجمركية، وإزالة القيود التي كانت مفروضة على الاستثمار الأجنبي في سوق عمان المالي¹.

¹ بورصة عمان (سوق الأوراق المالية)، التقرير السنوية من: 1998-1997، مرجع سبق ذكره.

أما سنتي 1999 و2000 فقد عاود حجم التداول الانخفاض، حيث عرف معدلات نمو سالبة نتيجة للظروف التي عاشتها المنطقة، وخاصة تعثر العملية السلمية، والعدوان الإسرائيلي على الأراضي الفلسطينية،¹ بينما عاد حجم التداول للإرتفاع تدريجياً خلال سنتي 2001 و2005، ليصل معدل نموه إلى (331.61%) سنة 2005، حيث يعود ذلك إلى برامج الخصخصة لبعض الشركات الحكومية، والتوسع في مجالات الاستثمار، إضافة إلى الإرتفاع في أسعار الأسهم، وزيادة عدد الشركات، وزيادة الإقبال من قبل الأفراد على الاستثمار في الأسهم، وكذلك بفضل النتائج الإيجابية لقانون الأوراق المالية لسنة 2002، وما نتج عنه من تطبيق الأنظمة الإلكترونية بما في ذلك أنظمة التداول، والتسوية، والمقاصة الإلكترونية، الأمر الذي أدى إلى النهوض بالسوق المالي بما يتماشى والمعايير الدولية،² ثم عاد حجم التداول للإخفاض بمعدل نمو (19.72%)، (17.60%)، سنتي 2006 و2007 على التوالي، بعد أن ارتفع إلى (331.61%) سنة 2005، ويعود ذلك إلى الحركة التصحيحية في سوق عمان للأوراق المالية، حيث ارتفع معدل نموه إلى (50.37%) سنة 2008، بسبب إقبال بعض المستثمرين على شراء الأسهم التي انخفض سعرها، ثم عاد للإخفاض بشكل مفاجئ سنة 2009 بمعدل (55.19%)، بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية، حيث أدت إلى زيادة عروض بيع الأسهم نتيجة للتخوف الذي سيطر على المستثمرين، في حين قوبل هذا العرض بإنخفاض شديد في الطلب نتيجة لتخوف المشتريين، الأمر الذي انعكس على الأسعار بالإخفاض، ومنه الإنخفاض في حجم التداول.

أما خلال الفترة (2010-2012) فمن خلال الجدول رقم (03-03): نلاحظ انخفاض في معدل نمو حجم التداول، حيث أخذ القيم الآتية: (32.26%)، (59.31%)، (33.63%)، على التوالي نظراً لتأثر السوق بتبعيات الأزمة المالية العالمية من جهة وبين الإضطرابات السياسية على الصعيد العالمي والعربي من جهة أخرى كما تم تعديل أوقات جلسات التداول لجميع الأوراق المالية المتداولة خلال عام 2011. أما السنة الأخيرة 2013 فقد شهدت تحسناً ورتفاعاً في حجم التداول الحقيقي مقارنة مع عام 2012 فقد سجل أول إرتفاع منذ ستة أعوام وذلك على الرغم من الظروف الإقتصادية التي تشهدها المملكة والظروف السياسية المحيطة بها في المنطقة العربية، كما تجدر الإشارة إلى أن مشروع التقسيمات الجديدة للأسواق الذي نفذ أواخر 2012 كان له أثر إيجابي على السوق بشكل عام.

¹ بورصة عمان (سوق الأوراق المالية)، التقرير السنوية من: 1999-2000. المرجع السابق

² بورصة عمان (سوق الأوراق المالية)، التقرير السنوية من: 2002-2005. المرجع السابق.

المطلب الثاني: مؤشر القيمة السوقية للأسهم (Market Capitalization):
أولاً/ تعريف مؤشر القيمة السوقية للأسهم:¹

تعرف القيمة السوقية للسهم بأنها سعر إغلاق سهم شركة ما في نهاية العام، أما القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية فهي تساوي قيمة سوق الأوراق المالية المدرجة في هذا السوق، حيث تعتبر القيمة السوقية أحد مؤشرات سوق الأوراق المالية التي تعكس حجم سوق عمان للأوراق المالية. حيث ثمة فرض يتضمنه استخدام ذلك المؤشر، مفاده أن حجم السوق يرتبط إيجاباً أو سلباً بالقدرة على حشد رأس المال وتنويع الخطر.

ثانياً/ قياس مؤشر القيمة السوقية للأسهم في سوق عمان للأوراق المالية:

يلاحظ من الجدول رقم: (04-03) أن القيمة السوقية بدأت تزداد تدريجياً من (1,475.02 مليون دينار) سنة 1979 إلى (13,372.60 مليون دينار) سنة 2013، حيث أخذت أكبر معدل نمو لها سنة 2005 قدره: (84.68%)، وكان مقدار متوسط معدل النمو خلال فترة الدراسة (08.23%). كما نلاحظ من الجدول أن القيمة السوقية خلال الفترة (1979-1982) بدأت في الارتفاع التدريجي من (1,475.02 مليون دينار) إلى (2,846.85 مليون دينار)، حيث يرجع ذلك إلى تحسن الأوضاع الاقتصادية، التي تعود إلى الرواج الاقتصادي في هذه الفترة في دول الخليج جراء ارتفاع أسعار النفط، الأمر الذي انعكس بالارتفاع في حوالات العاملين الأردنيين في الخارج.

وفي الفترة (1983-1986) انخفضت القيمة السوقية من (3,005.36 مليون دينار) دينار إلى (2,387.44 مليون دينار)، حيث تميزت بمعدلات نمو سالبة بلغت: (9.85%)، (9.68%)، (2.44%) خلال السنوات 1984، 1985، 1986 على التوالي، ونتج ذلك عن انعكاس أحداث الحرب العراقية الإيرانية وأحداث لبنان، وانخفاض أسعار النفط مما أدى إلى انخفاض حجم المساعدات المالية العربية وحوالات الأردنيين العاملين في الخارج.

أما الفترة (1987-1989) فقد تميزت القيمة السوقية فيها بمعدلات نمو موجبة ما يميز هذه الفترة هو ارتفاع الرقم القياسي لأسعار الأسهم الذي كان نتيجة النمو في حركة التعامل في السوق نتيجة الإجراءات الاقتصادية، والنقدية، والمالية التي اتخذتها الحكومة الأردنية خلال هذه الفترة، والتي هدفت إلى زيادة معدلات النمو الإقتصادي، وإعادة التوازن لموازنة الدولة، وميزان مدفوعاتها، والتوجه نحو زيادة الادخار، والاستثمار في مختلف القطاعات الاقتصادية، بالإضافة إلى انهيار قيمة الدينار التي نتجت عن إقبال المستثمرين على اقتناء العملات الأجنبية إلى حد بلغت فيه أسعارها مستويات من الارتفاع مبالغ فيها، مما حفز المستثمر الأردني على الاستثمار في الأوراق المالية². ثم انخفضت القيمة السوقية سنتي 1990 و1991، حيث تميزت

¹ جميلة يحيى صحراوي، مرجع سبق ذكره، ص: 58.

² بورصة عمان (سوق الأوراق المالية)، التقرير السنوية من: 1988-1989، مرجع سبق ذكره.

بمعدلات نمو سالبة بلغت (9.85%) و(1.70%) على التوالي، ويعود ذلك إلى انعكاسات حرب الخليج الثانية على المساعدات العربية وحوالات العاملين في الخارج.

أما في الفترة (1992-1994)، عاودت القيمة السوقية الارتفاع بمعدلات نمو موجبة، وهذا نظراً لارتفاع حجم الاستثمارات بفضل ارتفاع حجم السيولة الناتجة عن عودة العاملين الأردنيين من دول الخليج، وزيادة حجم الإصدارات الجديدة للأسهم، كما يعود هذا الارتفاع إلى التزام الحكومة بتنفيذ برامج التصحيح الإقتصادي، حيث استمرت في تبني السياسات النقدية والإئتمانية الرامية إلى المحافظة على الإستقرار النقدي، والسياسات المالية التي تركز على زيادة اعتماد الاقتصاد على الذات. أما في سنتي 1995 و1996، فنلاحظ انخفاض القيمة السوقية، حيث أخذت معدلات نمو سالبة بلغت: (2.4%) و(3.4%)، ويرجع ذلك إلى اغتيال رابين سنة 1995، وتدهور عملية السلام، وتراجع معدلات الاستثمار نظراً لحالة عدم التأكد في ظل هذه الظروف. ثم عاودت القيمة السوقية الارتفاع خلال الفترة (1997-1999) بمعدلات نمو موجبة بلغت (0.3%)، (6.3%)، (1.6%) على الترتيب، ويرجع ذلك إلى توقيع اتفاقية الشراكة الأوروبية، بالإضافة إلى قانون الأوراق المالية لسنة 1997، وقانون الشركات، وإزالة القيود التي كانت مفروضة على الاستثمار الأجنبي في سوق عمان المالي. ثم عادت للإنخفاض سنة 2000 بمعدل (8.3%)، وهذا بسبب العدوان الإسرائيلي على الأراضي الفلسطينية.

ثم اتخذت القيمة السوقية إتجاه صعودي خلال الفترة (2001-2006)، حيث حققت أعلى معدل نمو لها منذ نشأة السوق المالي قدره: (84.68%) سنة 2005، ويعود ذلك إلى برامج الخصخصة لبعض الشركات الحكومية، والتوسيع في مجالات الاستثمار، بالإضافة إلى النتائج الإيجابية لقانون الأوراق المالية لسنة 2002، وما نتج عنه من تطبيق الأنظمة الإلكترونية بما في ذلك أنظمة التداول، والتسوية، والتقاص الإلكترونية.

ثم عادت للانخفاض سنة 2007، بسبب الحركة التصحيحية التي شهدتها السوق المالي بمعدل (0.88%)، لتعاود الارتفاع بشكل طفيف بمعدل (0.44%) سنة 2008، إلا أنه في سنة 2009 شهدت انخفاض ملحوظ بمعدل (18.08%)، ويعتبر أكبر معدل نمو سلبى شهدته السوق المالي في نمو القيمة السوقية منذ نشأته، ويرجع السبب في ذلك إلى آثار الأزمة المالية العالمية على سوق عمان المالي.

الفصل الثالث: أثر تفعيل دور سوق الأوراق المالية ومعدلات النمو الاقتصادي:
دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية

الجدول رقم (03-04):

مؤشر القيمة السوقية للأسهم في سوق عمان للأوراق المالية (1979-2013)

المليون دينار أردني

السنة	القيمة السوقية الحقيقي (مليون دينار)	معدل نمو القيمة السوقية الحقيقي %
1979	1,475.02	-
1980	1,702.39	15.41
1981	2,166.56	27.27
1982	2,846.85	31.40
1983	3,005.36	05.57
1984	2,709.48	- 09.85
1985	2,447.14	- 09.68
1986	2,387.44	- 02.44
1987	2,393.27	0.24
1988	2,584.04	07.97
1989	2,735.16	05.85
1990	2,465.68	- 09.85
1991	2,423.67	- 1.70
1992	3,055.14	26.05
1993	4,240.26	38.79
1994	4,907.73	15.74
1995	4,788.44	- 02.43
1996	4,624.82	- 03.42
1997	4,640.47	00.34
1998	4,932.31	06.29
1999	5,012.37	01.62
2000	4,593.81	- 08.35
2001	4,731.92	03.01
2002	5,535.57	16.98
2003	7,288.72	31.67
2004	11,553.08	58.51
2005	21,336.27	84.68
2006	24,706.78	15.80
2007	24,490.50	- 00.88
2008	24,599.46	00.44
2009	20,153.10	-18.08
2010	18,283.42	- 09.28
2011	16,193.42	- 11.43
2012	14,442.01	- 10.82
2013	13,372.60	- 07.40
08.23	1979-2013	

تنويه: تم حساب القيمة السوقية الحقيقي ومعدل نمو القيمة السوقية الحقيقي من قبل الباحث، بناءً على البيانات المنشورة

Home Page: <http://www.ase.com.jo>

على الموقع الإلكتروني لسوق عمان للأوراق المالية:

Home Page: <http://www.cbj.gov.jo>

وموقع البنك المركزي الأردني:

1. القيمة السوقية الحقيقية = 0.5 [(القيمة السوقية للسنة t / الرقم القياسي لأسعار المستهلك للسنة t) + (القيمة السوقية

للسنة t / الرقم القياسي لأسعار المستهلك للسنة t-1)] × 100.

2. علماً أن سنة 2006 هي سنة الأساس

وخلال فترة (2010-2013) شهدة إنخفاضاً متفاوتاً، حيث كانت المعدلات على التوالي (9.28%) و(11.43%) و(10.82%) و(7.40%)، فقد ارتفعت المؤشرات الأسواق وأدائها خلال عام 2013 فقد بلغ الرقم القياسي للسوق الأول 1.52 نقطة في نهاية عام 2013 بإرتفاع نسبته 5.6% عن نهاية العام الماضي، وللسوق الثاني 1104 نقطة بإرتفاع نسبته 10.4%، وللسوق الثالث 1100 نقطة بإرتفاع نسبته 10.0%.

وكمحصلة لتغيرات أسعار الأسهم للعام 2013، انخفضت القيمة السوقية للشركات المدرجة في نهاية العام 2013 بنسبة 4.7% لشكل ما نسبته 73% من الناتج المحلي الإجمالي، ويُعزى سبب انخفاض القيمة السوقية للبورصة إلى تراجع أسعار أسهم كبرى شركات قطاع الصناعات الاستخراجية والتعدينية¹.

المطلب الثالث: مؤشر معدل دوران الأسهم (Turnover Ratio (TR):
أولاً/ تعريف مؤشر معدل دوران الأسهم²:

هو يعادل القيمة الكلية للأسهم المحلية المتداولة خلال فترة معينة كنسبة مئوية من القيمة السوقية، وهو يقيس حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق، حيث يستخدم معدل دوران السهم المرتفع كمؤشر إلى كثافة التداول في السوق الأوراق المالية، وإلى أن تكاليف اتمام الصفقات منخفضة. وجدير بالذكر أن القيمة السوقية العالية لا تعني بالضرورة أن سيولة السوق مرتفعة، ولذلك فإننا نحتاج إلى مؤشري حجم التداول، ومعدل دوران السهم لقياس السيولة، حيث كلما ارتفع معدل دوران السهم كلما دل على ارتفاع السيولة في سوق الأوراق المالية، واقتراب أسعار الأسهم من السعر العادل، وكلما انخفض معدل الدوران، كلما دل على انخفاض السيولة في سوق الأوراق المالية، وابتعاد أسعار الأسهم عن السعر العادل.

ثانياً/ قياس المؤشر معدل دوران الاسهم في سوق عمان للأوراق المالية:

يتضح من الجدول رقم (03-05): أن معدل الدوران الأسهم أبدى تقدماً ملحوظاً في فترات مختلفة، إلا أنه تراجع في فترات أخرى، حيث بلغ (4.34%) سنة 1979 ليصل إلى (16.18%) سنة 2013، وبلغ متوسط معدل الدوران خلال فترة الدراسة (22.84%). تشير بيانات الجدول إلى أن معدل الدوران شهد نشاطاً ملحوظاً في التداول خلال الفترة (1979-1982)، حيث بلغ (4.34%) سنة 1979 ليصل إلى (13.76%) سنة 1982، ويعود ذلك إلى تحسن الأوضاع الاقتصادية، والإقبال على الاستثمار في الأوراق المالية فضلاً عن التغيير النوعي الذي حدث في السوق في تلك الفترة، الأمر الذي جعله يحتل مكاناً أكثر أهمية في النشاطات الاقتصادية المحلية، مما س زيادة في كثافة التداول على المستوى الكلي للسوق، غير أن معدل الدوران بدأ في الانخفاض سنة 1983.

¹ بورصة عمان (سوق الأوراق المالية)، التقرير السنوية من: 2010-2013، مرجع سبق ذكره.

² جميلة يحيى صحراوي، مرجع سبق ذكره، ص: 61-62.

الفصل الثالث: أثر تفعيل دور سوق الأوراق المالية ومعدلات النمو الإقتصادي:
دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية

الجدول رقم (03-05):

مؤشر معدل دوران الأسهم في سوق عمان للأوراق المالية (1979-2013)

المليون دينار أردني

السنة	حجم التداول الحقيقي (مليون دينار)	القيمة السوقية الحقيقي (مليون دينار)	معدل الدوران
1979	63.96	1,475.02	4.34
1980	148.78	1,702.39	8.74
1981	247.71	2,166.56	11.43
1982	391.69	2,846.85	13.76
1983	406.92	3,005.36	13.54
1984	163.26	2,709.48	6.03
1985	177.62	2,447.14	7.26
1986	182.52	2,387.44	7.65
1987	389.42	2,393.27	16.27
1988	337.55	2,584.04	13.06
1989	803.09	2,735.16	29.36
1990	488.05	2,465.68	19.79
1991	491.17	2,423.67	20.27
1992	1,357.28	3,055.14	44.43
1993	1,430.57	4,240.26	33.74
1994	706.67	4,907.73	14.40
1995	581.09	4,788.44	12.14
1996	330.13	4,624.82	7.14
1997	450.48	4,640.47	9.71
1998	571.47	4,932.31	11.59
1999	470.72	5,012.37	9.39
2000	402.02	4,593.81	8.75
2001	793.24	4,731.92	16.76
2002	1,107.32	5,535.57	20.00
2003	2,117.57	7,288.72	29.05
2004	4,225.31	11,553.08	36.57
2005	18,236.84	21,336.27	85.47
2006	14,640.89	24,706.78	59.26
2007	12,064.58	24,490.50	49.26
2008	18,141.08	24,599.46	73.75
2009	8,128.93	20,153.10	40.34
2010	5,506.17	18,283.42	30.12
2011	2,240.29	16,193.42	13.83
2012	1,486.94	14,442.01	10.30
2013	2,163.36	13,372.60	16.18
2013-1979			22.84

تنويه: تم حساب معدل دوران الأسهم من قبل الباحث،

3. معدل الدوران = (حجم التداول الحقيقي / القيمة السوقية الحقيقية) × 100.

ليظهر ذلك جلياً في سنة 1984، حيث بلغ (6.03%)، وذلك بسبب الانخفاض الشديد في حجم التداول في هذه السنة، ويرجع ذلك إلى انخفاض أسعار البترول، وإلى سوء الأوضاع

السياسية في كل من إيران، والعراق ولبنان، الأمر الذي كان له أثر كبير على معدل الدوران في السوق.

إلا أن معدل الدوران شهد ارتفاعاً خلال الفترة (1985-1987)، حيث ارتفع من (7.26%) سنة 1985 إلى (16.27%) سنة 1987، ثم عاود للإنخفاض خلال الفترة (1988-1990) ما عدا سنة 1989 ارتفع إلى (29.36%)، ويرجع ذلك إلى الإجراءات الإقتصادية والمالية والنقدية التي اتخذتها الحكومة في ذلك الوقت كما أسلفنا. ثم عاود الإنخفاض سنة 1990 إلى (19.79%) وهذا بسبب إنعكاسات أزمة الخليج، حيث شهد إنخفاض في حجم التداول في جميع القطاعات وبالأخص قطاع الصناعة.

ثم عاد للارتفاع سنتي 1991 و1992 ليصل إلى (20.27%) و(44.43%)، وهذا نتيجة لحركة التداول الشديدة على جميع القطاعات، ويعود ذلك إلى أسباب ارتفاع حجم التداول والقيمة السوقية سالفة الذكر، مع العلم بأن معدل نمو حجم التداول كان أكبر من معدل نمو القيمة السوقية في هاتين السنتين.

بدأ سوق عمان المالي يبدي تراجعاً خلال الفترة (1993-1996)، ليصل معدل الدوران إلى أدنى قيمة له في الفترة ما بعد التسعينات حيث بلغ (07.14%) سنة 1996، ويرجع هذا الانخفاض إلى انخفاض كل من حجم التداول والقيمة السوقية للأسباب سالفة الذكر، مما قلل من نشاط السوق. ولكن سرعان ما عاود الارتفاع خلال سنتي 1997 و1998 حيث أخذ القيم التالية (09.71%)، (11.59%)، ويعود ذلك إلى ارتفاع معدل نمو حجم التداول بمعدل أكبر من معدل نمو القيمة السوقية. إلا أنه ما لبث معدل الدوران ليعود ويتراجع في قيمته خلال سنتي 1999 و2000 إلى (09.39%) و(08.75%). ثم أخذ اتجاه تصاعدي بشكل تدريجي خلال الفترة (2001-2005) حيث شهد اقصى قيمة له في تاريخ سوق عمان المالي قدرت بـ (85.47%) سنة 2005، ويعود ذلك إلى ارتفاع حجم التداول بمعدل نمو أكبر من معدل نمو القيمة السوقية. ثم عاود الإنخفاض سنتي 2006 و2007 حيث بلغ (59.26%) و(49.26%) على التوالي، بسبب الحركة التصحيحية في سوق عمان للأوراق المالية خلال هذه الفترة. ثم ارتفع إلى (73.75%) سنة 2008 بسبب إقبال المستثمرين على شراء الأسهم التي أنخفضت أسعارها، إلا أنه في السنتي 2009 و2010 شهد انخفاضاً ملحوظاً حيث بلغ (40.34%) و(30.12%) على التوالي، بعد أن كان (73.75%) سنة 2008 ويرجع ذلك إلى انخفاض كل من حجم التداول والقيمة السوقية بسبب تخوف المستثمرين، على أثر تدعيات الأزمة المالية العالمية التي أدت إلى تعطيل نشاط السوق المالي.

وفي الفترة الأخيرة الممتدة (2011-2013) شهدة إنخفاضاً كبيراً، في القيمة السوقية وحجم التداول، نتيجة إنعكاساً للأوضاع السياسية والاقتصادية التي تعاني منها المنطقة نتيجة تداعيات الربيع العربي والاضطرابات السياسية التي مازالت تلقي بظلالها على الاقتصاد الأردني.

المطلب الأول: مؤشر عدد الشركات ((Number of listed companies (NC))
أولاً/ تعريف المؤشر مؤشر عدد الشركات:

يقصد به عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية ويستخدم هذا المؤشر للدلالة على حجم السوق أن هذا المؤشر يفقد تلك الدلالة إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية أي قد يكون عدد الشركات المدرجة في السوق كبيراً ولكن إجمالي السوقية لتلك الشركات صغيراً¹.

ثانياً/ قياس مؤشر عدد الشركات في سوق عمان للأوراق المالية:

يلاحظ من الجدول رقم: (03-06) أن القيمة السوقية الحقيقية بدأت تزداد تدريجياً من (2,735.16 مليون دينار) سنة 1989 إلى (13,372.60 مليون دينار) سنة 2013، حيث أخذت أكبر قيمة سوقية سنة 2006 قدرة بـ (24,706.78 مليون دينار)، في حين كان عدد الشركات المدرجة يزداد تدريجياً من (106) سنة 1989 إلى (240) سنة 2013، حيث كانت أكبر قيمة سنة 2010 قدر عدد الشركات (277).

فخلال الفترة (1989-1996) كان التناقص كبيراً حيث انخفض عدد الشركات المدرجة من 106 شركات خلال سنة 1989 إلى 98 شركة خلال سنة 1996. هذا راجع لبداية تشكيل سوق عمان وتسليط قوانين تتحكم في سيوررة وشروط دخول السوق المالي. وفي سنة 1997 فقد ارتفعت عدد الشركات لتصل إلى 139 أي زيادة كبيرة تقدر بـ 41 شركة بحيث تعتبر أكبر قفزة وتطور شهاده السوق من بدايته إلى 2013، وهذا راجع لتشجيع الشركات لتكوين السوق وتحضير لتأسيس سوق عمان للأوراق المالية، حيث يعتبر عدد شركات تحفيز لزيادة الاستثمارات.

وخلال (1998-1999) كانت الزيادة بطيئة لسنة 1999 حيث تم تأسيس سوق عمان للأوراق المالية بتاريخ 11 مارس 1999، وهنا عملت سوق عمان على حث الشركات المساهمة العامة والتي حققت شروط ومتطلبات الإدراج على التقدم بطلبات لإدراج أوراقها المالية في سوق الأوراق المالية، حيث تمت الموافقة خلال عام 1999 على إدراج أسهم تسعة شركات بلغ مجموع رؤوس أموالها (88.5) مليون دينار.

وفي الفترة (2000-2001) بلغ عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان 163 شركة في نهاية عام 2000 مقابل 151 شركة مدرجة في عام 1999، إذ تم إدراج أسهم كل من شركة الشرق العربي للتأمين، وشركة الثقة للاستثمارات الأردنية،...إلخ، في حين تم إلغاء ادراج الشركة

¹ اديب قاسم شندي. مرجع سبق ذكره، ص: 167.

الفصل الثالث: أثر تفعيل دور سوق الأوراق المالية ومعدلات النمو الاقتصادي:
دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية

المركزية للتجارة والتخزين. ومما يذكر بأنه تم التداول خلال هذا العام بأسهم 153 شركة، حيث ارتفعت أسعار أسهم 32 شركة، وانخفضت أسعار أسهم 111 شركة، بينما استقرت أسعار أسهم 10 شركات. كما يرجع سبب انخفاض أسعار أسهم إلى العدوان الإسرائيلي على الأراضي الفلسطينية.

الجدول رقم (03-06):

مؤشر عدد شركات في سوق عمان للأوراق المالية (1989-2013)

المليون دينار أردني

السنة	القيمة السوقية الحقيقي (مليون دينار)	عدد الشركات في السوق	القيمة السوقية الحقيقي لعدد لشركات	معدل القيمة السوقية الحقيقية لعدد الشركات المدرجة
1989	2,735.16	106	25.80	-
1990	2,465.68	105	23.48	-08.994
1991	2,423.67	101	24.00	02.189
1992	3,055.14	103	29.66	23.607
1993	4,240.26	101	41.98	41.539
1994	4,907.73	95	51.66	23.051
1995	4,788.44	97	49.37	-04.442
1996	4,624.82	98	47.19	-04.402
1997	4,640.47	139	33.38	-29.258
1998	4,932.31	150	32.88	-08.994
1999	5,012.37	151	33.19	0.9502
2000	4,593.81	163	28.18	-15.098
2001	4,731.92	161	29.39	04.286
2002	5,535.57	158	35.04	19.205
2003	7,288.72	161	45.27	29.217
2004	11,553.08	192	60.17	32.914
2005	21,336.27	201	106.15	76.411
2006	24,706.78	227	108.84	02.534
2007	24,490.50	245	99.96	-08.158
2008	24,599.46	262	93.89	-6.0725
2009	20,153.10	272	74.09	-21.087
2010	18,283.42	277	66.01	-10.915
2011	16,193.42	247	65.56	-0.6737
2012	14,442.01	243	59.43	-9.3475
2013	13,372.60	240	55.72	-6.2474
2013-1989	10,204.27	171.80	52.81	5.4043

تنويه: تم حساب القيمة السوقية الحقيقي ومعدل نمو القيمة السوقية الحقيقي من قبل الباحث، ناءً على البيانات المنشورة

Home Page: <http://www.ase.com.jo>

على الموقع الإلكتروني لسوق عمان للأوراق المالية:

Home Page: <http://www.cbj.gov.jo>

وموقع البنك المركزي الأردني:

1. القيمة السوقية الحقيقي = $0.5 \times [(القيمة السوقية للسنة t) / (القيمة السوقية للسنة t-1) - 1] \times 100$

للسنة t / الرقم القياسي لأسعار المستهلك للسنة t-1 $\times 100$

2. القيمة السوقية الحقيقي لعدد الشركات = $(القيمة السوقية الحقيقية للسنة t) / (عدد الشركات لسنة t)$

3. علماً أن سنة 2006 هي سنة الأساس

وفي الفترة (2002-2003) قد بلغ عدد الشركات المدرجة 157 شركة مقابل 161 شركة مدرجة نهاية 2001 إذ تم إدراج أسهم شركة الاتصالات الأردنية وشركة التجمعات الاستثمارية المتخصصة،... إلخ، وتم إعادة تمويل الرهن العقاري، في حي تم إلغاء إدراج شركات المجموعة العربية الدولية للاستثمارات الطبية... إلخ، وتم اندماج كل من شركة الصناعات علاء الدين وشركة رم للصناعات المعدنية... إلخ، ومما يذكر بأنه تم التداول خلال هذا العام بأسهم 144 شركة، حيث أرتفعت أسعار أسهم 80 شركة، وانخفضت أسعار أسهم 60 شركة، بينما استقرت أسعار أسهم 4 شركات، فخلال هذه الفترة حقق الاقتصاد الأردني نمواً كبيراً ومعدلات فاقت معدلات النمو السكاني وهذا إلى جهود الرامية إلى تصحيح الاقتصاد وخاصةً على صعيد السياستين النقدية والمالية.

وفي الفترة (2003-2007) تزايد عدد الشركات المدرجة من 161 سنة 2003 ليصل إلى 245 سنة 2007، عند هذه الفترة قامت الدولة بمواصلة تنفيذ برنامج التخصيص حيث قامت ببيع جزء من مساهمتها في عدة شركات منها المناجم الفوسفات وشركات الاتصال... إلخ، كما أدى ارتفاع الاسعار على تنشيط السوق وتحفيز الشركات الجديدة المساهمة العامة على الدخول لسوق وزيادة رؤوس أموالها، كما أن سوق عمان قام بنشر الوعي في أوساط الأردنيين من خلال تطوير التداول الإلكتروني حيث قامت بعدت اتفاقيات ابرزها تفاقية مع شركة بلومبرج العالمية Bloomberg خلال سنة 2005 من أجل النشر بشكل حي ومباشر عبر أنحاء العالم. كما أدت بزيادة الافصاح ونشر المعلومات التي حفزت الشركات الجديدة على الدخول على السوق:

الجدول رقم (03-07):

عدد الاتفاقيات سوق عمان للأوراق المالية خلال عام 2005

شاشات المراقبة السوق	شاشات عرض	نشر المعلومات عبر الهاتف	شريط الأسعار المتحرك	/
16	11	09	55	عدد الاتفاقيات

المصدر: بورصة عمان (سوق الأوراق المالية)، التقارير السنوية من: 2005، عمان-الأردن.
متاح على الموقع: <http://www.ase.com.jo>، يوم: 2014/05/08، الساعة 11:06.

وفي السنة (2008) تزايدت نسبة الشركات المدرجة إلى 262 بنسبة لسنة 2005 بمقدار 245 شركة، وهذا ورغم أن تداعيات الأزمة العالمية التي عصفت بمعظم الاسواق المالية العالمية والعربية أدت إلى حدوث انكماش اقتصادي. كما انخفضت أسعار الأسهم في الدول العربية بشكل متفاوت.

أما خلال الفترة (2009-2010) تزايد عدد الشركات المدرجة من 272 سنة 2009 ليصل إلى 277 سنة 2010 وهي أكبر عدد من الشركات المدرجة في سوق عمان من نشأته إلى غاية 2014 وفي خلال الفترة بلغة عدد الشركات المدرجة في السوق الأول 112 شركة، فيما بلغ عدد

الشركات المدرجة في السوق الثاني 165 شركة. كما ارتفعت رؤوس أموال الشركات المدرجة إلى نحو 7.0 مليار دينار/سهم بنهاية العام 2010 مقارنة مع نحو 6.7 مليار دينار/سهم بنهاية العام 2009، حيث جاءت هذه الزيادة نتيجة لإدراج خمس شركات جديدة خلال العام 2010 فضلاً عن قيام مجموعة من الشركات المدرجة بزيادة رؤوس أموالها خلال نفس العام بطرق مختلفة. أما خلال الفترة الأخير (2011-2013) انخفضت عدد الشركات المدرجة من 277 سنة 2010 ليصل إلى 240 سنة 2013 بمقدار 37 شركة خلال ثلاثة سنوات الأخيرة، وقد جاء هذا الانخفاض بشكل رئيسي نتيجة لإلغاء إدراج 32 شركة خلال العام 2011. وذلك بعد تعديل الأنظمة والتعليمات الخاصة إدراج الأوراق المالية بسوق عمان للأوراق المالية:¹

1. السماح للشركات الراغبة بتخفيض رأس مالها من خلال شراء الاسهم الصادرة عنها من خلال السوق دون إيقافها عن التداول؛
2. إيقاف التداول بأسهم الشركات الراغبة بالاندماج اعتباراً من تاريخ صدور قرار وزير الصناعة والتجارة بالموافقة على الاندماج.
3. إلغاء إدراج أسهم الشركات التي تحال بقرار من المحكمة إلى التصفية الاجبارية وتلك التي تقرر هيئاتها العامة الموافقة على تصفيتها تصفية اختيارية، بالإضافة إلى الشركات التي تبقى موقوفة عن التداول لمدة تزيد عن العامين حيث يهدف ذلك إلى إبقاء الشركات المتداولة فعلياً في السوق مدرجة فيه.

تلعب المؤشرات الاقتصادية دوراً مهماً في تقديم الصورة المبدئية العامة حول السوق وكذا الاقتصادية، وهذا كونها تمثل الأرقام القياسية، والمؤشرات الموضحة لأتجاه السوق. كما تعتبر المؤشرات أحد أهم الأدوات التحليلية في السوق، وعليه فإنها هدف لكل المستثمرين والوسطاء لمعرفة أهم القرارات التي قد يتخذها أتجاه ورقة مالية ما، ومن هنا سنقوم بأسقاط هذه النتائج التي تحصلنا عليها في هذا المبحث من حساب المؤشرات التي تمثل تطور السوق وادخالها ضمن برنامج الاحصائي EViews الذي اعتمدنا على مخرجاته في تحليل وعرض، ثم التوصل إلى تفسير الآثار المترتبة بين المتغيرات داخل النموذج الاحصائي.

¹ بورصة عمان (سوق الأوراق المالية)، التقرير السنوية من: 2011، مرجع سبق ذكره، ص: 30.

المبحث الثالث: عرض وتحليل أثر دور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي
ولدراسة العلاقة بين النمو الاقتصادي وتطور سوق الأوراق المالية، فإنه لا بد من
إستخدام متغيرات تعكس تطور كل من سوق الأوراق المالية وإحدى المتغيرات المؤثرة في النمو
الاقتصادي، وعليه فقد تم أستخدام الأسلوب الوصفي التحليلي، والأسلوب الإحصائي القياسي،
ومن خلال تحليل السلاسل الزمنية (Time Series Analysis)، ونموذج الانحدار الذاتي للمتجه
(vector auto-regression (VAR))، ونموذج تصحيح متجه الخطأ (Error-Correction
Model (ECM))، وتم الحصول على بيانات سنوية إحصائية، وبعد أن تم الحصول على
البيانات الدراسة من تقارير السنوية لسوق عمان للأوراق المالية، كما تم الحصول على البيانات
الأحصائية الصادرة عن البنك المركزي الأردني، استخدم المنهج الإحصائي القياسي الكمي،
لقياس أثر وعلاقة كل من المتغيرات الاقتصادية، الناتج المحلي الأجمالي (GDP)، حجم التداول
(VT)، معدل دوران الأسهم (TR)، عدد الشركات المدرجة (NC). وبإستخدام نموذج (VAR)،
لتعرف التفاعلات الزمنية بين المتغيرات المستخدمة في النموذج القياسية خلال السنوات المدة
(2002-2013)، فإن متغيرات الدراسة جميعها تعامل على أنها متغيرات داخلية (Endogenous
Variables). لذلك لا يوجد في نموذج الدراسة متغيرات خارجية (Exogenous Variables).
(Anderson, 1971). وتقوم الدراسة بإستخدام نموذج تصحيح متجهات الخطأ (VECM)، خلال
السنوات /المدة (2002-2013) بوصفه إحدى التقنيات الإحصائية الحديثة في تحليل سرعة
التكيف والتلاؤم للمتغيرات عبر الزمن.

1- نموذج (VAR):

سوف تتم الاستعانة بالرمزة الإحصائية (RATS) (Regression Of Time Series Analysis) لإجراء التحليل القياسي من خلال الاختبارات الآتية:
أولاً: اختبار استقرار المتغيرات النموذج (stationarity Test)؛
ثانياً: اختبار عدد مدد التباطؤ الزمني (Selection The lag-Length)؛
ثالثاً: اختبار التكامل المشترك (Co-integration Test)؛
رابعاً: استقرار نموذج تصحيح متجهات الخطأ (VECM)؛
خامساً: التوزيع الطبيعي لأخطاء والتقدير (Jarque-Bera, Kurtosis, Skewness)؛
سادساً: اختبار السببية (Granger Causality Test)؛
سابعاً: تحليل مكونات التباين (Variance Decomposition).

2- نموذج تصحيح متجهات الخطأ (VECM) (Vector Error Correction Model): يستخدم
نموذج تصحيح الخطأ كوسيلة لتكييف سلوك المتغير في الأجل القصير مع سلوكه في الأجل
الطويل، حيث تستخرج الفروقات et (الأخطاء) بين القيم المقدر، والقيم الفعلية للمتغير

التابع في النموذج التكاملي ثم يعاد التقدير للنموذج بإدخال الفرق الأول للأخطاء، كمتغير مستقل جديد وفقاً للمعادلة رقم (01) وتمثل Z متجه المتغيرات المراد اختبارها، والمعاملات β مروونات الأجل القصير ويمثل معامل الفروقات λ سرعة التكييف بين الأجل القصير والأجل الطويل، حيث يكون هذا المتغير مستقراً إذا كانت القيمة المطلقة له أقل من واحد وإشارته سالبة.

$$\Delta Z_t = \alpha + \sum \beta_i \Delta Z_{t-1} + \lambda u_{t-1} + e_t \dots \dots \dots (01)$$

3- النموذج القياسي:

هدف الدراسة، إلى قياس أثر المتغيرات الاقتصادية في تطور سوق عمان للأوراق المالية على النمو الاقتصادي، وباستخدام تحليل السلاسل الزمنية خلال السنوات/ المدة (2002-2013). إذ سيستخدم نموذج قياسي يعتمد على بيانات سنوية رسمية تغطي مدة الدراسة، حيث يكون متغير الناتج المحلي الأجمالي (GDP) متغيراً تابعاً حسب نص المعادلة الخطية الآتية:

$$\ln \text{GDP} = \beta_0 + \beta_1 \ln \text{VT} + \beta_2 \ln \text{NC} + \beta_3 \ln \text{TR} + \beta_4 \ln \text{G} + u_t \dots \dots \dots (02)$$

إذا إن: GDP - الناتج المحلي الأجمالي؛

VT - حجم التداول؛

NC - عدد الشركات المدرجة؛

TR - معدل دوران الأسهم؛

u_t : الخطأ العشوائي؛ Ln: يمثل اللوغاريتم الطبيعي.

أما معاملات النموذج التي سيتم تقديرها فهي: $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$.

4- وصف متغيرات النموذج:

استخدمت هذه الدراسة المتغيرات الاقتصادية الآتية:

1-4 حجم التداول (Value Traded (VT):

لقد استخدمت هذه الدراسة متغيرين كمؤشرين دالين على سيولة السوق ومدى كفاءتها (حجم التداول، ومعدل الدوران الأسهم)، ويعتبر حجم التداول قيمة الأسهم التي تتداول في قاعة السوق بمختلف الأسعار خلال مدة معينة ويعد من المؤشرات التي تعطي تلميحات مهمة عن قوة السوق واحتمالات صعوده أو هبوطه في المستقبل¹. ومن المتوقع وفقاً للنظرية الاقتصادية أن يكون تأثيره إيجابياً على الناتج المحلي الإجمالي.

3-4 معدل دوران الأسهم (Turnover Ratio (TR):

¹ ادیب قاسم شندی، مرجع سبق ذكره، ص: 167.

هو مؤشر مهم يعكس حجم السيولة النسبة لسوق الأوراق المالية، ويساوي القيمة الكلية للأسهم المحلية المتبادلة خلال فترة معينة كنسبة مئوية من القيمة السوقية، ومنه يقيس حجم المعاملات النسبة لحجم السوق، بما أن القيمة السوقية وحجم التداول يتوقع منها أن يكونا إيجابياً فمن المتوقع، فإن من المتوقع وفقاً للنظرية الاقتصادية أن يكون تأثيره إيجابياً على الناتج المحلي الإجمالي.

4-4- عدد الشركات المدرجة ((NC) (Number of listed companies):

هو مؤشر يستخدم للدلالة على حجم السوق، فزيادة عدد الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية له دلالة هامة على التطور السريع للسوق المالية، حيث أن ارتفاع عدد الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية قد يؤدي إلى زيادة درجة اتساع السوق وارتفاع حجم الاستثمارات في الاقتصاد الوطني، الأمر الذي ينعكس على الاقتصاد إيجابياً. فإن من المتوقع وفقاً للنظرية الاقتصادية أن يكون تأثيره إيجابياً على الناتج المحلي الإجمالي.

5- نتائج الدراسة (نموذج (VAR):

ستستخرج في هذه الدراسة نتائج اختبارات الرزمة الإحصائية (RATS)، على النموذج القياسي الذي يمثل فيه الناتج المحلي الأجمالي (GDP)، كمتغير تابع ليمثل مقياس لمعدلات النمو الاقتصادي خلال السنوات (2002-2013)، وكل من المتغيرات المستقلة، حجم التداول والقيمة السوقية ومعدل الدوران الأسهم والأنفاق الحكومي، وسيتم أيضاً خلال إجراء التحليل ومناقشة النتائج بيان مدى تأثير تطور سوق عمان للأوراق المالية على النمو الاقتصادي. شكل الدالة النموذج:

$$\text{LOG GDP} = \text{LOG F (VT, NC, TR,)} \dots\dots (03)$$

ولغايات تحقيق بعض التجانس في أحجام الأرقام الإحصائية المستخدمة في الدراسة، ولأجل استبعاد تأثير الاتجاه العام (Trend) من التقلبات الدورية للمتغيرات، حولت البيانات الأصلية إلى اللوغاريتمات الطبيعية، وحول الشكل الدالي (03) إلى الشكل اللوغارتمي كما هو موضح في المعادلة (04):

شكل الخطي اللوغارتمي النموذج:

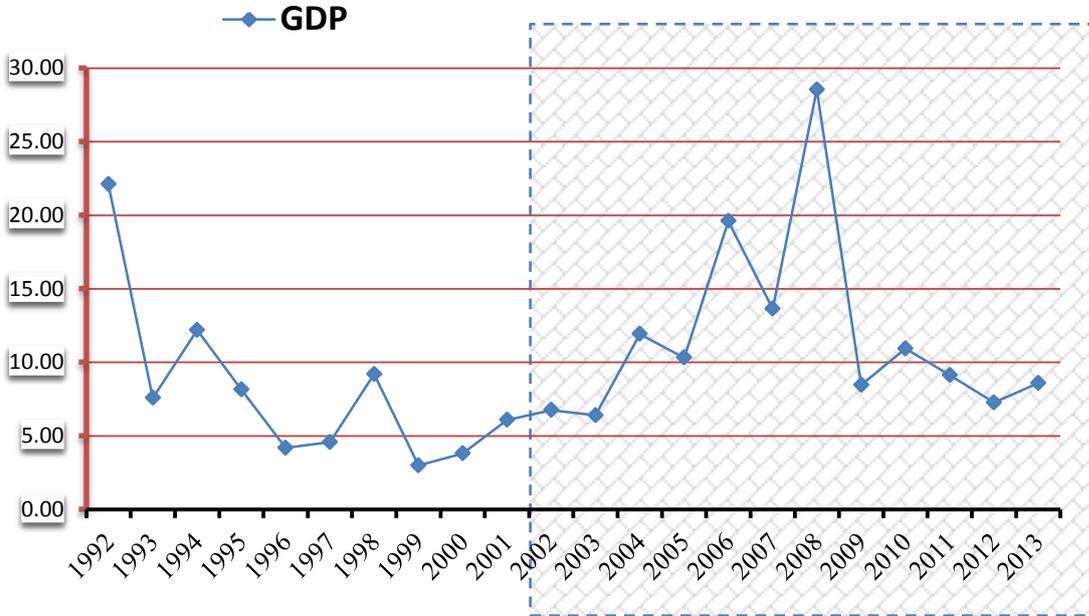
$$\text{Ln GDP} = \beta_0 + \beta_1 \text{Ln VT} + \beta_2 \text{Ln NC} + \beta_3 \text{Ln TR} + \beta_4 \text{Ln } + \mathbf{u}_t \dots\dots\dots (04)$$

المطلب الأول: اختبار استقرار المتغيرات (stationarity Test):
أولاً/ رسم السلاسل الزمنية:

من أجل تحليل السلسلة الزمنية يتم رسم مشاهداتها لمعرفة وجود مركبة الاتجاه العام لها وهل هي مستقرة أم لا، فتعرف السلسلة الزمنية على أنها مجموعة من المشاهدات لقيمة الظاهرة التي تتغير مع الزمن وهذه المشاهدات المتعاقبة تكون مأخوذة في فترة زمنية محدودة ومتساوية، وتكون السلسلة ساكنة ومستقرة إذا كان المتوسط والتباين لقيم السلسلة لا يعتمدان على الزمن؛ ومن أهم التحويلات المستخدمة في تثبيت تباين السلسلة الحصول على اللوغاريتم الطبيعي لبيانات السلسلة أو الحصول على الجذر التربيعي لها. وبعد التقديرات المطلوبة نعيد صيغة التقدير لأصلها، وأظهرت الدراسات التطبيقية أن التباين يكون أكثر ثباتاً في حالة تحويل البيانات الأصلية بواسطة الجذر التربيعي¹. ويعرف الاتجاه العام بأنه يتمثل في وجود تغير منتظم في مستوى السلسلة الزمنية في اتجاه محدد. ومن بين أهم طرق إزالة الاتجاه العام: طريقة الانحدار وطريقة الفروقات. باستخدام الطريقة الأخيرة نحصل على الفروق من الدرجة الأولى أو الثانية لإزالة الاتجاه العام.

حيث تمثل الأشكال التالية السلاسل الزمنية لكل من المتغيرات الأربعة:
الشكل رقم (03-02):

منحنى الناتج المحلي الإجمالي (1992-2013)



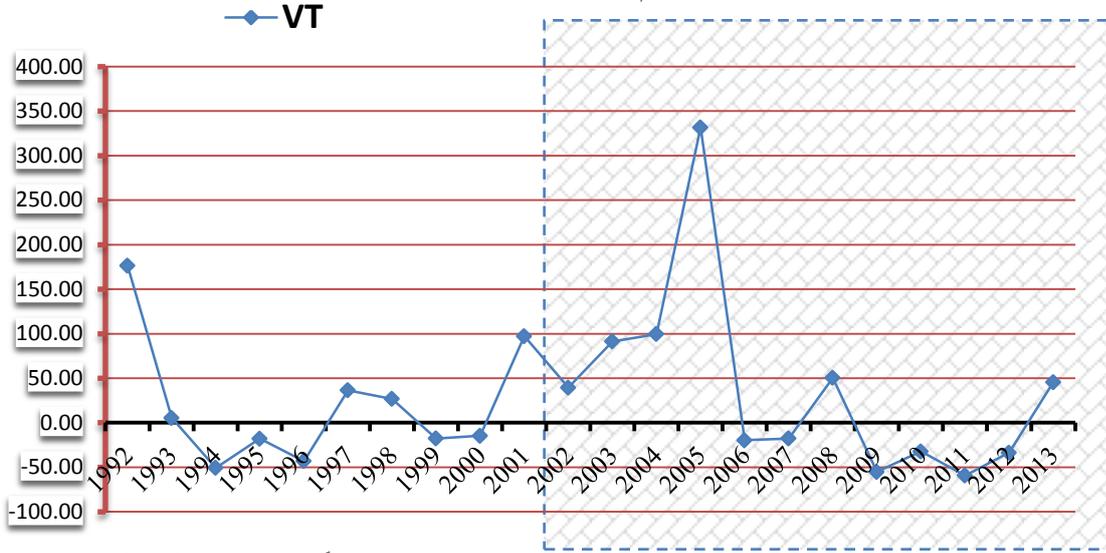
المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على الجداول البيانات البنك المركزي

* المربع باللون الرمادي يوضح السلسلة الزمنية محل الدراسة من: 2002 إلى 2013.

¹ ندوى خزعل رشاد، استخدام اختبار كرانجر في تحليل السلاسل الزمنية المستقرة، ورقة بحثية، مقدمة إلى مجلة العراقية للعلوم الإحصائية، جامعة الموصل-العراق، العدد(27)، 2011، ص: 269.

الشكل رقم (03-03):

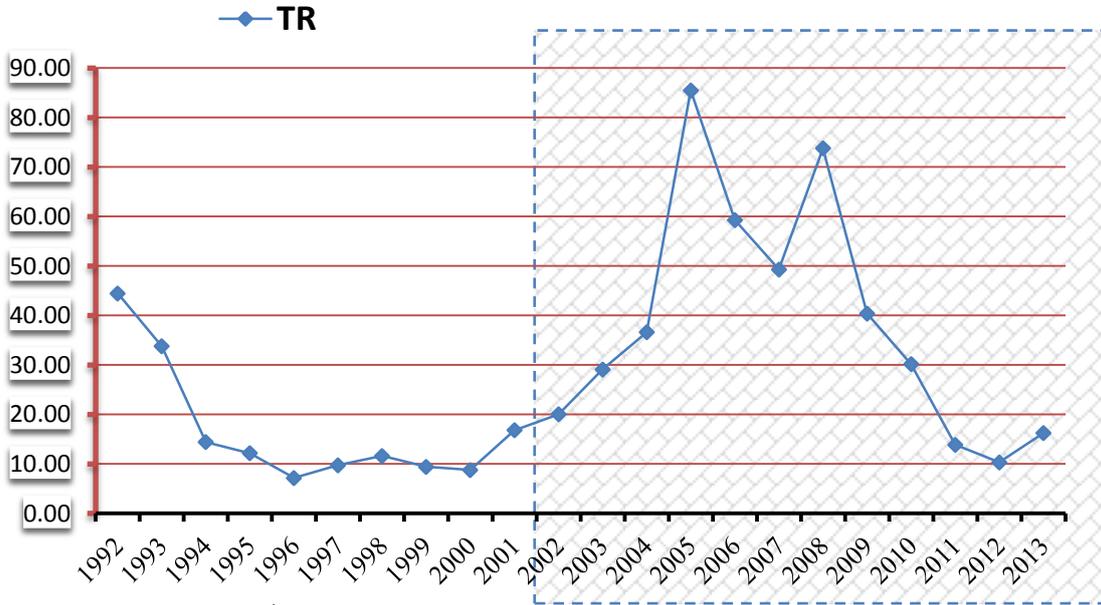
منحنى حجم التداول (1992-2013)



المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على الجداول رقم (03-03)

الشكل رقم (04-03):

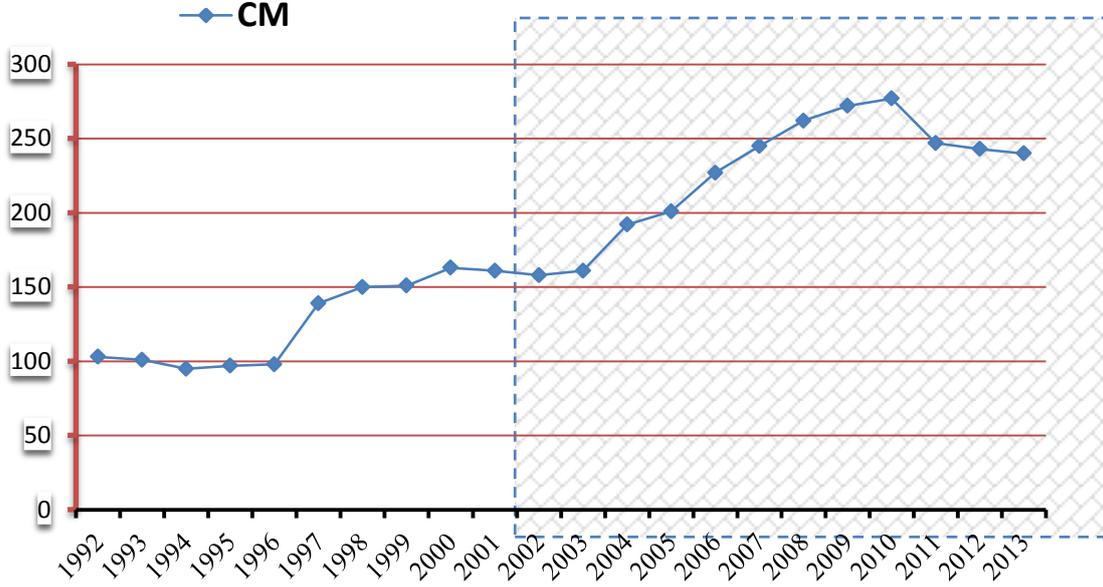
منحنى معدل دوران الأسهم (1992-2013)



المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على الجداول رقم (05-03)

الشكل رقم (03-05):

منحنى عدد الشركات المدرجة (1992-2013)



المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على الجداول رقم (03-06).

من خلال الأشكال البيانية السابقة يتبين أن السلاسل الزمنية لنتائج المحلي الأجمالي (DGP) وحجم التداول (VT) ومعدل الدوران الأسهم (TR) وعدد الشركات المدرجة (NC)، غير مستقرة ولذا سيتم إجراء اختبار الجذر الوحدة (unit root test)، وهذا لتأكد من مدى استقرارها وتحديد رتبة تكامل كل متغير على حدى وكذلك تحديد رتبة الفروقات التي يحتاجها، إلا أننا سوف نستخدم الاختبارات التالي:

1. اختبار ديكي-فولر (Dickey and Fuller, 1979).
2. اختبار فيليب بيرون (Phillip perron, 1988).
3. اختبار (Kpss (LM).

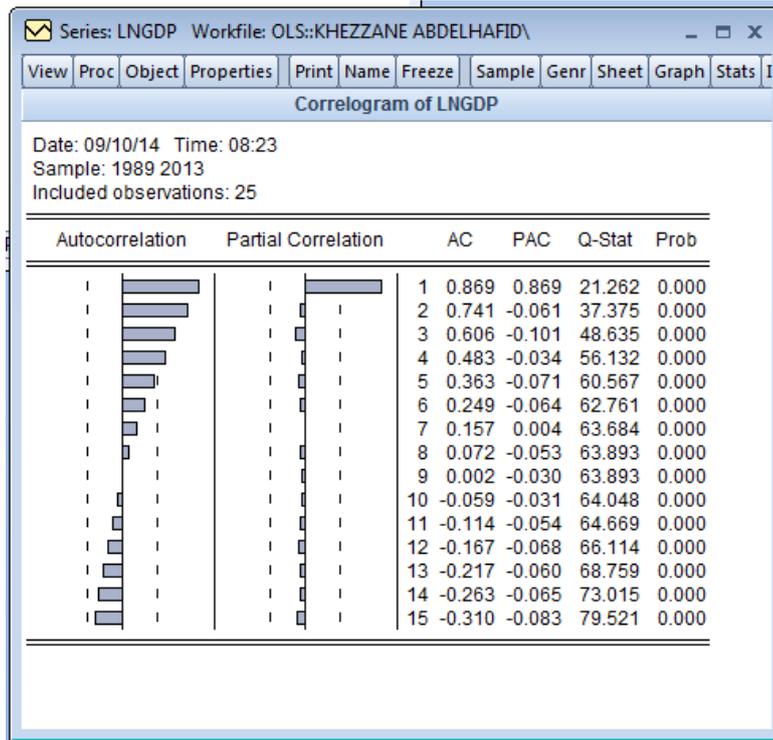
ثانياً/ اختبار معنوية معاملات دالة الارتباط الذاتي للسلاسل:

1. اختبار معنوية معاملات دالة الارتباط الذاتي للسلسلة (GDP):

تكون السلسلة (GDP) مستقرة، إذا كانت معاملات دالة ارتباطها P_k معنوية لا تختلف عن الصفر من أجل كل $K > 0$. والشكل التالي بين الارتباط الذاتي البسيطة والجزئية للسلسلة محل الدراسة:

شكل رقم (06-03):

دالة الارتباط الذاتي للسلسلة (LnGDP)



نلاحظ من خلال دالة الارتباط الذاتي، أن المعاملات المحسوبة من أجل الفجوات K تساوي 1، 4، 8، 11، 13، 15 معنوية تختلف عن الصفر (خارج مجال الثقة)، ولإثبات هذا نستعمل اختبار Ljung-Box test.

اختبار Ljung-Box test:

نستعمل هذا الاختبار لدراسة المعنوية الكلية لمعاملات دالة الارتباط الذاتي ويتم استخدام إحصائية Q-Stat (Ljung-Box test) (وهو الاختبار الوحيد الذي يقدمه برنامج EViews). ذات أن الفجوات أقل من 15 أعلاه، حيث توافق إحصائية الاختبار المحسوبة LB آخر قيمة في العمود Q-Stat في الشكل أعلاه، أي:

$$LB = n(n+2) \sum_{k=1}^{15} \frac{\hat{p}_k^2}{n-k} = 25(25+2) \sum_{k=1}^{15} \frac{\hat{p}_k^2}{25-k} = 79.521 > x_{0.05;15}^2 = 24.996$$

القرار: لدينا الإحصائية المحسوبة $LB = 79.521$ أكبر من الإحصائية الجدولة لتوزيع كاي تربيع¹ $x_{0.05:15}^2 = 24.996$ ومنه نرفض فرض العدم وتكون السلسلة الناتج المحلي الإجمالي غير مستقرة، والقائلة بأن كل معاملات الارتباط الذاتي مساوية للصفر $(H_0: P_1=P_2=.....=P_{15}=0)$.

2. اختبار معنوية معاملات دالة الارتباط الذاتي للسلاسل (NC,VT,TR):

الجدول رقم (08-03):

دالة الارتباط الذاتي للسلاسل (GDP ,VT,TR)

n	NC		VT		TR		Prpb		
	AC	Q-Stat	AC	Q-Stat	AC	Q-Stat			
01	0.869	0.869	0.922	23.884	0.892	22.369	0.779	17.062	0.000
02	0.741	-0.061	0.822	43.723	0.724	37.754	0.515	24.838	0.000
03	0.606	-0.101	0.704	58.916	0.546	46.892	0.295	27.513	0.000
04	0.483	-0.034	0.568	69.274	0.358	51.020	0.042	27.569	0.000
05	0.363	-0.071	0.431	75.544	0.182	52.135	-0.176	28.617	0.000
06	0.249	-0.064	0.293	78.591	0.001	52.135	-0.368	33.435	0.000
07	0.157	0.004	0.163	79.591	-0.140	52.870	-0.508	43.094	0.000
08	0.072	-0.053	0.032	79.632	-0.238	55.123	-0.522	53.909	0.000
09	0.002	-0.030	-0.052	79.746	-0.292	58.725	-0.462	62.928	0.000
10	-0.059	-0.031	-0.136	80.584	-0.301	62.814	-0.363	68.864	0.000
11	-0.114	-0.054	-0.207	82.649	-0.299	67.118	-0.240	71.646	0.000
12	-0.167	-0.068	-0.271	86.463	-0.282	71.244	-0.078	71.963	0.000
13	-0.217	-0.060	-0.341	93.017	-0.269	75.304	0.042	72.064	0.000
14	-0.263	-0.065	-0.411	103.39	-0.279	80.064	0.072	72.379	0.000
15	-0.310	-0.083	-0.456	117.44	-0.255	84.441	0.159	74.088	0.000

نلاحظ: أن جميع القيمة Q-Stat أكبر من قيمة: 24.996

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على مخرجات EViews.

نلاحظ من خلال الدوال الارتباط الذاتي المبينة في الجدول رقم (03-11)، أن المعاملات المحسوبة من أجل الفجوات K تساوي 1، 4، 8، 11، 13، 15 معنوياً تختلف عن الصفر (خارج مجال الثقة)، ولإثبات هذا نستعمل اختبار Ljung-Box test.

فمن خلال الاختبار اتضح لدينا أن الإحصائية المحسوبة لكل المتغيرات الأربعة أكبر من الإحصائية الجدولة $x_{0.05:15}^2 = 24.996$ ومنه نرفض فرض العدم وتكون السلاسل غير مستقرة، والقائلة بأن كل معاملات الارتباط الذاتي مساوية للصفر $(H_0: P_1=P_2=.....=P_{15}=0)$.

ومنها توجب علينا إيجاد حل لجعل السلاسل تستقر ولهذا سنقوب باستعمال اختبار

أختبار ديكي-فولر الموسع لجذر الوحدة (Augmente Dickey-Fuller test):

¹ الملحق رقم (02). ص: 198.

ثالثاً/ اختبار جذر الوحدة للأستقرار (The Unit Root Test Of Stationarity)

من خلال الاختبارين اتضح أن السلاسل الزمنية غير مستقرة، ولبيان فيما إذا كانت السلاسل مستقرة من عدمه يتطلب استخدام اختبارات جذر الوحدة (Unit Root tests). يهدف هذا الإختبار جذر الوحدة إلى فحص خواص السلاسل الزمنية للمتغيرات قيد الدراسة والتأكد من مدى استقرارها وتحديد رتبة تكامل كل متغير لوحده وكذلك تحديد رتبة الفروقات التي يحتاجها الإنا سوف نستخدم اختبارين هما:

1. اختبار ديكي- فولر الموسع لجذر الوحدة (Augmented Dickey-Fuller test (ADF)):

من المشاكل الإحصائية التي يمكن أن تواجه الباحث مشكلة عدم استقرار السلاسل الزمنية (إذا كانت متغيرات النموذج عبارة عن سلاسل زمنية)، وبمعنى آخر أن الوسط الحسابي، والتباين يتغيران عبر الزمن، كون معظم البيانات الاقتصادية تعاني من هذه المشكلة¹، وحيث أنه في الغالب إدخال السلاسل الزمنية في نموذج الإنحدار يفرضي إلى نتائج مضللة مثل ارتفاع قيمة معامل التحديد (R^2) حيث في ظل عدم وجود علاقة حقيقية بين المتغيرات، وهذا ما يوصف بالإنحدار الزائف (spurious regression)، حيث أن "جرانجر ونيوبولد" (Granger and Newbold) 1974، كانا أولى من أطلق هذا المصطلح لوصف نتائج لإنحدار². لذلك لا بد من التأكد من استقرار هذه السلاسل الزمنية لكل متغير على حده. ولاختيار سكون (stationarity) السلاسل الزمنية لمتغيرات نموذج الدراسة فإن ذلك يتطلب اختبار جذر الوحدة (unit root test). وبالرغم من تعدد اختبارات جذر الوحدة إلا أن أهمها وأكثرها شيوعاً في الدراسات المعاصرة هو اختبار ديكي- فولر (Dickey and Fuller, 1979)³، يمكن توضيح اختبار ديكي- فولر من خلال المعادلة التالية:

$$\Delta y_t = \beta_1 + \delta y_{t-1} + u_t \dots \dots \dots (05)$$

حيث تشير (Δ) إلى الفرق الأول للسلسلة الزمنية (y_t)، ويتم اختبار فرض العدم H_0 (Hypothesis Null) بأن المعلمة ($\delta=0$)، أي بوجود جذر وحدة في السلسلة بمعنى أنها ساكنة، وإذا كانت (δ) معنوية وأقل من الصفر ($\delta < 0$) فإننا نقبل الفرض البديل H_1 بعدم وجود جذر وحدة (Unit root)، وإذا كان حد الخطأ (u_t)، في النموذج أعلاه يعاني من الارتباط الذاتي (autocorrection)، فيمكن أن يصحح بإضافة عدد مناسب من حدود الفرق المبطننة، وتصبح معادلة اختبار جذر الوحدة كالتالي:

¹ جميلة يحيى صحراوي، مرجع سبق ذكره، ص: 84.

² Baboo, M. Nowbutsing, Stock Market Development And Economic Growth: The Case Of Mauritius, **International Business & Economics Research Journal**, United States of America, V: 8, N (2), February 2009, p: 86 .

³ البشير عبد الكريم، معدل الربح كبديل لمعدل الفائدة في علاج الأزمة المالية والاقتصادية: دراسة نظرية وقياسية، ورقة بحثية، مقدمة في الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس- سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص: 13.

$$\Delta y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta y_{t-1} + \alpha \sum_{i=1}^n \Delta y_{t-1} + \varepsilon_t \dots \dots \dots (06)$$

وهذا النموذج يوصف باختبار ديكي-فولر الموسع (Augmente Dickey-Fuller test)، حيث تصبح (ε_t) غير مرتبطة ذاتياً وتتميز بالخواص المرغوبة. ويتم اختبار الفرض العدمي $(\delta=0)$ أو بوجود جذر وحدة من خلال مقارنة إحصائية (τ) المقدرة للمعلمة (δ) مع القيم الجدولية لـ (Dickey-Fuller) والمطورة أيضاً بواسطة (Mackinnon,1991)، فإذا كانت القيمة المطلقة لإحصائية (τ) المقدرة تتجاوز القيمة المطلقة لـ (DF) فإنها تكون معنوية إحصائياً، وعليه نرفض الفرض العدمي بوجود جذر الوحدة، أي أن السلسلة الزمنية ساكنة، وإذا كانت أقل من القيمة الجدولية فإنه لا يمكن رفض فرض جذر الوحدة، أي أن السلسلة غير ساكنة، وبالتالي نقوم باختبار سكون الفرق الأول للسلسلة إذا كانت السلسلة لا تحوي اتجاهات عاماً وإلا طرحنا منها الاتجاه العام لاختبارها، وإذا كان غير ساكن نكرر الاختيار للفرق من درجة أعلى، وهكذا¹. يقوم هذا الاختبار على فحص استقرارية المتغيرات مع مرور الزمن، حيث يتعين في البداية التأكد من استقرار متغيرات النموذج، وهي:

- 1- الناتج المحلي الأجمالي (LnGDP)؛
- 2- حجم التداول (LnVT)؛
- 3- معدل دوران الأسهم (LnTR)؛
- 4- عدد الشركات المدرجة (LnNC).

يعتبر هذا الاختبار من بين أهم اختبارات استقرارية السلاسل الزمنية وإبسطةها، حيث نقوم بتطبيق اختبار الجذر الأحادي (ADF)، وهذا باستعمال درجة التأخير P من خلال النماذج ثلاث كالتالي²:

فمثلا السلسلة (الناتج المحلي الأجمالي (LnGDP))

$$\Delta \text{LnGDP}_t = \delta \text{LnGDP}_{t-1} - \sum_{j=2}^P \phi_j \Delta \text{LnGDP}_{t-j+1} + \varepsilon_t \dots \dots \dots \text{النموذج الرابع:}$$

$$\Delta \text{LnGDP}_t = \delta \text{LnGDP}_{t-1} - \sum_{j=2}^P \phi_j \Delta \text{LnGDP}_{t-j+1} + C + \varepsilon_t \dots \dots \dots \text{النموذج الخامس:}$$

$$\Delta \text{LnGDP}_t = \delta \text{LnGDP}_{t-1} - \sum_{j=2}^P \phi_j \Delta \text{LnGDP}_{t-j+1} + C + b_t + \varepsilon_t \dots \dots \dots \text{النموذج السادس:}$$

وبتطبيق اختبار ديكي فولر- الموسع (ADF)، تم الحصول على النتائج الواردة في الجدول رقم (03-09)، حيث أظهرت النتائج الأختبار باستخدام النماذج الثلاث المطورة، أن جميع سلاسل غير مستقرة، حيث كانت القيم المحسوبة (τ) أقل من القيم الحرجة الجدولية (بالقيمة المطلقة).

¹ عابد بن عابد العبدلي، "تقدير أثر الصادرات على النمو الإقتصادي في الدول الإسلامية: دراسة تحليلية قياسية"، ورقة بحثية، مقدمة إلى مجلة مركز صالح عبد الله كامل للإقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر-القاهرة، السنة التاسعة، العدد 27، 2005، ص: 18-19.
² الملحق رقم (03)، ص: 199.

الجدول رقم (09-03):

إختبار (Augmente Dickey-Fuller test) لإستقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات
تطور السوق عمان للأوراق المالية والنمو الإقتصادي

باستعمال النماذج الثلاثة

		ADF	5% level	Porb	DW
LnGDP	A	8.832880	- 1.955681	1.0000	1.645334
	B	0.319515	- 2.991878	0.9744	1.642409
	C	- 2.612143	- 3.632896	0.2786	1.995001
LnNC	A	1.793818	- 1.955681	0.9791	1.609506
	B	- 0.589902	- 2.991878	0.8553	1.589519
	C	- 1.883070	- 3.612199	0.6319	1.429790
LnTR	A	- 0.601976	- 1.955681	0.4460	1.734484
	B	- 1.622555	- 2.991878	0.4561	1.585593
	C	- 1.639411	- 3.612199	0.7462	1.575684
LnVT	A	0.139461	- 1.955681	0.7173	1.430759
	B	- 1.628344	- 2.998064	0.4527	2.025196
	C	- 3.166854	- 3.644963	0.1177	2.449293

ملاحظة: تصبح السلاسل مستقرة عندما تكون: نسبة ADF و Prob أقل من 5%.

A: (النموذج الرابع) بدون استخدام المقطع والاتجاه العام

B: (النموذج الخامس) باستخدام المقطع وبدون استخدام الاتجاه العام

C: (النموذج السادس) باستخدام المقطع والاتجاه العام

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على مخرجات EViews.

يختلف اختبار ديكي فولر- الموسع (ADF) على سابقه اختبار ديكي فولر (DF) في أنه يستخدم الفروق ذات الفجوة الزمنية $\Delta X_{t-1} = X_{t-1} - X_{t-2}$, $\Delta X_{t-2} = X_{t-1} - X_{t-3}$,
الارتباط الذاتي للأخطاء. وهذا ما توضحه إحصائية داربين واتسون (Durbin-Watson) (DW):
حيث جميعها تبتعد على 2، أو أكبر من ذلك¹.

¹ الملحق رقم (06)، ص: 202.

2. اختبار فيليب بيرون (Phillips-Perron Test (PP)): ¹ إن الشيء المضاف في هذا الاختبار (PP)، هو أخذ بعين الاعتبار الأخطاء ذات التباينات غير المتجانسة (Les erreurs hétéroscédastiques)، عن طريق تصحيح غير معلمي لإحصاءات ديكي-فولار، حيث قام كل من فيليب وبيرون (1988) بتقدير التباين الطويل الأجل S_1^2 ، المستخرج من خلال التباين المشتركة لبواقي النماذج القاعدية لديكي فولار.

حيث: $S_1^2 = \frac{1}{25} \sum_{t=1}^{25} e_t^2 + 2 \sum_{i=1}^l (1 - \frac{i}{l+1}) \frac{1}{25} \sum_{t=i+1}^{25} e_t e_{t-1}$
- وقبل تقدير S_1^2 ، يشترط أولاً حساب عدد التأخيرات l (troncature de Newey-West):

$$l \approx 4 \left(\frac{n}{100} \right)^{2/9} = 4 \left(\frac{25}{100} \right)^{2/9} \approx 3$$

والجدول التالي يبين النتائج المتحصل عليها من خلال تقدير النماذج الثلاثة:

الجدول رقم (10-03):

أختبار (Philips-Perron) لسكون السلاسل الزمنية للمتغيرات

		باستعمال النماذج الثلاثة			
		PP	5% level	Porb	DW
LnGDP	A	6.780359	-1.955681	1.0000	1.645334
	B	0.133394	-2.991878	0.9617	1.642409
	C	-1.417870	-3.612199	0.8290	1.556108
LnMC	A	-1.032118	-1.955681	0.9155	0.616292
	B	-1.188039	-2.991878	0.6623	0.620808
	C	-1.537456	-3.612199	0.7872	0.604242
LnNC	A	1.640712	-1.955681	0.9717	1.609506
	B	-0.642114	-2.991878	0.8430	1.589519
	C	-2.192752	-3.612199	0.4720	1.429790
LnTR	A	-0.601976	-1.955681	0.4460	1.734484
	B	-1.749034	-2.991878	0.3952	1.585593
	C	-1.781339	-3.612199	0.6819	1.575684
LnVT	A	0.080258	-1.955681	0.6988	1.430759
	B	-1.338109	-2.991878	0.5947	1.367903
	C	-1.629773	-3.612199	0.7503	1.318586

ملاحظة: تصبح السلاسل مستقرة عندما تكون: نسبة PP و Prob أقل من 5%.

A: (النموذج الرابع) بدون استخدام المقطع والاتجاه العام

B: (النموذج الخامس) باستخدام المقطع وبدون استخدام الاتجاه العام

C: (النموذج السادس) باستخدام المقطع والاتجاه العام

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على مخرجات EViews.

¹ سعيد هميات، دراسة اقتصادية وقياسية: «لظاهرة التضخم في الجزائر»، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: دراسات اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة- الجزائر، (غير منشورة)، 2005-2006، ص: 280-281.

3. اختبار (Kpss (LM):

يهدف من خلال اختبار (Kpss)* إلى اختبار فرضية العدم التي تقرر استقرارية السلاسل الزمنية، انطلاقاً من إحصائية مضاعف لاغرانج (Multiplicateur de Lagrange (LM)).¹

$$LM = \frac{1}{s_1^2} \frac{\sum_{t=1}^n s_t^2}{n^2} \quad \text{حيث:}$$

$$S_t = \sum_{i=1}^t e_i \quad \text{أي: (5) و(6):}$$

- S_1^2 : التباين الطويل الأجل المقدر بنفس طريقة اختبار فيليب وبيرون. ولكن بحساب عدد التأخيرات m (troncature de Newey-West) كما يلي:

$$l \approx 5(n)^{0.25} = 5(25)^{0.25} \approx 11$$

والجدول التالي يبين النتائج المتحصل عليها من خلال تقدير النموذجين (5) و(6):

الجدول رقم (03-11):

إختبار (Kpss (LM) لإستقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات
تطور السوق عمان للأوراق المالية والنمو الإقتصادي

باستعمال النموذجين					
		Kpss	5% level	10% level	القرار بنسبة 5%
LnGDP	B	0.721686 *	0.463000	0.347000	رفض H ₀
	C	0.138089**	0.146000	0.119000	قبول H ₀
LnNC	B	0.672441*	0.463000	0.347000	رفض H ₀
	C	0.084367**	0.146000	0.119000	قبول H ₀
LnTR	B	0.149054	0.463000	0.347000	قبول H ₀
	C	0.093369	0.146000	0.119000	قبول H ₀
LnVT	B	0.421890**	0.463000	0.347000	قبول H ₀
	C	0.088841	0.146000	0.119000	قبول H ₀

ملاحظة: تصبح السلاسل مستقرة عندما تكون: نسبة kps من أقل من 5%.
B: (النموذج الخامس) باستخدام المقطع وبدون استخدام الاتجاه العام.
C: (النموذج السادس) باستخدام المقطع والاتجاه العام.
* قبول الفرضية الصفرية عند 5%. ** قبول الفرضية الصفرية عند 10%.

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على مخرجات EViews.

* هذا الاختبار يسمح باستخدام النموذج الخامس والسادس فقط.
¹ سعيد همات، المرجع السابق، ص: 281-282.

الجدول رقم (03-12):

اختبار فترات التباطؤ عند كل سلسلة على حدى

Lag Length Criteria													
		النموذج الرابع				النموذج الخامس				النموذج السادس			
المتغيرات	n	01	02	03	04	01	02	03	04	01	02	03	04
LnGDP	AIC	-2.93	-3.03	-3.14	-3.09	-2.84	-2.95	-3.06	-3.02	-2.84	-3.20	-3.46	-3.32
	SC	-2.83	-2.88	-2.94	-2.84	-2.69	-2.75	-2.81	-2.72	-2.64	-2.95	-3.16	-2.97
LnNC	AIC	-1.83	-1.71	-1.57	-1.47	-1.79	-1.69	-1.54	-1.44	-1.94	-1.91	-1.90	-1.84
	SC	-1.73	-1.56	-1.37	-1.22	-1.64	-1.50	-1.29	-1.14	-1.74	-1.67	-1.61	-1.49
LnTR	AIC	1.86	2.00	1.99	2.13	1.81	1.95	1.94	2.11	1.85	1.98	1.67	1.66
	SC	1.96	2.15	2.19	2.38	1.96	2.15	2.19	2.40	2.05	2.22	1.97	2.01
LnVT	AIC	1.45	1.58	1.57	1.72	1.39	1.53	1.42	1.56	1.47	1.61	1.33	1.38
	SC	1.55	1.73	1.77	1.97	1.54	1.73	1.67	1.86	1.67	1.85	1.63	1.73

ملاحظة: * تمثل أقل قيمة بالنسبة للمعايير (AIC) Akaike، (SC) Schwarz، (HQ) Hannan-Quinn.

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على مخرجات EViews.

نلاحظ من خلال الجدول رقم (03-09) أن أقل قيمة بنسبة للمعايير: Akaike (AIC)، Schwarz (SC)، Hannan-Quinn (HQ)، وعليه فإن النموذج الخامس والسادس يتوافقان في عدد فترات التباطؤ والقيم متقاربة جداً تقريباً حيث كانت: توافق $P=3$ بالنسبة لكل من الناتج المحلي الإجمالي، و $P=2$ بالنسبة القيمة السوقية و $P=1$ لباقي السلاسل الزمنية، ومن هنا نختار النموذج الخامس بدون اتجاه ويتم إجراء اختبار استقرار السلاسل.

نقوم بتطبيق اختبار الجذر الأحادي لـ (ADF) و (PP) بعد معرفة عدد فترات التباطؤ لكل سلسلة والذي يبينه الجدول التالي:

الجدول رقم (03-13):

إختبار (ADF) و (PP) لسكون السلاسل الزمنية

باستعمال المقطع (Intercept)					
المتغيرات	ADF	PP	الإشارة	القيمة الحرجة 5% level	عدد فترات التباطؤ lag length
LnGDP	-0.319515	0.133394	<	-2.99	0
Δ LnGDP	-1.640449	-4.007911*	>	-2.99	1
2Δ LnGDP	-10.46082*	-10.46082*	>	-3.00	0
LnNC	-0.589902	-0.642114	<	-2.99	0
Δ LnNC	-3.796628*	-3.796628*	>	-2.99	0
2Δ LnNC	-7.149606*	-10.21364*	>	-3.00	0
LnTR	-1.622555	-1.749034	<	-2.99	0
Δ LnTR	-4.110784*	-4.116423*	>	-2.99	0
2Δ LnTR	-6.520357*	-15.20389*	>	-3.00	0
LnVT	-1.628344	-1.338109	<	-2.99	1
Δ LnVT	-3.545174*	-3.545174*	>	-2.99	0
2Δ LnVT	-6.196310*	-9.887257*	>	-3.00	0

نلاحظ: إن فرضية العدم (H_0) تتمثل في أن المتغير يحتوي على جذر الوحدة، بمعنى أن المتغير غير ساكن.

Δ : يرمز على الفرق الأول (1st difference).

2Δ : يرمز إلى الفرق الثاني (2nd difference).

* تعني رفض فرضية العدم عند مستوى 5%.

باستعمال المقطع وبدون اتجاه عام

أشارت نتائج إختبار (ADF) و (PP) الواردة في الجدول السابق إلى أن المتغيرات جميعها غير مستقرة (nonstationarity)، عند مستوياتها (Level)، حيث كانت القيم المحسوبة (τ) بالقيمة المطلقة، أقل من القيم الجدولية عند المستويات جميعها، كما أن جميع المتغيرات حققت استقراراً عند الفرق الأول (Δ : 1st difference) عند مستوى معنوي ($\alpha = 0.05$) بالنسبة

لإختبار (PP). أما إختبار (ADF) فقد اظهرت النتائج عدم استقرار الناتج المحلي الإجمالي عند الفرق الأول.

علماً أنه عند تضارب النتائج فعلى الباحث الأخذ بقيم إختبار (PP)، وهذا ورغم الاستعمال الواسع لإختبار (ADF) إلا أنه يعاني مشكلة عدم أخذه بعين الاعتبار وجود مشكلة اختلاف التباين غير متجانس (Les erreurs heteroscedastiques)، وإختبار توزيع الطبيعي (Test de normalité) الموجودة في السلاسل الزمنية، ولذا يستعمل إختبار آخر إضافي لإختبار جذر الوحدة، وهو إختبار فيليبس و بيرسون (Phillip-Perron(PP))، لأن لديه قدرة إختبارية أفضل وأدق من إختبار (ADF) لاسيما عندما يكون حجم العينة صغيرة¹، كما أظهرت النتائج أن قيم (F) المحسوبة و (DW) جميعها كانت مقبولة إحصائياً، ولما كانت المتغيرات جميعها مستقرة عند الفرق الأول، فهذا يعني أنها متكاملة (cointegration) من الدرجة الأولى (I(1)).

ولتأكد ما إذا كانت المتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى أو لا قام الباحث بإختبار درجة تكامل البواقي ويتضح ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (03-14):

إختبار سكون البواقي

المستوى			المتغيرات
ADF	PP	التباطؤ	
0.2603	0.0009	4	Z=resid

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على مخرجات EViews.

من خلال النتائج المتحصل عليها والموضحة في الجدول رقم (03-14) تبين أن البواقي تتسم بالسكون عند إجراء إختبار (PP) عند المستوى، فقد كانت القيم المطلقة للإحصائية المقدرة تفوق تلك الحرجة لكل مستويات المعنوية الإحصائية، مما يستوجب رفض الفرضية الصفرية والדالة على وجود جذور الوحدة، وعليه فإن البواقي متكاملة من الدرجة الصفرية (I(0) عند مستوى معنوية 0.05 %.

¹ أحمد سلامي، محمد شيخي، إختبار العلاقة السببية والتكامل المشترك بين الادخار والاستثمار في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة (1970-2011)، ورقة بحثية، مقدمة إلى مجلة الباحث للعلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة-الجزائر، العدد(13)، 2013، ص: 124.

❖ **نتيجة:**

من خلال النتائج التالية:

- الرسم البياني لسلاسل:
- اختبار معنوية معاملات الارتباط الذاتي؛
- الأدوات الإحصائية: (ADF)، (PP)، (KPSS).

نقبل بفرضية البديلة عدم استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات سوق عمان للأوراق المالية والنمو الاقتصادي.

وبالاستعانة باختبار (ADF) و (PP) تم تحديد الاستقرارية للسلاسل الزمنية عند الفرق الأول، وهذا يعني أنه يمكن إجراء باقي الاختبارات.

المطلب الثاني: اختبارات التوزيع الطبيعي واستقرار وعدد فترات التباطؤ الزمني للنموذج أولاً/ اختبار التوزيع الطبيعي (Normality tests) للسلاسل (LnGDP)، (LnVT)،

(LnTR)، (LnNC):

يتمثل الهدف من هذه الاختبارات في معرفة ما إذا كانت السلسلة (LnGDP) تحمل خصائص التوزيع الطبيعي أولاً، فاستخدام النماذج لدراسة العلاقة بين متغيرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الأردن تركز على عدم طبيعية التوزيعات الاحتمالية للسلاسل الزمنية محل الدراسة، وبالتالي فإننا في هذا الاختبار نفحص ونتأكد من عدم طبيعية توزيع السلاسل.

لتحقيق هذا الهدف نستعين باختبارات Skewness، Kurtosis و Jarque-Berra.

1. اختبارات Skewness و Kurtosis:

يمكن دراسة التوزيع الطبيعي للسلسلة (LnGDP) عن طريق اختبارات فرضية التناظر والتفطح باستعمال المعاملين Skewness و Kurtosis على الترتيب، حيث:

إذا كان: $\mu_k = \frac{1}{25} \sum_{i=1}^n (LnGDP - \overline{LnGDP})^k$ (العزوم الممركزة من الرتبة k) فإن:

$$Skewness S = \frac{\mu_3}{\sigma^3} = \frac{\mu_3}{(\mu_2)^{3/2}} \text{ و } Kurtosis = k = \frac{\mu_4}{\sigma^4} = k = \frac{\mu_4}{\mu_2^2}$$

2- اختبارات الالتواء Skewness:

لاختبار فرضية (فرضية التناظر) ($H_0 : V_1=0$) حيث نقوم بحساب الإحصائية V_1 :

$$V_1 = \frac{\beta_1^{1/2} - 0}{\sqrt{\frac{6}{n}}} = \frac{0.274468 - 0}{\sqrt{\frac{6}{25}}} = 0.56025 < 1.96$$

بالتالي فإن السلسلة (LnGDP) متناظرة.

3- اختبارات التفطح Kurtosis:

لاختبار فرضية العدم (فرضية التناظر) ($H_0 : V_2=0$) حيث نقوم بحساب الإحصائية V_2 :

$$V_2 = \frac{\beta_2 - 3}{\sqrt{\frac{24}{n}}} = \frac{0.1996202 - 3}{\sqrt{\frac{24}{25}}} = -1.02449 < 1.96$$

بالتالي فإن السلسلة (LnGDP) مسطحة طبيعياً.

4- اختبارات جاكبيررا Jarque-Berra:

إن إحصائية Jarque-Berra أكبر تماماً من توزيع كي دو بدرجة حرية 2 عند مستوى معنوية 0.05 ($x^2_{0.05;2} = 5.99 > S = 1.363481$)، ومنه نقبل الفرضية التوزيع الطبيعي للبواقي (H_0) بمعنوية 5%، وبالتالي فإن التوزيع طبيعي.

أما باقي السلاسل فقد كانت النتائج كما هو مبين في الجدول التالي:

الجدول رقم (03-15):

البيانات التوزيع الطبيعي لسلاسل الزمنية للمتغيرات
تطور السوق عمان للأوراق المالية والنمو الإقتصادي

Stats				
LnGDP	LnNC	LnTR	LnVT	المتوسط الحسابي (Mean)
08.900	5.077	3.092	7.420	المنوال (Median)
08.758	5.081	2.995	7.213	أعلى قيمة (Maximun)
10.079	5.624	4.448	9.811	أدنى قيمة (Minimun)
07.793	4.553	1.965	5.799	الانحراف المعياري (Std. Dev)
00.679	0.381	0.705	1.296	الالتواء (Skewness)
0.274	- 0.035	0.250	0.637	1.96
0.560	- 0.071	0.5103	1.300	درجة التفلطح (Kurtosis)
متناظرة	متناظرة	متناظرة	متناظرة	1.96
1.996	1.546	2.004	2.094	التوزيع الطبيعي (Jerque-Bera)
- 1.024	- 1.483	- 1.016	- 0.924	$x^2_{0.05;2} = 5.99$
مسطح طبيعياً	مسطح طبيعياً	مسطح طبيعياً	مسطح طبيعياً	احتمال (Probability)
1.363	2.206	1.294	2.549	المشاهدات (Observations)
التوزيع طبيعي	التوزيع طبيعي	التوزيع طبيعي	التوزيع طبيعي	25
0.505	0.331	0.523	0.279	25
25	25	25	25	25

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على مخرجات EViews.

يستعرض الجدول رقم (03-15) الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة، عند الاطلاع على الجدول يتبين لنا بأن المتغيرات: (LnVT)، (LnTR)، (LnNC) كانت ذات معنوية إحصائية

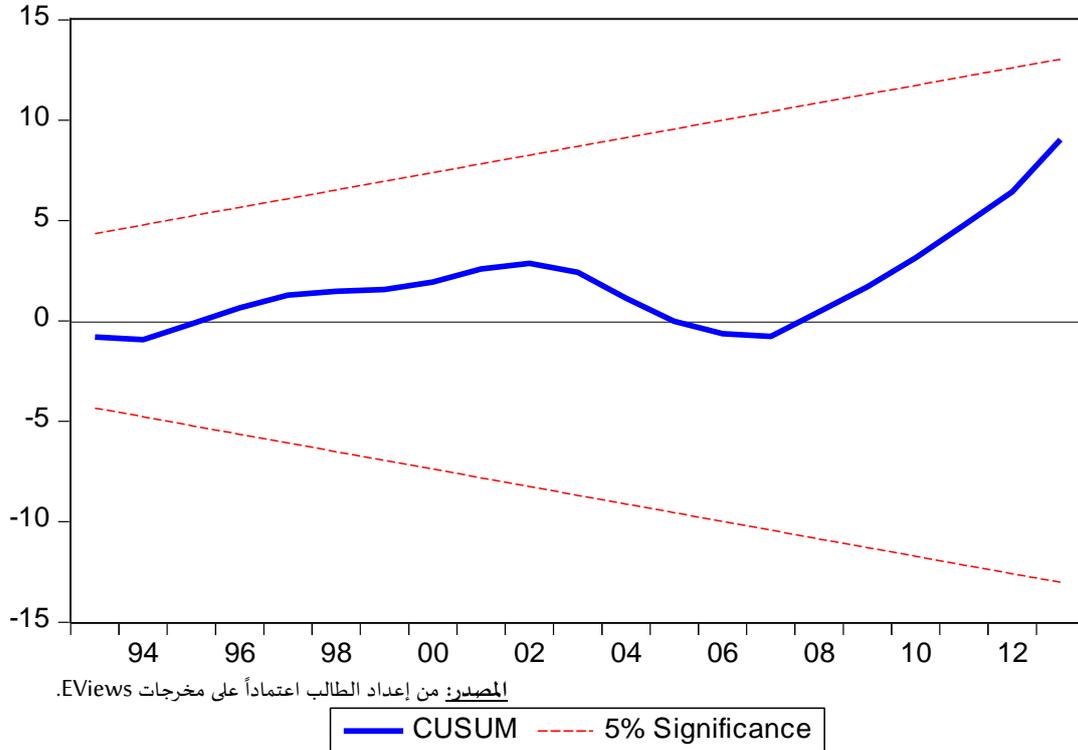
وهذا حسب اختبار (Jerque-Bera) مما يدل على إن البيانات سوق الأوراق المالية لا تبتعد كثيراً عن التوزيع الطبيعي، كما يظهر لنا من نتائج قيم الالتواء والتفلطح ومن خلال استعراض قيم المتوسط والمنوال (الوسيط) حيث كانت متقاربة جميعها دون استثناءات، وهذا مما يدل على عدم وجود تقلبات حادة في تذبذب هذه المتغيرات

ثانياً/ اختبار استقرارية معالم النموذج (Stability Test):¹

من الضروري التأكيد من عدم وجود تغيير هيكلي (Structural Change) في بيانات النموذج خلال فترة الدراسة، وذلك بالاعتماد على إجراء اختبار الاستقرار، حيث يقصد بالاستقرار هنا عدم وجود قفزات مفاجئة في البيانات مع مرور الزمن، في هذا المجال سيتم الاستعانة باختبار Cusm Test (Cumulative Sum Test) الذي نتائجه موضحة في الشكل الآتي:

الشكل رقم (07-03):

اختبار استقرارية معالم النموذج



نلاحظ من خلال الشكل رقم (07-03)، أن منحني البواقي يقع ما بين خطي الإنحراف المعياري من بداية الفترة إلى نهايتها، مما يثبت صحة وجود استقرارية لمعالم النموذج، وبالتالي سيتم الاعتماد على الفترة كاملة في الاختبارات الموالية دون الحاجة إلى تجزئتها.

¹ رحيم حسين ومحمد عادي، اثر المتغيرات الاقتصادية على الاستثمار المحلي المباشر في الجزائر، ورقة بحثية، مقدمة إلى مجلة دراسات، للعلوم الإدارية، جامعة الأردنية، عمان-الأردن، العدد 40، 2013، ص: 437-441، ص: 437. تم الاطلاع: يوم: 2014/07/13، الساعة 12:03.

ثالثاً/ تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني للنموذج (Selection the la length):

من أهم متطلبات إجراء اختبار جوهانسن للتكامل المشترك بين متغيرات الدراسة، هو تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني المناسبة (Lag Length)، لأن النتائج المستخرجة حساسة وبشكل كبير لعدد فترات التباطؤ اللازمة لإلغاء الارتباط الذاتي لحد الخطأ. ومن أجل تحديد العدد الأمثل لفترات التباطؤ الزمني المناسبة¹، فقد تم اعتماد على اختباري أكايك (AIC) Akaike، وسشيوارتز (SC) Schwarz، لإيجاد العدد الأمثل لمدد التباطؤ (Lags)، وتظهر نتائج اختبار هاتين الطريقتين أو المعيارين كما في الجدول رقم (03-16). ولتحديد العدد الأمثل لمدد التباطؤ الزمني تختار أقل قيمة لكل من كايك (AIC) وسشيوارتز (SBC) والتي يقابلها التباطؤ الزمني الأمثل، وبعد تطبيق هذين المعيارين، تبين أنهما قد حققا أدنى قيمة عند عدد تباطؤ تساوي (4)، ولدى تطبيق هذا العدد الأمثل من مدد التباطؤ الزمني، على الاختبارات الإحصائية تبين وجود دلالة إحصائية لهذه الاختبارات، وتم الحصول على نتائج معنوية².

الجدول رقم (03-16):

تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني للنموذج

VAR Lag Order Selection Criteria

Log	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-22.07436	NA	0.000141	2.483273	2.682229	2.526451
1	79.63767	154.9898	4.16e-08	-5.679778	-4.684995	-5.463884
2	98.59289	21.66312	3.84e-08	-5.961228	-4.170618	-5.572620
3	116.5327	13.66839	5.80e-08	-6.145968	-3.559531	-5.584645
4	194.7268	29.78823*	8.45e-10*	-12.06922*	-8.686952*	-11.33518*

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على مخرجات EViews.

¹ جميلة يحيى صحراوي، مرجع سبق ذكره، ص: 89.

² إباد خالد شلاش المجالي، أثر المتغيرات الاقتصادية في حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان للأوراق المالية: خلال «1994-2009»، ورقة بحثية مقدمة إلى مجلة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، كلية الاقتصاد جامعة دمشق، دمشق-سوريا، المجلد 27، العدد (04)، 2011، ص: 345.

المطلب الثالث: اختبار التكامل المشترك واستقرار نموذج متجه تصحيح الخطأ:
أولاً/ اختبار التكامل المشترك (Co-integration Test):

يقوم مفهوم التكامل المشترك على أنه إذا كانت متغيرات السلسلة الزمنية غير مستقرة بمستوياتها، فإن ذلك يعني أنها متكاملة من الدرجة الأولى $I(1)$ ، عندها يمكن إجراء اختبار التكامل المشترك الذي اقترحه جوهانسن¹، الذي يستخدم طريقة الغمكان الأعظم ذات المعلومات الكاملة (Full Information Maximum Likelihood (FIML)) التي تعالج كل المتغيرات في النموذج كمتغيرات داخلية.

الجدول رقم (03-17):

اختبار التكامل المتزامن johansen

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)						
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	5% Critical Value	Max-Eigen Statistic	5% Critical Value	Prob**
None *	0.767612	68.16980	47.85613	33.56494	27.58434	0.0002
At most 1*	0.695886	34.60485	29.79707	27.37808	21.13162	0.0129
At most 2	0.250309	7.226773	15.49471	6.626161	14.26460	0.5514
At most 3	0.025776	0.600612	3.841466	0.600612	3.841466	0.4383

Trace test indicates 2 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: من إعداد الطالب اعتماداً على مخرجات EViews.

وتشير نتائج اختبار جوهانسن الواردة في الجدول رقم (03-15) إلى رفض الفرضية الصفرية، القائلة بعدم وجود تكامل مشترك بمستوى دلالة $\alpha = 0.05$ ، كذلك رفض فرضية وجود متجه واحد على الأكثر، ومتجهين على الأكثر، مما يدل على وجود متجهين لتكامل المشترك، وذلك حسب (Trace statistic)، في حين نسبة الاحتمالية العظمى (MLR) قبلت الفرضية. وعندها يمكن قبول الفرضية البديلة بأن المتغيرات متكاملة. الأمر الذي يؤكد وجود علاقة توازن في المدى الطويل بين المتغيرات الداخلة في النموذج، وهذا من معادلة التكامل المشترك التالية:

ويمكن كتابة المتجه التكاملي الأول في شكل معادلة توضح العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين المتغيرات محل الدراسة:

$$\text{LnGDP} = +11.752 - 6.5785 (\text{LnNC}) + 1.7975 (\text{LnTR}) + 1.7484 (\text{LnVT})$$

¹ إباد خالد شلاش المجالي، المرجع السابق، ص ص: 345-346.

الجدول رقم (03-18):

مقدرات متجه التكامل المشترك

	LnGDP	Constant	LnNC	LnTR	LnVT
Coefficients	1.000	11.752	- 6.578	1.797	1.748
Standard error	-	-	(1.515)	(1.029)	(0.783)
t-Statistic	-	-	*[-4.340]	[1.746]	[2.232]

ملاحظة: * معنوية عند 5%.

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على مخرجات EViews.

نلاحظ من خلال المعادلة أن عدد الشركات له تأثير سلبي على ومعنوي على النمو الإقتصادي في المدى الطويل، وهذا يتعارض مع دراسة (Zahid, ahmad) وأديب قاسم شندي ويتوافق مع باقي الدراسات، حيث ان زيادة عدد الشركات بن (1%) يؤدي إلى نقص في الناتج المحلي الإجمالي بن (6.57%)، أما معدل الدوران وحجم التداول لهما تأثير إيجابي ومعنوي على النمو الإقتصادي في المدى الطويل، وهذا يتوافق مع دراسة جميلة يحيى صحراوي، و (M Baboo، Frans Buelens، Stijn Van Nieuwerburgh، Nowbutsing) وخلف الله أحمد محمد عربي و (Ludo Cuyvers) حيث أن زيادة معدل الدوران بن (1%) تؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الإجمالي بن (1.797%) وزيادة حجم التداول بن (1%) تؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الإجمالي بن (1.748%) وهذا ما يتعرض مع دراسة إيمان عبد المطلب حسن المولي.

ومن خلال المعادلة يمكن القول على أن الأسواق الأوراق المالية لها تأثير على معدلات النمو الاقتصادي في المدى الطويل وهذا ما يتوافق مع دراسة رغد أسامة جار الله وجميلة يحيى صحراوي.

ثانياً/ استقرار نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM)

الجدول رقم (03-19):

استقرار نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM)

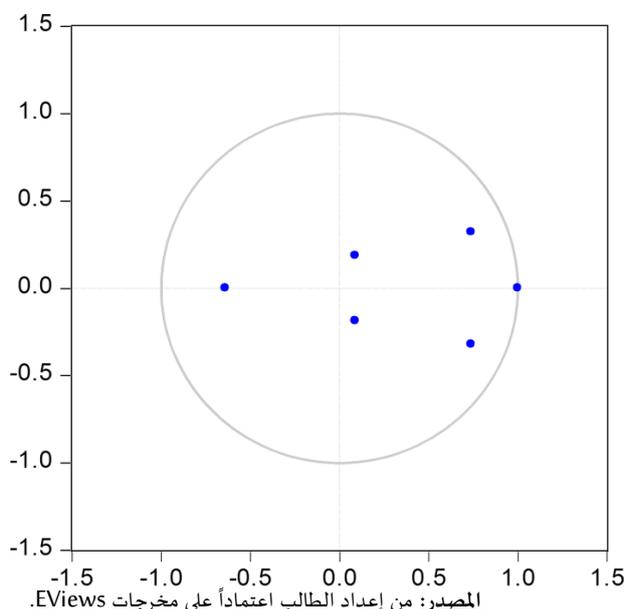
Roots of Characteristic Polynomial	
Roots	Modulus
1.000000	1.000000
1.000000	1.000000
1.000000	1.000000
0.738454 - 0.320783i	0.805119
0.738454 + 0.320783i	0.805119
-0.639266	0.639266
0.088463 - 0.185894i	0.205869
0.088463 + 0.185894i	0.205869

VEC specification imposes 3 unit root(s).

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على مخرجات EViews.

الشكل رقم (08-03):

استقرار نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM)
Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



من خلال الجدول رقم (19-03) والشكل رقم (08-03) يتضح لنا النموذج المقدر يحقق شروط الاستقرار (VAR satisfies the stability condition) إذ أن جميع المعاملات أصغر من الواحد، وجميع الجذور تقع داخل دائرة الوحدة، مما يعني أن النموذج لا يعاني من مشكلة في ارتباط الأخطاء أو عدم ثبات التباين.

ثالثاً/ اختبار التوازن الطبيعي لأخطاء التقدير

الجدول رقم (20-03):

اختبار التوازن الطبيعي لأخطاء التقدير

Component	Skewness	Chi-sq	df	Prob.
1	0.926205	3.288446	1	0.0698
2	1.411764	7.640134	1	0.0057
3	0.348100	0.464498	1	0.4955
4	-0.000109	4.59E-08	1	0.9998
Joint		11.39308	4	0.0225

Component	Kurtosis	Chi-sq	df	Prob.
1	4.652439	2.616781	1	0.1057
2	7.255250	17.35269	1	0.0000
3	2.476435	0.262699	1	0.6083
4	3.384996	0.142046	1	0.7063
Joint		20.37421	4	0.0004

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على مخرجات EViews.

Component	Jarque-Bera	df	Prob.
1	5.905227	2	0.0522
2	24.99282	2	0.0000
3	0.727197	2	0.6952
4	0.142046	2	0.9314
Joint	31.76729	8	0.0001

نلاحظ: تكون معنوية عندما تكون Prob أقل من 5%.

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على مخرجات EViews.

من خلال الجدول رقم (20-03)، يتضح لنا أن أخطاء التقدير في متجه تصحيح الخطأ تتوزع طبيعياً بناءً على نتائج كل من (Jarque-Bera, Kurtosis, Skewness)

بعد أن تم إخضاع المتغيرات إلى اختبار جذر الوحدة والذي أثبت استقرار المتغيرات عند الفروق الأولى لها، واختبار التكامل المشترك الذي دل على وجود متجه واحد للتكامل المشترك بين المتغيرات، سيتم تقدير نموذج متجه تصحيح الخطأ (Vector Error Correction Model) الذي يتطلب تحقيق هذين الشرطين، وهذا النموذج ما هو إلا نموذج الإنحدار الذاتي (Vector Autoregression)، مقيد بإضافة مقدار الخطأ في التوازن إلى معادلات النموذج، وهو ما يسمى بحد تصحيح الخطأ (Error Correction Term)، ويستخدم هذا النموذج لتصحيح حالة على التوازن، حيث أن هذه النموذج يؤمن لنا طريقة للربط الديناميكي بين التغيرات قصيرة الأجل، والتغيرات طويلة الأجل للمتغيرات أثناء عملية التعديل (Adjustment) للوصول إلى التوازن طويل الأجل، بالإضافة إلى تحديد اتجاه السببية في المدى الطويل وفي المدى القصير¹، ومن أجل تقييم طبيعة العلاقة بين المتغيرات في الأجل القصيرة، يتم تحليل مكونات التباين (Variance Decomposition)، ودوال الاستجابة الفورية (Impulse Response Function) المشتقة من نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM).

رابعاً/ اختبار السببية (Granger Causality Test):

من المعتاد إجراء اختبار جرينجر للسببية (Granger Causality Test)، لتحديد اتجاه السببية بين المتغيرات، إلا أن استخدام هذا الاختبار يتطلب أن تكون المتغيرات مستقرة جميعها عند المستوى، أو أن تكون مختلفة من حيث درجة الاستقرار، عدا ذلك إذا كانت جميع المتغيرات مستقرة عند نفس الدرجة أي عند الفرق الأول، أو مستقرة عند الفرق الثاني، فإنه يتم تحديد اتجاه السببية باستخدام (VECM).

¹ جميلة يحيى صحراوي، مرجع سبق ذكره، ص: 93-94.

حيث يدل تقدير نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM) على وجود علاقة سببية في المدى الطويل وفي المدى القصير، حيث أن السببية في المدة الطويل يتم تحديدها من خلال معنوية إحصاءة (t) الخاصة بمعامل حد تصحيح الخطأ (λ) (Error Correction Terms) (ECT)؛ حيث تتحقق المعنوية إذا كانت إحصاءة (t) المحسوبة أكبر من قيمة (t) الجدولية، فإذا كان معامل حد تصحيح الخطأ سالباً ومعنوياً، فإن ذلك يبين الميكانيكية التي يجري بها تصحيح أي اختلال في التوازن في المدى القصير، للوصول إلى الوضع التوازني في المدى الطويل بين المتغير التابع وبقية المتغيرات الأخرى¹.

في حين أن السببية في المدى القصير يتم تحديدها من خلال معنوية إحصاءة (F)-(F) (Statistic)؛ فإذا كانت (F) المحسوبة أكبر من قيمة (F) الجدولية في هذه الحالة نرفض فرضية العدم التي تنص على عدم وجود علاقة سببية في المدى القصير، أما إذا كان العكس في هذه الحالة نقبل فرضية العدم. بعد تقدير نموذج متجه تصحيح الخطأ وذلك بالاعتماد على فترة تباطؤ زمني تساوي (1)، كانت النتائج كالتالي:

1. اختبار السببية في المدى الطويل:

من خلال الجدول رقم (03-21) نلاحظ أن معامل حد تصحيح الخطأ (ECT) للمتغيرين (LnGDP) يساوي (0.0003) وهو موجب ومعنوي من الناحية الإحصاءة، وذلك حسب معنوية إحصاءة (t) عند مستوى معنوية 0.05%، حيث بلغت إحصاءة (t) المحسوبة بالقيمة المطلقة (3.56) في حين بلغت قيمة (t) الجدولية المستخرجة من جدول توزيع (t) (2.06)، وهذا يدل على وجود علاقة سببية في المدى الطويل تتجه من المتغيرات (LnVT)، (LnTR)، (LnNC) إلى الناتج المحلي الإجمالي (LnGDP)، وبالتالي فإن المتغير (LnGDP) يحتاج إلى 0.03% من السنة القادمة حتى يعود إلى التوازن.

أما اتجاه السببية من المتغير (LnGDP) إلى باقي المتغيرات، فيتم تحديده من خلال معامل تصحيح الخطأ الخاص بكل متغير (LnNC)، (LnTR)، (LnVT) حيث نلاحظ من خلال الجدول رقم (03-22) أن معاملات قدرت ب: (0.0001)، (-0.0012)، (0.005)، على الترتيب، حيث جميع القيم غير معنوية من الناحية الإحصاءة، وهذا يعني أنه لا يوجد اتجاه للعلاقة السببية من المتغير (LnGDP) إلى المتغيرات: (LnNC)، (LnTR)، (LnVT) وبالتالي هناك اتجاه أحادي السببية في المدى الطويل، يتجه من (LnNC)، (LnTR)، (LnVT) إلى (LnGDP)، ومنه تحقق فرضية قيادة العرض في المدى الطويل. وهذا ما توافق مع الدراسة السابقة: "والتر باجيت" (Walter Bagehot) و"ماكينون وشو" (McKinnon-Shaw) و"سبلمان" (Spellman) وجميلة يحيى

¹ جميلة يحيى صحراوي، المرجع السابق ذكره، ص: 84.

صحراوي وتعرض مع "جون روبنسون" (John Robinson) و (Irland)، ومع (Patrick) و Ross (Levine).

الجدول رقم (21-03):

نتائج اختبار السببية في المدى الطويل المبني على
تقدير نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM)

Error Correction	D(LnGDP)	D(LnNC)	D(LnTR)	D(LnVT)
CointEq1	0.000378	0.000196	-0.001282	-0.001599
Standard error	(0.00011)	(0.00023)	(0.00114)	(0.00139)
t-Statistic	*[3.56477]	[0.84646]	[-1.12606]	[-1.15131]

ملاحظة: * معنوية عند 5%.

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على مخرجات EViews.

أ- اختبار السببية في المدى القصير:

لقد تم حساب إحصائية (F) لجميع المتغيرات، نلاحظ ذلك من خلال الجدول رقم (03-22)، حيث تمت مقارنتها بقيمة (F) الجدولية المستخرجة من جدول توزيع (F) التي تساوي: (2.76) عند معنوية 5%، حيث تم التوصل إلى النتائج الموضحة في الجدول رقم (03-22).
نلاحظ من خلال الجدول أن إحصائية (F) المحسوبة للمتغيرين (LnNC)، (LnTR)، (LnVT) هي أصغر من قيمة (F) الجدولية، وهذا دليل على عدم وجود علاقة سببية من المتغيرين (LnNC)، (LnTR)، (LnVT) إلى المتغير (LnGDP) أي المدى القصير.
في حين أن (F) المحسوبة التي تتعلق باتجاه السببية من المتغير إلى كل متغير فهي غير معنوية في كل المتغيرات، ومنه تحقق فرضية قيادية العرض في المدى القصير بعدم وجود علاقة في المدى القصير، ويتوافق مع دراسة (Zahid Ahmed) واديب قاسم شندي، حيث أنه لا توجد عاقبة بين سوق العراق للأوراق المالية والنمو الإقتصادي، ويتعارض مع دراسات جميلة يحيى صحراوي.

الجدول رقم (03-22):

نتائج اختبار السببية في المدى القصير المبني على
تقدير نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM)

Null Hypothesis:	F-Statistic	Prob.
LNNC \longrightarrow LNGDP	1.606290	0.2050
LNGDP \longrightarrow LNNC	0.148593	0.6999
LNTR \longrightarrow LNGDP	0.081185	0.7757
LNGDP \longrightarrow LNTR	2.243214	0.1342
LNVT \longrightarrow LNGDP	0.086147	0.7691
LNGDP \longrightarrow LNVT	2.425123	0.1194
LNTR \longrightarrow LNNC	0.534651	0.4647
LNNC \longrightarrow LNTR	0.027978	0.8672
LNVT \longrightarrow LNNC	0.361995	0.5474
LNNC \longrightarrow LNVT	0.021564	0.8833
LNVT \longrightarrow LNTR	0.716011	0.3975
LNTR \longrightarrow LNVT	0.305690	0.5803

ملاحظة: * F معنوية عند 5%.

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على مخرجات EViews.

المطلب الرابع: تحليل مكونات التباين ودالة الاستجابة الفورية: أولاً/ تحليل مكونات التباين (Variance Decomposition):

تستخدم نتائج تحليل مكونات التباين لمعرفة مقدار التباين في التنبؤ لكل متغير العائد إلى خطأ التنبؤ في المتغير نفسه، والمقدار العائد إلى خطأ التنبؤ في المتغيرات الأخرى، ويعتبر تحليل مكونات التباين إحدى الطرق لوصف السلوك الحركي للنموذج، حيث أن تباين خطأ التنبؤ لمتغير ما، يعزى للصدمات غير المتنبأ بها لكل متغير من متغيرات النموذج خلال فترة التنبؤ، وعند تطبيق هذا الاختبار على الناتج المحلي الإجمالي (LnGDP) كانت النتائج كما هي مبينة في الجدول رقم (03-23).

نلاحظ من خلال الجدول أن الناتج المحلي الإجمالي (LnGDP) يتأثر بالمعدل دوران السهم (LnTR)، حيث يتضح أنه خلال الفترة الثانية كانت التغيرات في معدل دوران الأسهم تفسر (12.42%) من تنبؤ الخطأ في الناتج المحلي الإجمالي التي تعود إلى أخطاء عشوائية في معدل الدوران الاسهم، ويلاحظ ان هذه النسبة تتزايد في الفترات اللاحقة حتى تصل إلى (28.92%) في الفترة الخامسة، ثم إلى (33.40%) في الفترة العاشرة، أي أن معدل الدوران لاسهم يشرح نسبة كبيرة من تباين الناتج المحلي الإجمالي (LnGDP)، مما يشير إلى قوة تأثير التغير في معدل الدوران على الناتج المحلي الإجمالي، والذي يزيد مع مرور الزمن وبمعدلات زيادة مرتفعة، في حين نبدأ أن

متغير الناتج المحلي الإجمالي يفسر نسبة (100%) من نفسه في الفترة الأولى، ثم تبدأ هذه القوة بالتناقص، حتى تصل إلى (59.71%) في الفترة العاشرة. أما عدد الشركات المدرجة (LnNC) فيتضح أن تغيراته تفسر من تنبؤ الخطأ في الناتج المحلي الإجمالي في الفترة الثانية، و(0.68%) في الفترة الخامسة ثم تتزايد لتصل إلى أقصاها في الفترة العاشرة حيث بلغت (2.45%).

الجدول رقم (03-23):

نتائج تحليل مكونات التباين الناتج المحلي الإجمالي (LnGDP)

Period	SE	LnGDP	LnNC	LnTR	LnVT
1	0.043807	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.067586	86.24057	0.682900	12.42101	0.655518
3	0.096967	83.45416	0.821434	15.30766	0.416744
4	0.127431	75.97064	1.129972	22.32903	0.570353
5	0.158504	71.62610	1.371695	25.69727	1.304931
6	0.187707	67.37396	1.655268	28.92868	2.042092
7	0.214253	64.55307	1.898377	30.71167	2.836889
8	0.237561	62.30790	2.122894	32.08423	3.484974
9	0.257793	60.80251	2.306712	32.86740	4.023378
10	0.275301	59.71723	2.458833	33.40726	4.416681

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على مخرجات EViews.

أما حجم التداول (LnVT) فيتضح أن تغيراته تفسر من تنبؤ الخطأ في الناتج المحلي الإجمالي في الفترة الثانية، و(0.65%) في الفترة السادسة ثم تتزايد لتصل إلى أقصاها في الفترة العاشرة حيث بلغت (4.41%).

ثانياً/ التحقق من مصداقية النتائج:¹

للتأكد من مصداقية النتائج السابقة ودعمها، لجأ الباحث إلى إعادة ترتيب المتغيرات في النموذج متجه تصحيح الخطأ، وهي الطريقة التي يعتمد عليها توزيع تشولاسكي (Cholaski Decomposition) بشكل كبير، حيث يتم اللجوء إليها للتأكد من أنه حتى بعد إعادة ترتيب المتغيرات فإن النتائج لا تتغير كثيراً.

¹ جميلة يحيى صحراوي، المرجع السابق ذكره، ص: 99.

الجدول رقم (03-24):

نتائج تحليل مكونات التباين الناتج المحلي الإجمالي (LnGDP) بعد إعادة ترتيب البيانات

Period	SE	LnGDP	LnTR	LnNC	LnVT
1	0.043807	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.067586	86.24057	11.85902	0.121285	1.779127
3	0.096967	83.45416	14.57119	0.477769	1.496876
4	0.127431	75.97064	21.10300	1.223341	1.703019
5	0.158504	71.62610	24.44220	2.438215	1.493485
6	0.187707	67.37396	27.75013	3.530638	1.345278
7	0.214253	64.55307	29.74512	4.536931	1.164886
8	0.237561	62.30790	31.34751	5.317028	1.027558
9	0.257793	60.80251	32.36276	5.921648	0.913079
10	0.275301	59.71723	33.10649	6.349240	0.827038

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على مخرجات EViews.

ثالثاً/ دالة الاستجابة الفورية (Impulse Response Function):

تعكس دالة الاستجابة لردة الفعل (IRF)، كيفية استجابة كل متغير من متغيرات المختلفة في النموذج، لأي صدمة عشوائية في أي تغير من متغيرات النموذج الأخرى مع مرور الزمن، وبذلك فهي تساعد في تتبع المسار الزمني للصدمة التي يمكن أن تتعرض لها مختلف المتغيرات في ذلك النموذج في المدى القصير، وبالتالي فهي توضح تأثير الصدمات بمقدار انحراف معياري واحد لأحد المتغيرات، على القيم الحالية والمستقبلية لمتغيرات النموذج.

لاختبار كيفية استجابة الناتج المحلي الإجمالي (LnGDP) للصدمة الواقعة في المتغيرات (LnNC)، (LnTR)، (LnVT)، تم إجراء اختبار دالة الاستجابة لردة الفعل فكانت النتائج على النحو المبين في الشكل رقم (03-25) حيث يتبين ما يلي:

أن أي صدمة عشوائية موجبة لمتغير حجم التداول تحدث أثر إيجابي على الناتج المحلي الإجمالي، ويستمر هذا التأثير الإيجابي إلى غاية نهاية المجال حيث يبدأ التأثير في بالتناقص شيئاً قليلاً عند السنة الثامنة.

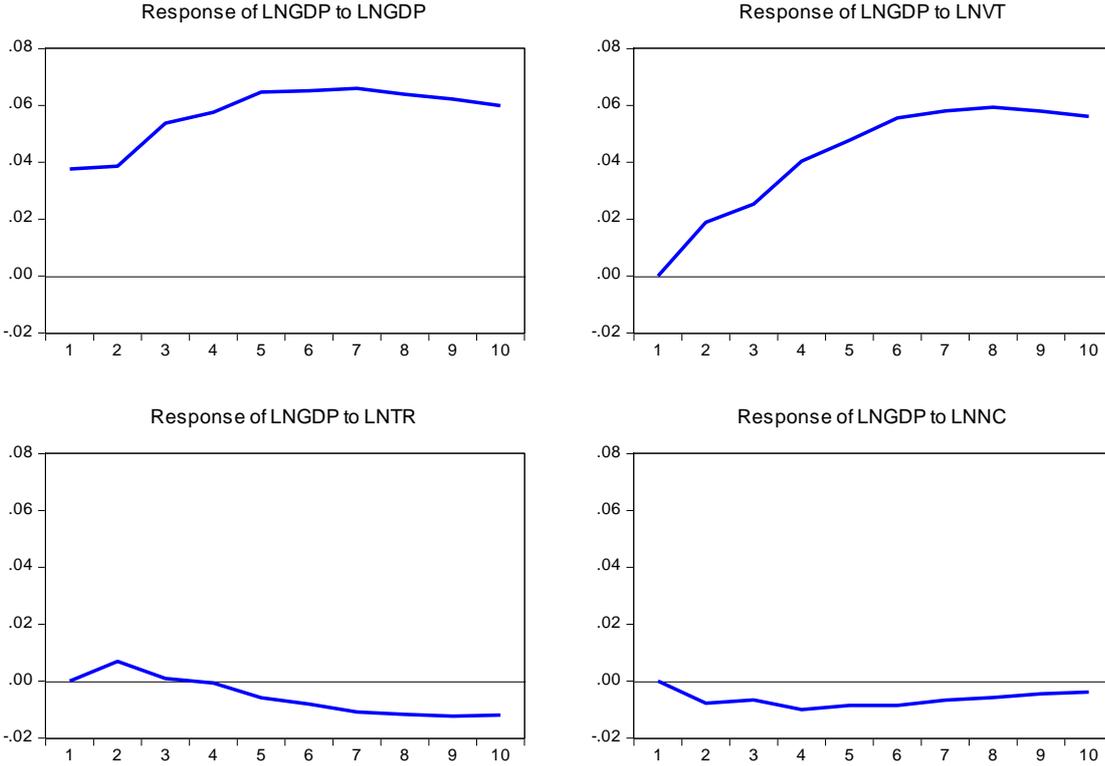
وبالنسبة لمتغيرين عدد الشركات المدرجة (LnNC) ومعدل الدوران (LnTR) فإن حدوث أي صدمة عشوائية موجبة أحدهما، تحدث أثر سلب في الناتج المحلي الإجمالي (LnGDP)، حيث يستمر هذا التأثير إلى غاية السنة العاشرة، بحيث يبدأ هذا

التأثير السلبي في التناقص ابتداءً من السنة الرابعة بالنسبة إلى معدل الدوران (LnTR) والسنة الأولى بالنسبة إلى عدد الشركات المدرجة (LnNC).

الجدول رقم (03-09):

دالة الاستجابة الفورية للنتائج المحلي الإجمالي

Response to Cholesky One S.D. Innovations



المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على مخرجات EViews.

من خلال دراسة المبحث الثالث: قمنا بتسليط الضوء على دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية للفترة (2002-2013) باستخدام عدة أساليب للأقتصاد القياسي، حيث اتضح لنا وجود علاقة توازنية طويلة المدى ذات اتجاه احادي من المتغيرات (LnNC)، (LnTR)، (LnVT) إلى الناتج المحلي الإجمالي (LnGDP). وهذا ما أكدته لنا نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك، أما في المدى القصير فلم تكن أي علاقة بين متغيرات تطور سوق عمان للأوراق المالية والنمو الإقتصادي وهذا ما ظهرته الدراسة التحليلية للعلاقة السببية في المدى القصير،

خلاصة الفصل الثاني

من خلال هذا الفصل توصلنا إلى معرفة سوق عمان للأوراق المالية وأهم المؤسسات المدرجة والأوراق المالية المتداولة وكذا الأنظمة التداول والمؤشرات التي تعتبر بمثابة المرآة العاكسة لحالة السوق.

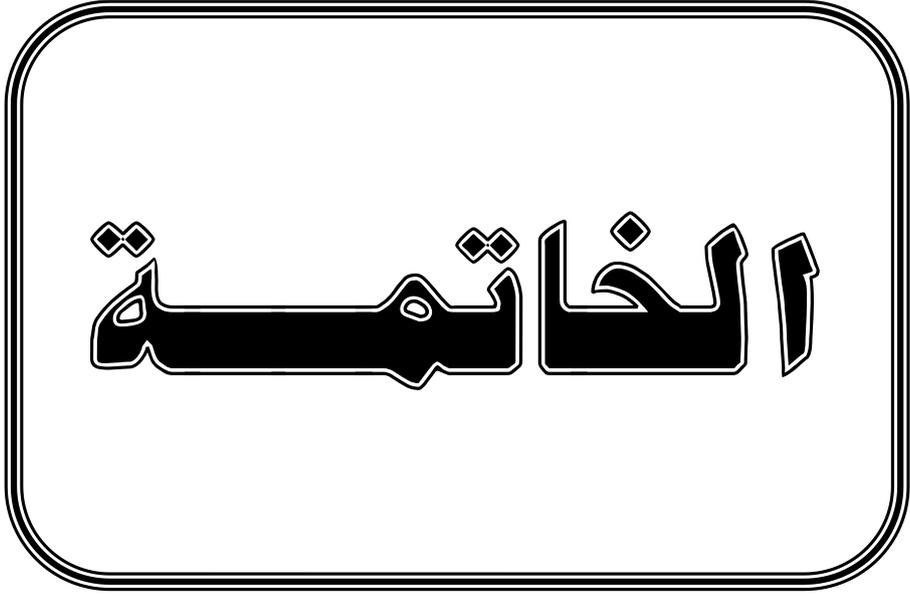
ثم أسقاط الدراسة النظرية وهذا من خلال احتساب مؤشرات تطور سوق عمان للأوراق المالية ومن ثم قياس أثر هذه المتغيرات على معدلات النمو الإقتصادي باستعمال برنامج مساعد 7.EViews.

فقد اتضح ما يلي:

- أن هناك تأثير إيجابياً على معدلات النمو الإقتصادي واعتبار سوق الأوراق المالية (تمويل المباشر) أحد محددات تزايد النمو الإقتصادي وخاصتاً في الدول العربية، وهذا رغم الأزمات المالية العلمية (أزمة المالية العالمية: الرهن العقاري 2008) التي عانى منها سوق عمان للأوراق المالية وكذا الأضطرابات التي عاشتها منطقة الدول العربية بما يسمى: الربيع العربي، إلا أن سوق عمان الأوراق المالية أستطاع تحقيق معدلات تداول كبيرة على مستوى الأسواق العربية.

- وجود علاقة احادية الاتجاه إيجابية وسلبية في المدى الطويل بين مؤشرات تطور سوق عمان للأوراق المالية والنمو الإقتصادي، حيث كانت إيجابية بين النمو الاقتصادي وحجم التداول ومعدل الدوران وسليبي بين عدد الشركات المدرجة والنمو الإقتصادي، في حين لم تكن أي علاقة بين النمو الإقتصادي اتجاه مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية.

- عدم وجود علاقة إيجابية أو سلبية في المدى القصير بين مؤشرات تطور سوق عمان للأوراق المالية والنمو الإقتصادي.



المقدمة

تتضمن خاتمة المذكرة خلاصة عامة ونتائج اختبار الفرضيات ونتائج الدراسة والإقتراحات بالإضافة إلى آفاق الدراسة وهي على النحو التالي:

◆ خلاصة عامة:

إن إنشاء وتطوير سوق عمان للأوراق المالية يعد شرطاً ضرورياً في إنجاح جهود التنمية الإقتصادية في الأردن، إلا أن ذلك لا يعد شرطاً كافياً وذلك لأنه يتطلب توافر عوامل أخرى عديدة منها، ضرورة تطوير البنية المؤسسية وتحرير وحداتها من اللوائح والقيود الإدارية، كذلك تطوير المصارف وإدخال التكنولوجيا الحديثة للإتصالات والمعلومات وتحديث الأدوات المالية التي لا تقتصر فقط على مجرد أوراق مالية عادية. ورفع كفاءة هذه الأسواق من خلال النشر المكثف لمعلومات الشركات والمؤسسات المدرجة في السوق.

◆ النتائج:

بناءً على ما تم تناوله في الجانب النظري للدراسة، بالإضافة إلى ما تم بحثه بخصوص التطورات التي شهدتها سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة (2002-2013)، وكذا اعتماداً على النتائج التي تحصلنا عليها من خلال برنامج EViews وتحليلها فقد تم التوصل إلى النتائج التالية:

نتائج الدراسة النظرية:

◆ يعد الجانب الأساسية لأقامة سوق أوراق مالية، توفر مناخ استثماري مستقر وهذا من خلال حالة الاستقرار السياسي والاجتماعي والاقتصادي... إلخ، وكذا زيادة عدد الشركات المدرجة من خلال تحسين القرارات وشروط الادراج مع تنوع الأوراق المالية التي تعتبر أداة تحفيزية من خلال قلة المخاطر وتنوع آجال استحقاقها بالإضافة إلى توفر المؤسسات المالية الوسيطة لدورها الهام داخل السوق من خلال تسهيل اختيار الأوراق المالية وترويج لها وتسيير الحسن للمحافظ المالية للمستثمرين، كما يجب على السوق الإفصاح المالي وإشهار المعلومات لتمكين المستثمرين من ترشيد قراراتهم الاستثمارية، ومع ربط السوق بنظام اتصال فعال بينه وبين المستثمر لزيادة معالجة أكبر حجم من المعاملات الدولية والإقليمية منها. فبإضافة إلى وجود هيكل مؤسسي فعال ومتكامل يمكن لأقامة سوق أوراق مالية تساهم في زيادة معاملات الاستثمارية ومنه زيادة معدلات النمو الإقتصادي.

◆ أن الغاية الأساسية للأسواق الأوراق المالية هو اشباع رغبات وحاجيات المتعاملين ومن ثم أضحت ضرورة حتمية استلزمها المعاملات الاقتصادية بين الافراد والمؤسسات والشركات، لذا فقد تعددت القنوات الرئيسية لانتقال أثار أسواق الأوراق المالية إلى النمو الإقتصادي بين مؤيد وناقذ حيث تعتبر الأسواق الأوراق المالية أداة لجذب العملة الصعبة من خلال

رؤوس الأموال الشركات الأجنبية التي تنشط داخل سوق، بإضافة إلى معالجة المديونية وتخفيض تكلفة المعلومات وتكلفة البحث عن الصفقة، كما تعتبر أداة هامة لتقييم الشركات والمشروعات والحد من معدلات التضخم من خلال امتصاص فائض السيولة النقدية وتوجيهها نحو الاستثمار بدلاً من الاستهلاك، وتعمل على تحويل المخاطر وتحقيق أسعار مناسبة مع اعتبارها كمخزن لثروة من خلال جمع الأوراق المالية والاحتفاظ بها، كذلك تلجأ إلى زيادة معدل النمو الاستثماري وتعبئة المدخرات، وتعتبر السيولة أحد أهم أهداف المستثمرين حيث يتم تحويل الأصول المتداولة إلى نقد في فترة زمنية قصيرة دون أن يفقد أكثر من قيمته.

◆ تعتبر كفاءة سوق الأوراق المالية عن قدرة هذه الأخيرة على عكس كافة المعلومات التي ترد إليها وتقسم كفاءة السوق إلى كفاءة كاملة وأخرى إقتصادية. حيث يتطلب على السوق دوراً مباشراً من خلال تسهيل عمليات الإصدار الأسهم وبيعها بثمن مناسب، وأخرى غير مباشر أي إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع مؤسسات مالية وعادة ما تكون بسعر فائدة معقول. بإضافة إلى التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة وتوظيفها بكفاءة التشغيل وكفاءة التسعير، حيث تعد كفاءة التشغيل: هي قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون تحمل أطراف السوق لتكاليف مرتفعة، أما كفاءة التسعير فهي وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير، ولذا تعتبر الأسواق الأوراق المالية في الدول النامية ضعيفة وغير كفاً نظراً لغياب هذه المتطلبات كفاءة السوق.

◆ من أهم معوقات إقامة أسواق الأوراق المالية العربية هو عدم الإستقرار السياسي في الدول العربية (الربيع العربي مثلاً الذي تشهده الساحة العربية)، كذلك ضعف الطاقة الإستيعابية في الوطن العربي، مع قصور في البنية الأساسية اللازمة لقيام أسواق متطورة للأوراق المالية في ظل عدم نمو لإقتصاد العربي بالشكل الجيد والملائم، بإضافة إلى عدم وجود وسائل الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية، الشيء الذي يحول دون قيامها بالدور النشط. كما أن إرتفاع درجة تركيز التداول الذي تعاني منه كافة الأسواق الأوراق المالية العربية، تعكس قلة عدد الأسهم ذات الجاذبية أو الجودة لأحتفاظ كبار المستثمرين بعض منها.

نتائج الدراسة التطبيقية:

◆ رغم التأثيرات التي تعرض لها سوق عمان للأوراق المالية منها الأزمة المالية العالمية (الرهن العقاري 2008)، والتي أثرت داخلياً وخارجياً وكذا السياسية والإقتصادية التي مرت بها الأردن خلال هذه الحقبة، إلا أنها عرفت تطوراً كبيراً، حيث ازداد حجم السوق، وحجم التداول الحقيقي والقيمة السوقية الحقيقية ومعدل دوران الأسهم، وارتفاع العدد الشركات المدرجة في سوق.

- ◆ من خلال حساب مؤشر القيمة السوقية الحقيقية تم التوصل إلى أن حجم سوق عمان للأوراق المالية له قدرة كبيرة على حشد رؤوس الأموال والمدخرات والتنوع في المخاطر والتي تم التعبير عنها بالقيمة السوقية الحقيقية ففي سنة 2002 كانت القيمة السوقية الحقيقية بمقدار: 3,055.14 وفي سنة 2013 لتصل إلى 13,372.60.
- ◆ من خلال احتساب مؤشر حجم التداول الحقيقي تم التوصل إلى أن حجم نشاط سوق عمان للأوراق المالية ينعكس على تفاعل المستثمرين وهذا ما يعبر على تطور سوق الأوراق المالية ومدى سيولته، والتي قدرة ب: 1,107.32 في سنة 2002 في حين كانت تقدر ب: 2,163.36 وفي سنة 2013.
- ◆ كذلك من خلال احتساب مؤشر معدل دوران الأسهم تم التوصل إلى أن النسبة تزداد وتنخفض أحياناً أخرى لتصل إلى أكبر قيمة سنة 2005 بمعدل 85.47%. حيث يتضح من الزيادة وجود كثافة تداول كبيرة في سوق الأوراق المالية وأن هناك انخفاض لتكاليف إتمام الصفقات، مما أدى إلى اقتراب أسعار الأسهم إلى أسعارها العادية.
- ◆ عند احتساب مؤشر عدد الشركات تم التوصل إلى أن حجم سوق عمان للأوراق المالية كبير مقارنة بالأسواق العربية الأخرى، وقد عرفت السوق إرتفاع عدد الشركات المدرجة من 158 شركة خلال سنة 2002 إلى 240 شركة سنة 2013 أي ما يقارب الضعف رغم أن تعديل القوانين أدى إلى خروج 37 شركة سنة 2011 بسبب عدم توفر شروط الإدراج.
- ◆ من خلال الرسم البياني لسلاسل ونتائج اختبار معنوية معاملات الارتباط الذاتي والأدوات الإحصائية: (ADF)، (PP)، (KPSS)، توصلنا إلى قبول الفرضية البديلة بعدم استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات سوق عمان للأوراق المالية والنمو الاقتصادي ووجود مركبة الاتجاه العام وأن المتوسط والتباين يعتمدان على الزمن.
- ◆ ونظراً لعدم استقراره السلاسل الزمنية خلال الاختبارات الأولى توجب إزالة مركبة الاتجاه العام وتثبيت التباين من خلال تحويل البيانات إلى لوغاريتم الطبيعي لتثبيت التباين وإستعمال اختباري (ADF)، (PP) لإزالة مركبة الاتجاه العام.
- ◆ من خلال اختباري (ADF)، (PP) أشارت النتائج إلى أن المتغيرات جميعها غير مستقرة عند المستوى، لكن استقره جميعها عند الرق الأول هذا يعني أنها متكاملة من الدرجة الأولى $I(1)$ وهذا ما يؤكد اختبار سكون البواقي، حيث كانت البواقي متكاملة من الدرجة صفر $I(0)$ عند مستوى معنوية 0.05.
- ◆ من خلال اختبار التوزيع الطبيعي (Normality tests) للسلاسل الزمنية أتضح أن جميع السلاسل ذات معنوية إحصائية من خلال اختبار (Jerque-Bera) مما يدل على أن البيانات لا تبتعد كثيراً عن التوزيع الطبيعي ولا تعاني من تقلبات حادة.

- ◆ ومن اختبار إستقرار معالم النموذج، يلاحظ أن منحني البواقي يقع ما بين خطي الإنحراف المعياري من بداية الفترة إلى نهايتها، مما يثبت صحة وجود استقرارية لمعالم النموذج، واعتماد على الفترة بكامل دون الحاجة إلى تجزئتها.
- ◆ تم تحديد فترة التباطؤ الزمني للنموذج من خلال اختبار أقل قيمة لكل من كأيك (AIC) وسشيوارتز (SBC) والتي قدرة التباطؤ ب: (4)، ليتم فيما بعد اجراء اختبار جوهانس لتكامل المشترك التي دلت على وجود علاقتين لمتجهين لتكامل المشترك في المدى الطويل بين المتغيرات الداخلة في النموذج وعليه فإن الأسواق الأوراق المالية تأثير على معدل النمو الإقتصادي في المدى الطويل.
- ودل اختبار استقرار نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM) بيانياً وشكلياً على أن النموذج المقدر يحقق شروط الاستقرار (VAR satisfies the stability condition) إذ أنها جميعها أقل من الواحد، وجميع الجذور تقع داخل دائرة الوحدة، مما يعني أن النموذج لا يعاني من مشكلة في ارتباط الأخطاء أو عدم ثبات التباين.
- ◆ أما اختبار التوازن الطبيعي لأخطاء التقدير فقد دل أن أخطاء التقدير في متجه تصحيح الخطأ تتوزع طبيعياً بناء على نتائج كل من (Jarque-Bera, Kurtosis, Skewness) عند معنوية 0.05.
- ◆ أظهرت نتائج اختبار السببية (Granger Causality Test) في كل من:
 - المدى الطويل: على وجود علاقة سببية في المدى الطويل تتجه من متغيرات تطور سوق الأوراق المالية إلى النمو الإقتصادي في حين لا توجد علاقة سببية متجهة من النمو الإقتصادي نحو التطور سوق الأوراق المالية وهذا يعني وجود اتجاه أحادي السببية في المدى الطويل.
 - أما المدى القصير: فقد أظهرت الدراسة عدم وجود علاقة سببية في المدى القصير في الاتجاهين.
- ◆ لقد تفاوت تأثيرات المتغيرات سوق الأوراق المالية على النمو الإقتصادي حيث كان معدل الدوران أكبر تأثير على معدلات النمو الإقتصادي، ثم يليه حجم التداول ثم عدد شركات المدرجة لتفسر كل منها على قوة العلاقة بينها وبين معدلات النمو الإقتصادي، وهذا ما أثبتته اختبار مصداقية النتائج ليعطي نفس التفسير.
- ◆ أما الاختبار الأخير لدالة الاستجابة الفورية فقد دل على: أن أي صدمة عشوائية موجبة لمتغير حجم التداول تحدث أثر إيجابي على الناتج المحلي الإجمالي، ويستمر هذا التأثير الإيجابي إلى غاية نهاية المجال حيث يبدأ التأثير في بالتناقص شيئاً قليلاً عند السنة الثامنة. وبالنسبة لمتغيرين عدد الشركات المدرجة (LnNC) ومعدل الدوران (LnTR) فإن حدوث أي صدمة عشوائية موجبة أحدهما، تحدث أثر سلبي في الناتج المحلي الإجمالي (LnGDP)، حيث

يستمر هذا التأثير إلى غاية السنة العاشرة، بحيث يبدأ هذا التأثير السلبي في التناقص ابتداءً من السنة الرابعة بالنسبة إلى معدل الدوران (LnTR) والسنة الأولى بالنسبة إلى عدد الشركات المدرجة (LnNC).

◆ الإقتراحات

من خلال ما توصلنا إليه من نتائج فإنه يمكن التوصل إلى ما يلي:

- ◆ يتعين التركيز على إعطاء أهمية لجانب العرض، وهذا نظراً لأن الدراسة أظهرت أن تطور سوق عمان للأوراق المالية هو سبب من أسباب رفع النمو الإقتصادي في المدى الطويل.
 - ◆ العمل على الرفع من كفاءة سوق عمان للأوراق المالية نظراً لدورها الإيجابي في النمو الإقتصادي، عن طريق زيادة الإفصاح وشفافية المعلومات، وذلك من خلال تطوير عملية التداول الإلكتروني لتمكين أكبر عدد ممكن من المستثمرين من دخول السوق، وتخفيض تكلفة الإصدار، بالإضافة إلى تفعيل التداول في سوق السندات الذي يعرف ضعفاً مقارنة بسوق الأسهم، وذلك بإعادة النظر في القوانين التي تلزم الشركات بضمن السندات قبل مضيتها بإجراءات الإصدار، وبقيمة السندات المصدرة بالنسبة إلى قيمة رأسمال الشركة.
 - ◆ العمل على جذب الاستثمارات الأجنبية إلى سوق عمان المالي، وتوجيهها نحو خدمة الاقتصاد الوطني، والاقتراء بتجارب الدول المجاورة والدول المتقدمة في هذا المجال.
 - ◆ تعميق الوعي الإدخاري والإستثماري لدى المستثمرين وذلك من خلال عقد دورات خاصة، لتوجيههم للإستثمار بما يخدم سوق عمان للأوراق المالية. وتشجيع صغار المستثمرين في الإستثمار من خلال إنشاء صناديق استثمارية ذات إدارة محترفة ومتخصصة لتخفيض مستويات المخاطر في ظل اخفاض الوعي الإستثماري.
 - ◆ ضرورة زيادة عدد الشركات المدرجة من خلال تعديل القوانين الأدرج وزيادة تحفيز وتوعية المؤسسات بزيادة رؤوس أموالها من خلال الإستثمار في الأسواق المالية وتوسيع نشاطها.
- ◆ آفاق الدراسة:

بعد دراسة هذ الموضوع ومناقشة أهم نتائجه، فإن هذه النتائج نفسها تطرح إشكاليات جديدة قد تكون مواضيع لبحوث في المستقبل:

- ◆ إجراء دراسة متعمقة أو ميدانية للوقوف على الآثار المترتبة على اسواق الأوراق المالية نتيجة التعامل بمنتجات الابتكار المالي باعتبارها اهم مظاهر التجديد في هذا المجال.
- ◆ بحث مستقبل أسواق الأوراق المالية العربية والتوجه نحو سوق عربية موحدة في ظل التزايد نحو عمليات الاندماج العالمي وسياسات التحرير المالي.
- ◆ دراسة أثر الأسواق المالية الإسلامية على معدلات النمو الإقتصادي حيث أن الأدوات الإسلامية أصبحت أكثر جذب للمستثمرين منها للأدوات التقليدية الربوية.

قائمة

المراجع

فائمة المراجع

المراجع باللغة العربية:

الكتب:

1. إبراهيم جلال العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، دار الجامعية، الإسكندرية- مصر، 2003.
2. إبراهيم منير هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، توزيع المعارف الاسكندرية، الإسكندرية- مصر، 1993.
3. أبو الفتوح أحمد الناقة، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية «مدخل للنظرية النقدية وأسواق المال»، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1998.
4. أحمد حسن أحمد محي الدين، سوق الأوراق المالية وأثارها الإنمائية في اقتصاد إسلامي، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في الاقتصاد الإسلامي، تخصص: الاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، قسم الدراسات العليا، جامعة أم القرى- المملكة العربية السعودية، (غير منشورة)، 1989.
5. إسلام البرواري شعبان محمد، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة: تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق-سوريا، 2003.
6. آل فواز مبارك بن سليمان، الأسواق المالية: «من منظور إسلامي»، مذكرة تدريسية، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز جدة- المملكة العربية السعودية، 2010.
7. الانصاري أسامة عبد الخالق، الإدارة المالية، سلسلة المراجع الحديثة في التمويل والبنوك، مصر.
8. بن سليمان مبارك بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض- المملكة العربية السعودية، 2005.
9. حسن السيسي صلاح الدين، بورصات الأوراق المالية: «الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح»، دار عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، عمان- الأردن، 2003.
10. حسين عصام، أسواق: الأوراق المالية «البورصة»، درا أسامة نشر توزيع، عمان-الأردن، 2008.
11. حسن محروس، الأسواق المالية والإستثمارات المالية، جامعة عين شمس- مصر، 1993.
12. حنفي عبد الغفار، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: «أسهم- سندات- وثائق الاستثمار- الخيارات»، الدار الجامعية طبع نشر توزيع، جامعة الإسكندرية-مصر، 2001.
13. جودة صلاح السيد، بورصة الأوراق المالية: «علمياً- عملياً»، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية للطباعة والنشر، الإسكندرية- مصر، 2000.
14. جويدان الجمل جمال، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2002.
15. ربابعة عبد الرؤوف، خطاب سامي، التحليل المالي وتقييم الأسهم: «دور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الاوراق المالية»، هيئة الأوراق المالية والسلع، ابوظبي-دبي- الشارقة، مارس/2006.
16. شموط مروان، كنجو عبود كنجو، أسس الإستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة- مصر، 2008.
17. صافي اوليدة، البكري أنس، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2012.
18. عبد الحميد سمير رضوان، أسواق الأوراق المالية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة- مصر، 1996.

19. عبد العال طارق حماد، المشتقات المالية: «المفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبة»، الدار الجامعية: طبع. نشر. توزيع، سلسلة البنوك التجارية (قضايا معاصرة)، الجزء الخامس، الإسكندرية-مصر، 2001.
20. عبد القادر السيد متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان-الأردن، 2010.
21. عزمي أسامة سلام، فؤاد أرشد التميمي. الإستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2004.
22. فلاح غازي المومني، إدارة المحافظ الإستثمارية الحديثة، دار المنهج للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2008.
23. فهد عصام العبيد، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية: «بين النظرية والتطبيق»، دار الرضا للنشر، دمشق-سوريا، 2002.
24. قرياقص رسمية، أسواق المال: «أسواق-رأس المال-المؤسسة»، دار الجامعية طبع نشر توزيع، الإسكندرية-مصر، 1999.
25. كنج ماهر شكري، عوض مروان، المالية الدولية: العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين «النظرية والتطبيق»، دار الحامد للنشر والتوزيع (بدعم من معهد الدراسات المصرفية)، عمان-الأردن، 2004.
26. لجنة تنظيم عمليات البورصة، استعلام عن: «الأوامر للبورصة»، ميدان شكيكن-وادي حيدرة-الجزائر، 2004.
27. المادة التحضيرية، الدورة التحضيرية لأختبار تداول، المعهد المصرفي التداول، مؤسسة النقد العربي السعودي- المملكة العربية السعودية، الإصدار: 10، 03/03/2007.
28. محمد إبراهيم بكر نجلاء، أسواق المال وإدارة الإستثمار، أكاديمية طيبة المتكاملة للعلوم، مصر.
29. محمد عدنان بن الضيف، مقومات الإستثمار: في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2013.
30. محمد محمود الداغر، الأسواق المالية: «مؤسسات، أوراق، بورصات»، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة العربية، عمان-الأردن، 2005.
31. مجيد التميمي ارشد فؤاد، الأسواق المالية: «تنظيم وأدوات»، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2010.
32. مطر محمد، إدارة الإستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الثالثة، عمان-الأردن، 2004.
33. معروف هوشار، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2009.
34. نوري الشمري ناظم محمد، وآخرون، أساسيات الإستثمار العيني والمالي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 1999.
35. لهندي خليل، أنطوان الناسف، العمليات المصرفية والأوراق المالية: الجزء الثاني «المفهوم القانوني للسوق المالية ومدى علاقتها بالنظام المصرفي»، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس-لبنان، 2000.
36. الهيتي نوزاد، مقدمة في الأسواق المالية، أكاديمية الدراسات العليا والبحوث الاقتصادية، لم تذكر بلد النشر، 1998.

▪ الكتب المعاجم باللغة العربية:

37. أحمد أبي الحسين بن فارس بن زكريا، معجم مقاييس اللغة، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الرابعة، بيروت-لبنان، 1979.
38. مجمع اللغة العربية المصري، المعجم الوسيط، مكتبة الشروق الدولية، الطبعة الرابعة، القاهرة-مصر، 2004.
39. المنظور ابن، لسان العرب، دار المعارف، مورنيش النيل- القاهرة، مصر.

◆ الرسائل والأطروحات:

40. أسامة صالح على شراب، أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية: دراسة تطبيقية، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في تخصص محاسبة والتمويل، كلية التجارة، قسم: محاسبة والتمويل، عمادة الدراسات العليا، الجامعة الإسلامية غزة- فلسطين، (غير منشورة)، 2006.
41. إحسان بوبريمة، دور الاستثمار المحفظي للأجانب في تنشيط الاسواق المالية العربية دراسة حالة «الاستثمارات المحفظية في الأردن من 1996 إلى 2005»، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945- قائمة الجزائر3- الجزائر، (غير منشورة)، 2006-2007.
42. إيمان رحال، أسواق الأوراق المالية الدولية بين مظاهر التجديد والأزمات المالية: «الأزمات المالية العالمية 2008»، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: إقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة- الجزائر، (غير منشورة)، 2011-2012.
43. بن حاسين بن اعمر. فعالية الأسواق المالية في الدول النامية: «دراسة قياسية»، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في علوم اقتصادية تخصص: بنوك ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر تلمسان- الجزائر، (غير منشورة)، 2012-2013.
44. بوشوشة محمد، مصادر التمويل وأثرها على الوضع المالي للمؤسسات: دراسة حالة «المؤسسة الوطنية لصناعة الكوابل بسكرة»، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: إقتصاد وتسيير المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة- الجزائر، (غير منشورة)، 2006-2007.
45. بومدين نورة، الأسواق في الدول الإسلامية: «معالم الواقع وأفاق المستقبل» دراسة تجريبية السوق المالي الماليزي، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: مالية وإقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف- الجزائر، (غير منشورة)، 2011-2012.
46. حسام مخلوف علي، فعالية عملية الخصخصة عن طريق الأسواق المالية، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، تخصص: نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بن يوسف بن خدة- الجزائر، (غير منشورة)، 2007-2008.

47. رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3- الجزائر، (غير منشورة)، 2006-2005.
48. سحنون جمال الدين، شروط بروز أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة: لدول مصر، تونس، الجزائر، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: النقود والمالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3- الجزائر، (غير منشورة)، 2008-2007.
49. سهام خشني، علاقة الإستثمار بالنمو الاقتصادي في الجزائر: دراسة «اقتصاديات قياسية (1970-2005)»، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: إقتصاد الكمي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر- الجزائر، (غير منشورة)، 2009-2008.
50. سور نبيل خليل طه، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق: دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير إدارة الأعمال، كلية التجارية تخصص: إدارة الأعمال، جامعة الإسلامية-غزة، فلسطين، (غير منشورة)، 2007.
51. شريط صلاح الدين، دور صناديق الإستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية « مع إمكانية تطبيقها على الجزائر»، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: النقود والمالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3- الجزائر، (غير منشورة)، 2012-2011.
52. شيخي بلال، تطور أداء أسواق الأوراق المالية المغربية الواقع والأفاق، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: النقود والمالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3- الجزائر، (غير منشورة)، 2011-2010.
53. ———، تقييم الأصول المالية في السوق الثانوية: دراسة حالة « الجزائر»، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، تخصص: تسيير المنظمات، كلية الحقوق والعلوم التجارية، جامعة أمحمد بوقرة بومرداس- الجزائر، (غير منشورة)، 2006-2005.
54. صدر الدين صواليبي، النمو والتجارة الدولية في الدولة النامية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد قياسي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3- الجزائر، (غير منشورة)، 2006-2005.
55. طلبة عادل، دور الإفصاح بالقوائم المالية في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة حالة: سوق الأسهم السعودية، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص نقود مالية وبنوك، جامعة سعد دحلب بالبلدية-الجزائر، (غير منشورة)، 2010.
56. عبد الرحمن بن عزوز، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة- الجزائر، (غير منشورة)، 2012-2011.

57. عبد العزيز أحمد العمران، محددات الإداء في سوق الأوراق المالية السعودية: دراسة «قياسية تحليلية»، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في الإقتصاد، كلية العلوم الإدارية، تخصص: الإقتصاد، جامعة الملك سعود-المملكة العربية السعودية، (غير منشورة)، 2005.
58. عبد العزيز طيبة، أثر الانفتاح الاقتصادي على النمو الاقتصادي المستديم: دراسة حالة «دول شمال إفريقيا خلال الفترة: 1990-2010»، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص: نقود ومالية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3-الجزائر (غير منشورة)، 2011-2012.
59. عبد الغني ربوح، الدور المالي والاقتصادي لبورصة القيم وأثرها على أداء المؤسسات: دراسة حالة «بورصة الجزائر»، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص: مالية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم: العلوم الإقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة-الجزائر (غير منشورة)، 2004-2005.
60. عبد الله سناجقي، سوق الأوراق المالية ودورها في تطوير الاستثمار: دراسة حالة «مجمع صيدال»، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية ومحاسبة، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي شلف-الجزائر، (غير منشورة)، 2008-2009.
61. عديلة مريميت. استعمال مؤشرات البورصة في تسيير صناديق الاستثمار والمحافظة المالية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص نقود مالية، جامعة باجي مختار عنابة-الجزائر، (غير منشورة)، 2009/2010.
62. فاطمة الزهراء بن شعيب، دور البورصة في تحقيق النمو الإقتصادي: دراسة حالة «الأسواق المالية الخليجية»، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود ومالية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان-الجزائر، (غير منشورة)، 2010-2011.
63. فتيحة بناي، السياسة النقدية والنمو الاقتصادي: «دراسة نظرية»، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم الاقتصادية، تخصص: إقتصاديات المالية والبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أمحمد بوقرة بومرداس-الجزائر، (غير منشورة)، 2008-2009.
64. محمد خالد نصار، آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية: دراسة تطبيقية «المستثمرين في قطاع غزة»، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، قسم: المحاسبة والتمويل، عمادة الدراسات العليا، الجامعة الإسلامية غزة- فلسطين، (غير منشورة)، 2006.
65. مرعي عبد الرحمن. دور سوق الأوراق المالية في تطوير نظم المعلومات المحاسبية في سورية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في المحاسبة، كلية الإقتصاد، قسم المحاسبة، جامعة دمشق-الجمهورية العربية السورية، (غير منشورة)، 1997.
66. مزاهدية رفيق. كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تحقيق الاستثمارات: دراسة حالة «سوق الأسهم السعودية»، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، تخصص:

- اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باتنة- الجزائر، (غير منشورة)، 2007-2006.
67. مسلم عائشة، اتجاهات النمو الاقتصادي في الجزائر: خلال الفترة «1990-2004»، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: إقتصاد الكمي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر- الجزائر، (غير منشورة)، 2007-2006.
68. مشري فريد، علاقة البنوك الإسلامية بالسوق المالي الإسلامي، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود وتمويل، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة- الجزائر، (غير منشورة)، 2008-2007.
69. ناصر المهدي، مكانة وآفاق الأسواق المالية العربية من الأسواق المالية الدولية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: النقود والمالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3- الجزائر، (غير منشورة)، 2012-2011.
70. نبيل بهوري، واقع أسواق الأوراق المالية العربية في ظل العولمة المالية ومتطلبات تفعيلها، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: الإقتصاد والمالية الدولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الدكتور يحي فارس-المدية- الجزائر(غير منشورة)، 2011-2010.
71. هتهات سعيد، دراسة اقتصادية وقياسية: «لظاهرة التضخم في الجزائر»، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: دراسات إقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة- الجزائر، (غير منشورة)، 2006-2005.
72. وشاح دارين وشاح، دور الاستثمارات الاجنبية في تطوير أداء سوق فلسطين للأوراق المال، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في محاسبة والتمويل، كلية التجارة، قسم: محاسبة والتمويل، عمادة الدراسات العليا، الجامعة الإسلامية غزة- فلسطين، (غير منشورة)، 2009.
73. ولد سيدي الحسن، دور التجارة الخارجية في تحقيق لتنمية الإقتصادية في البلدان النامية: دراسة حالة «موريتانيا»، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير علوم الإقتصادية، تخصص إقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة- الجزائر، (غير منشورة)، 2012-2011.
74. يحيى جميلة صحراوي، أثر تطور السوق المالي والجهاز المصرفي على النمو الإقتصادي: دراسة حالة الأردن «1979-2009»، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، قسم: أقتصاديات المال والأعمال، جامعة مؤتة- الأردن، (غير منشورة)، 2011.

◆ الملتقيات:

75. السليبي عبد الله، التغييرات في المضاربات في بورصة الأوراق المالية توصية وحكمة، الدورة العشرون للمجتمع الفقهي الإسلامي المنعقدة في مكة المكرمة في الفترة 25-29 ديسمبر 2010، المملكة العربية السعودية.
76. بوراس أحمد، بريكة السعيد، كفاءة الأسواق العربية وتمويل الاقتصاد: دراسة استشرافية «واقع الأسواق المالية العربية»، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي الأول حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة محمد خيضر بسكرة-الجزائر، خلال الفترة: 21 و22 نوفمبر 2006.
77. بن محمد الرزين عبد الله، الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وإرتباطها باقتصاد المعرفة، ورقة بحثية مقدمة في المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس حول: اقتصاد الافتراضي والمعرفة والتنمية الاقتصادية، جامعة الزيتونة، عمان-الأردن، خلال الفترة: 16 و18 مارس 2005.
78. حمزة حسن كريم، رشاد غسان عبد الحميد، سوق العراق للأوراق المالية: «البحث مستل من أطروحة دكتوراه»، ورقة بحثية مقدمة مجلة مركز الدراسات الكوفة، تهتم بالبحوث العلمية والإنسانية، (24)01، العراق، 2012.
79. عبد العزيز طيبة، تطوير مقاربة النمو المستديم في إطار ضوابط الشريعة الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر العالمي التاسع للإقتصاد والتمويل الإسلامي، بعنوان: النمو، والاستقرار من منظور إسلامي، أستنول-تركيا: خلال الفترة 09-10 سبتمبر 2013.
80. عبد الكريم البشير، معدل الريج كبديل لمعدل الفائدة في علاج الأزمة المالية والإقتصادية: دراسة نظرية وقياسية، ورقة بحثية، مقدمة في الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والإقتصادية الدولية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس-سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009.
81. عبد الكريم شوكال، سمير براهيم، إنهيارات الأسواق المالية وحلول اقتصاد المشاركة، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي الأول حول: الإقتصاد الإسلامي-الواقع...وراهانات المستقبل، معهد العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية-الجزائر، خلال الفترة: 23 و24 فيفري 2011.
82. العيفة عبد الحق، قرارات وتوصيات: مجمع الفقه الإسلامي الدولي «1403-1430هـ/1988-2009م (19دورة)»، مجمع الفقه الإسلامي الدولي (منظمة المؤتمر الإسلامي)، جدة- المملكة العربية السعودية، 1988-2009.
83. مباركي سامي، الأسواق المالية كأداة لتمويل الإقتصاد: دراسة تجريبية الأسواق المالية العربية، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الإقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة محمد خيضر بسكرة- الجزائر يومي: 21-22/11/2006.
84. محمد زيدان، بومدين نورين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية الجزائر «المعوقات وأفاق»، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية يومي، جامعة محمد خيضر بسكرة-الجزائر، خلال الفترة: 21 و22 نوفمبر 2006.

◆ دوريات والمجلات:

85. إبراهيم أونور، تذبذب أسواق الأوراق المالية، ورقة بحثية مقدمة إلى مجلة جسر التنمية، سلسلة دورية حول التنمية في الاقطار عربية، العدد: (94)، جوان السنة التاسعة، معهد العربي للتخطيط بالكويت-الكويت، 2010.
86. أحمد النمروطي خليل، سمير عبد الدايم العويسي. تحليل اتجاهات المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين للأوراق المالية: دراسة استطلاعية على «المستثمرين الأفراد في قطاع غزة»، مجلة جامعة الجامعة الإسلامية-لدراسات الاقتصادية والإدارية، كلية التجارة، قسم الاقتصاد والعلوم السياسية، الجامعة الإسلامية بغزة-فلسطين، 20(01)، 2012.
87. بن حاسين بن اممر، وآخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية: دراسة حالة «بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب»، ورقة بحثية مقدمة إلى مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة قاصدي مرياح ورقلة-الجزائر، العدد(02) 2012.
88. بن حمد خالد عبد الله القدير. تأثير التطور المالي على النمو الإقتصادي في المملكة العربية السعودية، ورقة بحثية مقدمة إلى مجلة جامعة الملك عبدالعزيز، الاقتصاد والإدارة، المجلد الثامن عشر، العدد الأول، جدة-المملكة العربية السعودية، 2004.
89. بن عابد العبدلي عابد، "تقدير أثر الصادرات على النمو الإقتصادي في الدول الإسلامية: دراسة تحليلية قياسية"، ورقة بحثية، مقدمة إلى مجلة مركز صالح عبد الله كامل للإقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر-القاهرة، السنة التاسعة، العدد (27)، 2005.
90. حسون ياسر بو، أحمد زهرة شادي، الأسواق المالية الناشئة ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني: سورية، دراسة تحليلية استشرافية، ورقة بحثية، مقدمة إلى مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، 27(01)، 2005.
91. حسين رحيم ومحمد عادي، اثر المتغيرات الاقتصادية على الاستثمار المحلي المباشر في الجزائر، ورقة بحثية، مقدمة إلى مجلة دراسات، للعلوم الإدارية، جامعة الأردنية، عمان-الأردن، العدد 40، 2013.
92. الحسن محمد الخليفة، النمو الاقتصادي في الدول الإفريقية بين المتغيرات المحلية والعالمية، ورقة بحثية مقدمة إلى مجلة المصرفية واقتصادية، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، بنك السودان المركزي-السودان، العدد(69) سبتمبر 2013.
93. خالد إياد شلاش المجالي، أثر المتغيرات الاقتصادية في حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان للأوراق المالية: خلال «1994-2009»، ورقة بحثية مقدمة إلى مجلة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، كلية الاقتصاد جامعة دمشق، دمشق-سوريا، المجلد 27، العدد (04)، 2011.
94. خزعل ندوى رشاد، استخدام اختبار كرانجر في تحليل السلاسل الزمنية المستقرة، ورقة بحثية، مقدمة إلى مجلة العراقية للعلوم الإحصائية، جامعة الموصل-العراق، العدد(27)، 2011.
95. خضر حسان، تحليل الأسواق المالية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، السنة الثالثة، العدد: 27، 2003.
96. ———، تحليل الأسواق المالية، ورقة بحثية مقدمة إلى مجلة جسر التنمية، سلسلة دورية حول التنمية في الاقطار عربية، العدد: 27، مارس السنة الثالثة، معهد العربي للتخطيط بالكويت-الكويت، 2004.

97. الدين الفقي فخري، محمود محمد وفاء، أسواق الأوراق المالية بين دورها التنموي والإيماني: مع التطبيق على «الاقتصاد الليبي»، ورقة بحثية مقدمة إلى دراسات وبحوث، سوق الأوراق الليبي، 2007.
98. رايس حدة، دور السوق النقدية في تأمين سيولة النظام المصرفي، ورقة بحثية مقدمة في مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة-الجزائر، العدد: 09، 2006/03.
99. الرفاعي حسن محمد، سوق الأوراق المالية: من المخاطر إلى الأزمات (قراءة في أبعادها المالية وأحكامها في الاقتصاد الإسلامي)، بحث مقدّم إلى الملتقى الدولي الثاني: متطلبات التنمية في أعقاب إفرانات الأزمة المالية العالمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بشار، 2010.
100. الزهراء فاطمة طاهري، العقود المستقبلية كوسيلة لتسيير مخاطر السعر في الأسواق الزراعية، ورقة بحثية مقدمة إلى مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم: العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة-الجزائر، العدد: 05، 2009.
101. سلامي أحمد، شيخي محمد، اختبار العلاقة السببية والتكامل المشترك بين الادخار والاستثمار في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة (1970-2011)، ورقة بحثية، مقدمة إلى مجلة الباحث للعلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة-الجزائر، العدد(13)، 2013.
102. شيخي بلال، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في المغرب العربي، ورقة مقدمة مجلة الدراسات الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، العدد: 12، جامعة بومرداس-الجزائر، 2009.
103. عباس مناضل حسين الجواري، خيضر مهدي صالح. واقع الأسواق المالية على المستويين العربي والعالمي مع تعليق قياسي، ورقة بحثية مقدمة في مجلة جامعة بابل، العلوم الإنسانية، 17(01)، 2009.
104. عباس مناضل حسين الجواري، عبد الله محسن الراجحي، الأسواق المالية على المستويين العربي والعالمي مع تعليق قياسي، ورقة بحثية مقدمة مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، 00(20)، العراق، 2009.
105. فادي محمد القرعان. الكفاءة سوق دمشق للأوراق المالية، ورقة بحثية مقدمة لمجلة: تنمية الرافدين، كلية الإدارة والاقتصاد، العدد: 114، المجلد: 35، جامعة الموصل-العراق، 2013.
106. قبلان حسين، مؤشرات أسواق الأوراق المالية دراسة حالة مؤشر دمشق للأوراق المالية، ورقة بحثية مجلة العلوم الاقتصادي وعلوم التسيير، العدد: (11)، جامعة سطيف 01-الجزائر، 2011.
107. قاسم اديب شندي، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية دراسة حالة: سوق العراق للأوراق المالية، ورقة بحثية، مقدمة في مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الخاص مؤتمر الكلية، 00(00)، العراق، 2013.
108. محيي الدين علي القره داغي، أثر ديون ونقود الشركة أو المحفظة على حكم تداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية: «المشكلة والحلول» دراسة فقهية اقتصادية، البنك الإسلامي للتنمية (معهد الإسلامي للبحوث وتدريب)، جدة- المملكة العربية السعودية، 2003.
109. معهد الدراسات المصرفية، المشتقات المالية، ورقة بحثية مقدمة إلى مجلة إضاءات مالية ومصرفية، دولة الكويت، العدد: (02)، 2010/2009، ص: 02.
110. مفتاح صالح، فريد معارفي، متطلبات كفاءة الأوراق المالية دراسة حالة: لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، ورقة مقدمة للمجلة: الباحث، جامعة قاصي مرباح ورقلة-الجزائر، العدد: (07)، 2010-2009.

◆ التقارير:

111. بورصة عمان (سوق الأوراق المالية)، التقرير السنوية من: 1998.
112. بورصة عمان (سوق الأوراق المالية)، التقرير السنوية من: 1999.
113. بورصة عمان (سوق الأوراق المالية)، التقرير السنوية من: 2000.
114. بورصة عمان (سوق الأوراق المالية)، التقرير السنوية من: 2001.
115. بورصة عمان (سوق الأوراق المالية)، التقرير السنوية من: 2002.
116. بورصة عمان (سوق الأوراق المالية)، التقرير السنوية من: 2003.
117. بورصة عمان (سوق الأوراق المالية)، التقرير السنوية من: 2004.
118. بورصة عمان (سوق الأوراق المالية)، التقرير السنوية من: 2005.
119. بورصة عمان (سوق الأوراق المالية)، التقرير السنوية من: 2006.
120. بورصة عمان (سوق الأوراق المالية)، التقرير السنوية من: 2007.
121. بورصة عمان (سوق الأوراق المالية)، التقرير السنوية من: 2008.
122. بورصة عمان (سوق الأوراق المالية)، التقرير السنوية من: 2009.
123. بورصة عمان (سوق الأوراق المالية)، التقرير السنوية من: 2010.
124. بورصة عمان (سوق الأوراق المالية)، التقرير السنوية من: 2011.
125. بورصة عمان (سوق الأوراق المالية)، التقرير السنوية من: 2012.
126. بورصة عمان (سوق الأوراق المالية)، التقرير السنوية من: 2013.

◆ القوانين:

127. قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002، الموقع الرسمي لبورصة عمان للأوراق المالية.
128. الدليل الإستثماري في بورصة عمان، الموقع الرسمي لبورصة عمان للأوراق المالية.

◇ المراجع باللغة الأجنبية:

▪ **BOOKS:**

129. Madura Jeff. **Financial Markets And Institutions**, Cengage Learning Customer & Sales Support, 10th Edition, United States of America, 2011.
130. Steiner Bob. **Foreign Exchange And Money Markets, Theory, Practice And Risk Management**, Butterworth Heinemann, first published, Britain, 2002.
131. Ganguly Ashok Chairman. **An Introduction To Financial Market**, part-01 for class xi, first edition, cbse india. central board of secondary education, 2007.
132. Parameswaran, Sunil. **Fundamentals of Financial Instruments An Introduction to Stocks, «Bonds, Foreign Exchange, and Derivatives»**, John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd, Singapore, 2011.
133. Esaïe Demebe. **Marche Financier Et Croissance Economique En Côte D'ivoire: ministère de l'enseignement supérieur et de la recherche scientifique «une analyse de la causalité au sens de granger»**, D.E.S.S. Hautes Études en Gestion de la Politique Économique 11ème Promotion (2009-2010), REPUBLIQUE DE COTE D'IVOIRE Union-Discipline-Travail.
134. Benić. V, Franić. I. Stock Market Liquidity: Comparative Analysis Of Croatian And Regional Markets, **Financial Theory and Practice**, 32 (4), 2008.
135. Levine Ross, Zervos Sara. Stock Markets, Banks, and Economic Growth, **The American Economic Review**, 88(03), American Economic Association- Jun 1998.

◇ **THESIS:**

136. Azab. Bassam I. The Performance of the Egyptian Stock Market, Submitted in part fulfilment of the degree of Master of Business Administration, International Banking and Finance, The University of Birmingham, The Birmingham Business School (September 2002).
137. Clarke Matthew. **Is Economic Growth Desirable? A Welfare Economic Analysis Of The Thai Experience**, Thesis submitted in fulfillment of the requirements for the degree of, Doctor of Philosophy, Centre for Strategic Economic Studies, Victoria University, 1 February, 2003.

◇ **WORKING PAPERS:**

138. Darškuviené Valdoné, **Financial Markets**, (Leonardo da Vinci programme project) Transfer of Innovation, Vytautas Magnus University, Education and Culture DG Lifelong Learning Programme, in Latvia, Lithuania and Bulgaria, 2010.
139. Dow James, Gorton Gary. Stock Market Efficiency and Economic Efficiency: Is there a Connection?, **NBER Working Paper Series**, Cambridge, N°5233 (August 1995).
140. Hirsra Ali, N salih. Neftci. **An Introduction To The Mathematics Of Financial Derivatives**, Academic Press is an imprint of Elsevier, United States of America, 2014
141. Morris Arthur. **Geography And Development**, College London (PRESS UCL), aylor & Francis e-Library, the British Library, 2005.
142. j. Frank. Fabozzi, Peterson Pamela Drake. **FINANCE: Capital Markets, Financial Management, And Investment Management**, John Wiley & Sons Inc, United States of America, 2009.
143. King. Robert G, Levine. Ross. **Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right**, Policy Research Working Paper, The World Bank (Financial Policy and Systems), Country Economics Department, N° 1083, Washington D.C: World Bank, February 1993.

144. Levine Ross. **Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda**, Policy Research Working Paper, N°1678, The World Bank, Policy Research Department (Finance and Private Sector Development Division), October 1996.
145. Samuel Cherian, **The Investment Decision: A Re-Examination of Competing Theories Using Panel Data**, Policy Research Working Paper, N° 1656, World Bank: Operations Policy Group (Operations Policy Department), September 1996.
146. Levine Ross, **Finance and Growth: Theory, Evidence**, NBER Working Paper Series, Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research (NBER), September 2004.

◆ **JOURNALS:**

147. Asli, Demirguc-Kunt, and Levine, Ross, **Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts**, The World Bank Economic Review, 10(2), A Symposium Issue on Stock Markets and Economic Development ,May 1996.
148. Nowbutsing, Baboo, M, Stock Market Development And Economic Growth: The Case Of Mauritius, **International Business & Economics Research Journal**, United States of America, V: 8, N (2), February 2009.
149. Nieuwerburgh Stijn Van, and Buelens Frans, and Ludo Cuyvers, **Stock Market Development and Economic Growth in Belgium**, Explorations in Economic History, 43(01), journal Elsevier, 2006.

◆ **INTERNET SITES:**

150. http://www.arab-api.org/images/training/programs/1/2004/44_C9-3.pdf
151. <http://www.icn.com/ar/studies/2012/05/17>
152. <http://forum.arabictrader.com/t155809.html>
153. <http://www.wadilarab.com/t7344-topic>
154. http://www.ibisonline.net/Research_Tools/Glossary/GlossaryDisplayPage.aspx?TermId=3243.
155. <http://www.mnokhab.net/vb/showthread.php?t=6807>.
156. <http://www.darelmashora.com/download.ashx?docid=676>
157. <http://www.saaid.net/Doat/hasn/186.htm>.
158. <http://www.ingdz.com/vb/showthread.php?t=94706>.
159. <http://www.tassialgerie.com/vb/showthread.php?t=16941>.
160. http://www.arab-api.org/images/training/programs/1/2004/44_C9-1.pdf.
161. http://www.univchlef.dz/ar/seminaires_2008/dicembre_2008/com_dic_2008_8.pdf
162. <http://arabic.cri.cn/1/2005/03/08/61@34179.htm>
163. <http://www.ase.com.jo>



الملحق رقم (01):
جدول بيانات المتغيرات الدراسة

المليون دينار أردني

الرقم القياسي	الناتج المحلي الإجمالي	عدد الشركات المدرجة	حجم التداول	القيمة السوقية	السنة
26.41	982.50	-	63.96	1,475.02	1979
29.29	1,164.80	-	148.78	1,702.39	1980
31.60	1,448.70	-	247.71	2,166.56	1981
33.90	1,649.90	-	391.69	2,846.85	1982
35.61	1,786.60	-	406.92	3,005.36	1983
37.05	1,909.70	-	163.26	2,709.48	1984
38.09	1,970.50	-	177.62	2,447.14	1985
38.09	2,240.50	-	182.52	2,387.44	1986
38.01	2,286.70	-	389.42	2,393.27	1987
40.57	2,349.50	-	337.55	2,584.04	1988
50.97	2,425.40	106	803.09	2,735.16	1989
59.21	2,760.90	105	488.05	2,465.68	1990
64.09	2,958.00	101	491.17	2,423.67	1991
66.60	3,611.60	103	1,357.28	3,055.14	1992
68.82	3,885.20	101	1,430.57	4,240.26	1993
71.30	4,359.20	95	706.67	4,907.73	1994
72.90	4,714.70	97	581.09	4,788.44	1995
77.70	4,912.20	98	330.13	4,624.82	1996
80.02	5,137.40	139	450.48	4,640.47	1997
82.50	5,609.90	150	571.47	4,932.31	1998
82.98	5,778.20	151	470.72	5,012.37	1999
83.54	5,998.50	163	402.02	4,593.81	2000
85.06	6,363.70	161	793.24	4,731.92	2001
86.58	6,794.00	158	1,107.32	5,535.57	2002
88.64	7,228.70	161	2,117.57	7,288.72	2003
90.91	8,090.70	192	4,225.31	11,553.08	2004
94.11	8,925.40	201	18,236.84	21,336.27	2005
100.00	10,675.40	227	14,640.89	24,706.78	2006
104.70	12,131.40	245	12,064.58	24,490.50	2007
119.30	15,593.40	262	18,141.08	24,599.46	2008
118.50	16,912.20	272	8,128.93	20,153.10	2009
124.50	18,762.00	277	5,506.17	18,283.42	2010
129.96	20,476.60	247	2,240.29	16,193.42	2011
136.20	21,965.50	243	1,486.94	14,442.01	2012
143.67	23,851.60	240	2,163.36	13,372.60	2013

2013-1979

تنويه: تم الحصول على البيانات من:

Home Page: <http://www.ase.com.jo>

• على الموقع الإلكتروني لسوق عمان للأوراق المالية:

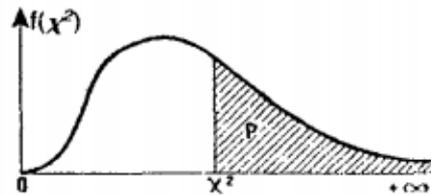
Home Page: <http://www.cbj.gov.jo>

• موقع البنك المركزي الأردني:

الملحق رقم (02):

توزيع كاي تربيع

3. TABLE DE LA LOI DE CHI-DEUX
Valeurs de χ^2 ayant la probabilité P d'être dépassées



ν	$P = 0,90$	0,80	0,70	0,50	0,30	0,20	0,10	0,05	0,02	0,01
1	0,0158	0,0642	0,148	0,455	1,074	1,642	2,706	3,841	5,412	6,635
2	0,211	0,446	0,713	1,386	2,408	3,219	4,605	5,991	7,824	9,210
3	0,584	1,005	1,424	2,366	3,665	4,642	6,251	7,815	9,837	11,345
4	1,064	1,649	2,195	3,357	4,878	5,989	7,779	9,488	11,668	13,277
5	1,610	2,343	3,000	4,351	6,064	7,289	9,236	11,070	13,388	15,086
6	2,204	3,070	3,828	5,348	7,231	8,558	10,645	12,592	15,033	16,812
7	2,833	3,822	4,671	6,346	8,383	9,803	12,017	14,067	16,662	18,475
8	3,490	4,594	5,527	7,344	9,524	11,030	13,362	15,507	18,168	20,090
9	4,168	5,380	6,393	8,343	10,656	12,242	14,684	16,919	19,679	21,666
10	4,865	6,179	7,267	9,342	11,781	13,442	15,987	18,307	21,161	23,209
11	5,578	6,989	8,148	10,341	12,899	14,631	17,275	19,675	22,618	24,725
12	6,304	7,807	9,034	11,340	14,011	15,812	18,549	21,026	24,054	26,217
13	7,042	8,634	9,926	12,340	15,119	16,985	19,812	22,362	25,472	27,688
14	7,790	9,467	10,821	13,339	16,222	18,151	21,064	23,685	26,873	29,141
15	8,547	10,307	11,721	14,339	17,322	19,311	22,307	24,996	28,259	30,578
16	9,312	11,152	12,624	15,338	18,418	20,465	23,542	26,296	29,633	32,000
17	10,085	12,002	13,531	16,338	19,511	21,615	24,769	27,587	30,995	33,409
18	10,865	12,857	14,440	17,338	20,601	22,760	25,989	28,869	32,346	34,805
19	11,651	13,716	15,352	18,338	21,689	23,900	27,204	30,144	33,687	36,191
20	12,443	14,578	16,266	19,337	22,775	25,038	28,412	31,410	35,020	37,566
21	13,240	15,445	17,182	20,337	23,858	26,171	29,615	32,671	36,343	38,932
22	14,041	16,314	18,101	21,337	24,939	27,301	30,813	33,924	37,659	40,289
23	14,848	17,187	19,021	22,337	26,018	28,429	32,007	35,172	38,968	41,638
24	15,659	18,062	19,943	23,337	27,096	29,553	33,196	36,415	40,270	42,980
25	16,473	18,940	20,867	24,337	28,172	30,675	34,382	37,652	41,566	44,314
26	17,292	19,820	21,792	25,336	29,246	31,795	35,563	38,885	42,856	45,642
27	18,114	20,703	22,719	26,336	30,319	32,912	36,741	40,113	44,140	46,963
28	18,939	21,588	23,647	27,336	31,391	34,027	37,916	41,337	45,419	48,278
29	19,768	22,475	24,577	28,336	32,461	35,139	39,087	42,557	46,693	49,588
30	20,599	23,364	25,508	29,336	33,530	36,250	40,256	43,773	47,962	50,892

Lorsque $\nu > 30$, on peut admettre que la quantité $\sqrt{2} \chi^2 - \sqrt{2\nu - 1}$ suit la loi normale réduite.

Exemple :

Calculez la valeur de χ^2 correspondant à une probabilité $P = 0,10$ de dépassement lorsque $\nu = 41$. À l'aide de la table 1, on calcule, pour $P = 0,10$, $x = 1,2816$.

$$D'où : \chi^2 = \frac{[x + \sqrt{2\nu - 1}]^2}{2} = \frac{1}{2} [1,2816 + \sqrt{82 - 1}]^2 = \frac{1}{2} (10,2816)^2 = 52,85.$$

الملحق رقم (03):

جدول ديكي-فولر

7. TABLES DE DICKEY-FULLER¹

Modèle [1] sans tendance et sans terme constant

Modèle [2] sans tendance et avec terme constant

Modèle [3] avec tendance et avec terme constant

Tables de la distribution du t_{ϕ_1}

Nombre observations n	Probabilités								
	0,01	0,025	0,05	0,10	0,90	0,95	0,975	0,99	
25	-2,66	-2,26	-1,95	-1,60	0,92	1,33	1,70	2,16	Modèle [1]
50	-2,62	-2,25	-1,95	-1,61	0,91	1,31	1,66	2,08	
100	-2,60	-2,4	-1,95	-1,61	0,91	1,29	1,64	2,03	
250	-2,58	-2,23	-1,95	-1,62	0,89	1,29	1,63	2,01	
500	-2,58	-2,23	-1,95	-1,62	0,89	1,28	1,62	2,00	
∞	-2,58	-2,23	-1,95	-1,62	0,89	1,28	1,62	2,00	
25	-3,75	-3,33	-3,00	-2,63	-0,37	0,00	0,34	0,72	Modèle [2]
50	-3,58	-3,22	-2,93	-2,60	-0,40	-0,03	0,29	0,66	
100	-3,51	-3,17	-2,89	-2,58	-0,42	-0,05	0,26	0,63	
250	-3,46	-3,14	-2,88	-2,57	-0,42	-0,06	0,24	0,62	
500	-3,44	-3,13	-2,87	-2,57	-0,43	-0,07	0,24	0,61	
∞	-3,43	-3,12	-2,86	-2,57	-0,44	-0,07	0,23	0,60	
25	-4,38	-3,95	-3,60	-3,24	-1,14	-0,80	-0,50	-0,15	Modèle [3]
50	-4,15	-3,80	-3,50	-3,18	-1,19	-0,87	-0,58	-0,24	
100	-4,04	-3,73	-3,45	-3,15	-1,22	-0,90	-0,62	-0,28	
250	-3,99	-3,69	-3,43	-3,13	-1,23	-0,92	-0,64	-0,31	
500	-3,98	-3,68	-3,42	-3,13	-1,24	-0,93	-0,65	-0,32	
∞	-3,96	-3,66	-3,41	-3,12	-1,25	-0,94	-0,66	-0,33	

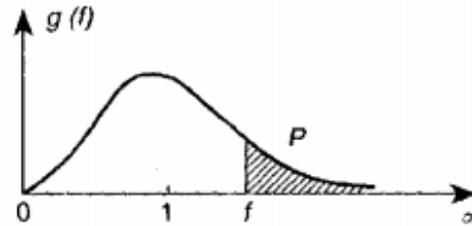
Tables de la distribution des t_i et t_{β}

n	Modèle [2]			Modèle [3]					
	Constante c			Constante c			Tendance b		
	1 %	5 %	10 %	1 %	5 %	10 %	1 %	5 %	10 %
100	3,22	2,54	2,17	3,78	3,11	2,73	3,53	2,79	2,38
250	3,19	2,53	2,16	3,74	3,09	2,73	3,49	2,79	2,38
500	3,18	2,52	2,16	3,72	3,08	2,72	3,48	2,78	2,38
∞	3,18	2,52	2,16	3,71	3,08	2,72	3,46	2,78	2,38

الملحق رقم (04):
جدول توزيع فيشر (1)

4. TABLE DE LA LOI DE FISHER-SNEDECOR

Valeurs de F ayant la probabilité P d'être dépassées ($F = s_1^2/s_2^2$)



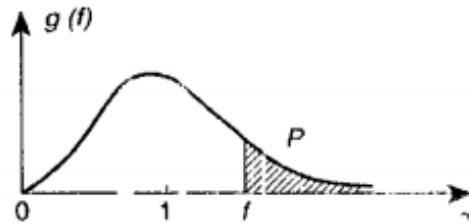
ν_2	$\nu_1 = 1$		$\nu_1 = 2$		$\nu_1 = 3$		$\nu_1 = 4$		$\nu_1 = 5$	
	$P = 0,05$	$P = 0,01$								
1	161,4	4052	199,5	4999	215,7	5403	224,6	5625	230,2	5764
2	18,51	98,49	19,00	99,00	19,16	99,17	19,25	99,25	19,30	99,30
3	10,13	34,12	9,55	30,81	9,28	29,46	9,12	28,71	9,01	28,24
4	7,71	21,20	6,94	18,00	6,59	16,69	6,39	15,98	6,26	15,52
5	6,61	16,26	5,79	13,27	5,41	12,06	5,19	11,39	5,05	10,97
6	5,99	13,74	5,14	10,91	4,76	9,78	4,53	9,15	4,39	8,75
7	5,59	12,25	4,74	9,55	4,35	8,45	4,12	7,85	3,97	7,45
8	5,32	11,26	4,46	8,65	4,07	7,59	3,84	7,01	3,69	6,63
9	5,12	10,56	4,26	8,02	3,86	6,99	3,63	6,42	3,48	6,06
10	4,96	10,04	4,10	7,56	3,71	6,55	3,48	5,99	3,33	5,64
11	4,84	9,65	3,98	7,20	3,59	6,22	3,36	5,67	3,20	5,32
12	4,75	9,33	3,88	6,93	3,49	5,95	3,26	5,41	3,11	5,06
13	4,67	9,07	3,80	6,70	3,41	5,74	3,18	5,20	3,02	4,86
14	4,60	8,86	3,74	6,51	3,34	5,56	3,11	5,03	2,96	4,69
15	4,54	8,68	3,68	6,36	3,29	5,42	3,06	4,89	2,90	4,56
16	4,49	8,53	3,63	6,23	3,24	5,29	3,01	4,77	2,85	4,44
17	4,45	8,40	3,59	6,11	3,20	5,18	2,96	4,67	2,81	4,34
18	4,41	8,28	3,55	6,01	3,16	5,09	2,93	4,58	2,77	4,25
19	4,38	8,18	3,52	5,93	3,13	5,01	2,90	4,50	2,74	4,17
20	4,35	8,10	3,49	5,85	3,10	4,94	2,87	4,43	2,71	4,10
21	4,32	8,02	3,47	5,78	3,07	4,87	2,84	4,37	2,68	4,04
22	4,30	7,94	3,44	5,72	3,05	4,82	2,82	4,31	2,66	3,99
23	4,28	7,88	3,42	5,66	3,03	4,76	2,80	4,26	2,64	3,94
24	4,26	7,82	3,40	5,61	3,01	4,72	2,78	4,22	2,62	3,90
25	4,24	7,77	3,38	5,57	2,99	4,68	2,76	4,18	2,60	3,86
26	4,22	7,72	3,37	5,53	2,98	4,64	2,74	4,14	2,59	3,82
27	4,21	7,68	3,35	5,49	2,96	4,60	2,73	4,11	2,57	3,78
28	4,20	7,64	3,34	5,45	2,95	4,57	2,71	4,07	2,56	3,75
29	4,18	7,60	3,33	5,42	2,93	4,54	2,70	4,04	2,54	3,73
30	4,17	7,56	3,32	5,39	2,92	4,51	2,69	4,02	2,53	3,70
40	4,08	7,31	3,23	5,18	2,84	4,31	2,61	3,83	2,45	3,51
60	4,00	7,08	3,15	4,98	2,76	4,13	2,52	3,65	2,37	3,34
120	3,92	6,85	3,07	4,79	2,68	3,95	2,45	3,48	2,29	3,17
∞	3,84	6,64	2,99	4,60	2,60	3,78	2,37	3,32	2,21	3,02

Nota. — s_1^2 est la plus grande des deux variances estimées, avec ν_1 degrés de liberté.

الملحق رقم (05):
جدول توزيع فيشر (2)

5. TABLE DE LA LOI DE FISHER-SNEDECOR (suite)

Valeurs de F ayant la probabilité P d'être dépassées ($F = s_1^2/s_2^2$)



v_2	$v_1 = 6$		$v_1 = 8$		$v_1 = 12$		$v_1 = 24$		$v_1 = \infty$	
	$P = 0,05$	$P = 0,01$	$P = 0,05$	$P = 0,01$						
1	234,0	5859	238,9	5981	243,9	6106	249,0	6234	251,3	6366
2	19,33	99,33	19,37	99,36	19,41	99,42	19,45	99,46	19,50	99,50
3	8,94	27,91	8,84	27,49	8,74	27,05	8,64	26,60	8,53	26,12
4	6,16	15,21	6,04	14,80	5,91	14,37	5,77	13,93	5,63	13,46
5	4,95	10,67	4,82	10,27	4,68	9,89	4,53	9,47	4,36	9,02
6	4,28	8,47	4,15	8,10	4,00	7,72	3,84	7,31	3,67	6,88
7	3,87	7,19	3,73	6,84	3,57	6,47	3,41	6,07	3,23	5,65
8	3,58	6,37	3,44	6,03	3,28	5,67	3,12	5,28	2,93	4,86
9	3,37	5,80	3,23	5,47	3,07	5,11	2,90	4,73	2,71	4,31
10	3,22	5,39	3,07	5,06	2,91	4,71	2,74	4,33	2,54	3,91
11	3,09	5,07	2,95	4,74	2,79	4,40	2,61	4,02	2,40	3,60
12	3,00	4,82	2,85	4,50	2,69	4,16	2,50	3,78	2,30	3,36
13	2,92	4,62	2,77	4,30	2,60	3,96	2,42	3,59	2,21	3,16
14	2,85	4,46	2,70	4,14	2,53	3,80	2,35	3,43	2,13	3,00
15	2,79	4,32	2,64	4,00	2,48	3,67	2,29	3,29	2,07	2,87
16	2,74	4,20	2,59	3,89	2,42	3,55	2,24	3,18	2,01	2,75
17	2,70	4,10	2,55	3,79	2,38	3,45	2,19	3,08	1,96	2,65
18	2,66	4,01	2,51	3,71	2,34	3,37	2,15	3,00	1,92	2,57
19	2,63	3,91	2,48	3,63	2,31	3,30	2,11	2,92	1,88	2,49
20	2,60	3,87	2,45	3,56	2,28	3,23	2,08	2,86	1,84	2,42
21	2,57	3,81	2,42	3,51	2,25	3,17	2,05	2,80	1,81	2,36
22	2,55	3,76	2,40	3,45	2,23	3,12	2,03	2,75	1,78	2,31
23	2,53	3,71	2,38	3,41	2,20	3,07	2,00	2,70	1,76	2,26
24	2,51	3,67	2,36	3,36	2,18	3,03	1,98	2,66	1,73	2,21
25	2,49	3,63	2,34	3,32	2,16	2,99	1,96	2,62	1,71	2,17
26	2,47	3,59	2,32	3,29	2,15	2,96	1,95	2,58	1,69	2,13
27	2,46	3,56	2,30	3,26	2,13	2,93	1,93	2,55	1,67	2,10
28	2,44	3,53	2,29	3,23	2,12	2,90	1,91	2,52	1,65	2,06
29	2,43	3,50	2,28	3,20	2,10	2,87	1,90	2,49	1,64	2,03
30	2,42	3,47	2,27	3,17	2,09	2,84	1,89	2,47	1,62	2,01
40	2,34	3,29	2,18	2,99	2,00	2,66	1,79	2,29	1,51	1,80
60	2,25	3,12	2,10	2,82	1,92	2,50	1,70	2,12	1,39	1,60
120	2,17	2,96	2,01	2,66	1,83	2,34	1,61	1,95	1,25	1,38
∞	2,09	2,80	1,94	2,51	1,75	2,18	1,52	1,79	1,00	1,00

Nota. — s_1^2 est la plus grande des deux variances estimées, avec v_1 degrés de liberté.

الملحق رقم (06):
جدول توزيع دارين واتسون

6. TABLE DE DURBIN-WATSON
Risque $\alpha = 5 \%$

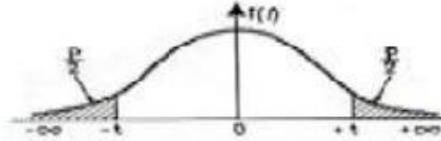
n	k = 1		k = 2		k = 3		k = 4		k = 5	
	d ₁	d ₂								
15	1,08	1,36	0,95	1,54	0,82	1,75	0,69	1,97	0,56	2,21
16	1,10	1,37	0,98	1,54	0,86	1,73	0,74	1,93	0,62	2,15
17	1,13	1,38	1,02	1,54	0,90	1,71	0,78	1,90	0,67	2,10
18	1,16	1,39	1,05	1,53	0,93	1,69	0,82	1,87	0,71	2,06
19	1,18	1,40	1,08	1,53	0,97	1,68	0,86	1,85	0,75	2,02
20	1,20	1,41	1,10	1,54	1,00	1,68	0,90	1,83	0,79	1,99
21	1,22	1,42	1,13	1,54	1,03	1,67	0,93	1,81	0,83	1,96
22	1,24	1,43	1,15	1,54	1,05	1,66	0,96	1,80	0,86	1,94
23	1,26	1,44	1,17	1,54	1,08	1,66	0,99	1,79	0,90	1,91
24	1,27	1,45	1,19	1,55	1,10	1,66	1,01	1,78	0,93	1,90
25	1,29	1,45	1,21	1,55	1,12	1,66	1,04	1,77	0,95	1,89
26	1,30	1,46	1,22	1,55	1,14	1,65	1,06	1,76	0,98	1,88
27	1,32	1,47	1,24	1,56	1,16	1,65	1,08	1,76	1,01	1,86
28	1,33	1,48	1,26	1,56	1,18	1,65	1,10	1,75	1,03	1,85
29	1,34	1,48	1,27	1,56	1,20	1,65	1,12	1,74	1,05	1,84
30	1,35	1,49	1,28	1,57	1,21	1,65	1,14	1,74	1,07	1,83
31	1,36	1,50	1,30	1,57	1,23	1,65	1,16	1,74	1,09	1,82
32	1,37	1,50	1,31	1,57	1,24	1,65	1,18	1,73	1,11	1,82
33	1,38	1,51	1,32	1,58	1,26	1,65	1,19	1,73	1,13	1,81
34	1,39	1,51	1,33	1,58	1,27	1,65	1,21	1,73	1,15	1,81
35	1,40	1,52	1,34	1,58	1,28	1,65	1,22	1,73	1,16	1,80
36	1,41	1,52	1,35	1,59	1,29	1,65	1,24	1,73	1,18	1,80
37	1,42	1,53	1,36	1,59	1,31	1,66	1,25	1,72	1,19	1,80
38	1,43	1,54	1,37	1,59	1,32	1,66	1,26	1,72	1,21	1,79
39	1,43	1,54	1,38	1,60	1,33	1,66	1,27	1,72	1,22	1,79
40	1,44	1,54	1,39	1,60	1,34	1,66	1,29	1,72	1,23	1,79
45	1,48	1,57	1,43	1,62	1,38	1,67	1,34	1,72	1,29	1,78
50	1,50	1,59	1,46	1,63	1,42	1,67	1,38	1,72	1,34	1,77
55	1,53	1,60	1,49	1,64	1,45	1,68	1,41	1,72	1,38	1,77
60	1,55	1,62	1,51	1,65	1,48	1,69	1,44	1,73	1,41	1,76
65	1,57	1,63	1,54	1,66	1,50	1,70	1,47	1,73	1,44	1,76
70	1,58	1,64	1,55	1,67	1,52	1,70	1,49	1,74	1,46	1,76
75	1,60	1,65	1,57	1,68	1,54	1,71	1,51	1,74	1,47	1,76
80	1,61	1,66	1,59	1,69	1,56	1,72	1,53	1,74	1,51	1,76
85	1,63	1,67	1,60	1,70	1,57	1,72	1,55	1,75	1,52	1,76
90	1,63	1,68	1,61	1,70	1,59	1,73	1,57	1,75	1,54	1,76
95	1,64	1,69	1,62	1,71	1,60	1,73	1,58	1,75	1,56	1,76
100	1,65	1,69	1,63	1,72	1,61	1,74	1,59	1,76	1,57	1,76

k est le nombre de variables exogènes (constante exclue).
n est la taille de l'échantillon.

الملحق رقم (07):
جدول توزيع ستودنت

2. TABLE DE LA LOI DE STUDENT

Valeurs de T ayant la probabilité P d'être dépassées en valeur absolue



ν	$P=0,99$	0,80	0,70	0,60	0,50	0,40	0,30	0,20	0,10	0,05	0,02	0,01
1	0,158	0,325	0,510	0,727	1,000	1,376	1,963	3,078	6,314	12,706	31,821	63,657
2	0,142	0,289	0,445	0,617	0,816	1,061	1,386	1,886	2,920	4,303	6,965	9,925
3	0,137	0,277	0,424	0,584	0,765	0,978	1,280	1,638	2,353	3,182	4,541	5,841
4	0,134	0,271	0,414	0,569	0,741	0,941	1,190	1,533	2,132	2,776	3,747	4,604
5	0,132	0,267	0,408	0,559	0,727	0,920	1,156	1,476	2,015	2,571	3,368	4,032
6	0,131	0,265	0,404	0,553	0,718	0,906	1,134	1,440	1,943	2,447	3,143	3,702
7	0,130	0,263	0,401	0,549	0,711	0,896	1,119	1,413	1,893	2,393	2,998	3,499
8	0,130	0,262	0,399	0,546	0,706	0,889	1,108	1,397	1,860	2,366	2,896	3,355
9	0,129	0,261	0,398	0,543	0,703	0,883	1,100	1,388	1,848	2,292	2,821	3,280
10	0,129	0,260	0,397	0,542	0,700	0,879	1,093	1,373	1,812	2,228	2,764	3,169
11	0,129	0,260	0,396	0,540	0,697	0,876	1,088	1,363	1,796	2,201	2,718	3,106
12	0,128	0,259	0,395	0,539	0,695	0,873	1,083	1,356	1,782	2,179	2,681	3,055
13	0,128	0,259	0,394	0,538	0,694	0,870	1,079	1,350	1,771	2,160	2,650	3,012
14	0,128	0,258	0,393	0,537	0,692	0,868	1,076	1,345	1,761	2,145	2,624	2,977
15	0,128	0,258	0,393	0,536	0,691	0,866	1,074	1,341	1,753	2,131	2,602	2,947
16	0,128	0,258	0,392	0,535	0,690	0,864	1,071	1,337	1,746	2,120	2,583	2,921
17	0,128	0,257	0,392	0,534	0,689	0,863	1,069	1,333	1,740	2,110	2,567	2,898
18	0,127	0,257	0,392	0,534	0,688	0,862	1,067	1,330	1,734	2,101	2,552	2,878
19	0,127	0,257	0,391	0,533	0,688	0,861	1,066	1,328	1,729	2,093	2,539	2,861
20	0,127	0,257	0,391	0,533	0,687	0,860	1,064	1,325	1,725	2,086	2,528	2,845
21	0,127	0,257	0,391	0,532	0,686	0,859	1,063	1,323	1,721	2,080	2,518	2,831
22	0,127	0,256	0,390	0,532	0,686	0,858	1,061	1,321	1,717	2,074	2,508	2,819
23	0,127	0,256	0,390	0,532	0,685	0,858	1,060	1,319	1,714	2,069	2,500	2,807
24	0,127	0,256	0,390	0,531	0,685	0,857	1,059	1,318	1,711	2,064	2,492	2,797
25	0,127	0,256	0,390	0,531	0,684	0,856	1,058	1,316	1,708	2,060	2,485	2,787
26	0,127	0,256	0,390	0,531	0,684	0,856	1,058	1,315	1,706	2,056	2,479	2,779
27	0,127	0,256	0,389	0,531	0,684	0,855	1,057	1,314	1,703	2,052	2,473	2,771
28	0,127	0,256	0,389	0,530	0,683	0,855	1,056	1,313	1,701	2,048	2,467	2,763
29	0,127	0,256	0,389	0,530	0,683	0,854	1,055	1,311	1,699	2,045	2,462	2,756
30	0,127	0,256	0,389	0,530	0,683	0,854	1,055	1,310	1,697	2,042	2,457	2,750
∞	0,12566	0,25335	0,38532	0,52440	0,67449	0,84162	1,03843	1,28135	1,64485	1,95996	2,52634	2,97582

Nota. — ν est le nombre de degrés de liberté.

الملحق رقم (08):

دالة الارتباط الذاتي للسلاسل

دالة الارتباط الذاتي للسلسلة (LnNC)

دالة الارتباط الذاتي للسلسلة (LnGDP)

Date: 09/22/14 Time: 09:40
Sample: 1989 2013
Included observations: 25

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
0.922	0.922	23.884	0.000	1	0.922
0.822	-0.179	43.723	0.000	2	0.822
0.704	-0.169	58.916	0.000	3	0.704
0.568	-0.167	69.274	0.000	4	0.568
0.431	-0.062	75.544	0.000	5	0.431
0.293	-0.091	78.591	0.000	6	0.293
0.163	-0.039	79.591	0.000	7	0.163
0.032	-0.139	79.632	0.000	8	0.032
-0.052	0.217	79.746	0.000	9	-0.052
-0.136	-0.172	80.584	0.000	10	-0.136
-0.207	-0.033	82.649	0.000	11	-0.207
-0.271	-0.139	86.463	0.000	12	-0.271
-0.341	-0.148	93.017	0.000	13	-0.341
-0.411	-0.159	103.39	0.000	14	-0.411
-0.456	0.105	117.44	0.000	15	-0.456

Date: 09/10/14 Time: 08:23
Sample: 1989 2013
Included observations: 25

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
0.869	0.869	21.262	0.000	1	0.869
0.741	-0.061	37.375	0.000	2	0.741
0.606	-0.101	48.635	0.000	3	0.606
0.483	-0.034	56.132	0.000	4	0.483
0.363	-0.071	60.567	0.000	5	0.363
0.249	-0.064	62.761	0.000	6	0.249
0.157	0.004	63.684	0.000	7	0.157
0.072	-0.053	63.893	0.000	8	0.072
0.002	-0.030	63.893	0.000	9	0.002
-0.059	-0.031	64.048	0.000	10	-0.059
-0.114	-0.054	64.669	0.000	11	-0.114
-0.167	-0.068	66.114	0.000	12	-0.167
-0.217	-0.060	68.759	0.000	13	-0.217
-0.263	-0.065	73.015	0.000	14	-0.263
-0.310	-0.083	79.521	0.000	15	-0.310

دالة الارتباط الذاتي للسلسلة (LnTR)

دالة الارتباط الذاتي للسلسلة (LnVT)

Date: 09/22/14 Time: 09:45
Sample: 1989 2013
Included observations: 25

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
0.779	0.779	17.062	0.000	1	0.779
0.515	-0.234	24.838	0.000	2	0.515
0.295	-0.047	27.513	0.000	3	0.295
0.042	-0.283	27.569	0.000	4	0.042
-0.176	-0.111	28.617	0.000	5	-0.176
-0.368	-0.234	33.435	0.000	6	-0.368
-0.508	-0.130	43.094	0.000	7	-0.508
-0.522	0.021	53.909	0.000	8	-0.522
-0.462	-0.025	62.928	0.000	9	-0.462
-0.363	-0.021	68.864	0.000	10	-0.363
-0.240	-0.066	71.646	0.000	11	-0.240
-0.078	0.064	71.963	0.000	12	-0.078
0.042	-0.137	72.064	0.000	13	0.042
0.072	-0.211	72.379	0.000	14	0.072
0.159	0.179	74.088	0.000	15	0.159

Date: 09/22/14 Time: 09:46
Sample: 1989 2013
Included observations: 25

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
0.892	0.892	22.369	0.000	1	0.892
0.724	-0.348	37.754	0.000	2	0.724
0.546	-0.079	46.892	0.000	3	0.546
0.358	-0.162	51.020	0.000	4	0.358
0.182	-0.058	52.135	0.000	5	0.182
0.001	-0.212	52.135	0.000	6	0.001
-0.140	0.080	52.870	0.000	7	-0.140
-0.238	-0.042	55.123	0.000	8	-0.238
-0.292	0.049	58.725	0.000	9	-0.292
-0.301	0.012	62.814	0.000	10	-0.301
-0.299	-0.091	67.118	0.000	11	-0.299
-0.282	-0.046	71.244	0.000	12	-0.282
-0.269	-0.125	75.304	0.000	13	-0.269
-0.279	-0.182	80.064	0.000	14	-0.279
-0.255	0.185	84.441	0.000	15	-0.255

الملحق رقم (09):

إختبار (ADF) لإستقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات تطور السوق عمان للأوراق المالية والنمو الإقتصادي عند النموذج الرابع

دالة الارتباط الذاتي للسلسلة (LnNC)

Null Hypothesis: LNNC has a unit root				
Exogenous: None				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)				
	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	1.793818	0.9791		
Test critical values:				
1% level	-2.664853			
5% level	-1.955681			
10% level	-1.608793			
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(LNNC)				
Method: Least Squares				
Date: 09/22/14 Time: 10:12				
Sample (adjusted): 1990 2013				
Included observations: 24 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNNC(-1)	0.006532	0.003642	1.793818	0.0860
R-squared	-0.007761	Mean dependent var	0.034050	
Adjusted R-squared	-0.007761	S.D. dependent var	0.090184	
S.E. of regression	0.090533	Akaike info criterion	-1.925426	
Sum squared resid	0.188514	Schwarz criterion	-1.876341	
Log likelihood	24.10512	Hannan-Quinn criter.	-1.912404	
Durbin-Watson stat	1.609506			

دالة الارتباط الذاتي للسلسلة (LnGDP)

Null Hypothesis: LNGDP has a unit root				
Exogenous: None				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)				
	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	8.832880	1.0000		
Test critical values:				
1% level	-2.664853			
5% level	-1.955681			
10% level	-1.608793			
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(LNGDP)				
Method: Least Squares				
Date: 09/22/14 Time: 10:11				
Sample (adjusted): 1990 2013				
Included observations: 24 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNGDP(-1)	0.010733	0.001215	8.832880	0.0000
R-squared	0.000553	Mean dependent var	0.095244	
Adjusted R-squared	0.000553	S.D. dependent var	0.052844	
S.E. of regression	0.052829	Akaike info criterion	-3.002722	
Sum squared resid	0.064192	Schwarz criterion	-2.953636	
Log likelihood	37.03266	Hannan-Quinn criter.	-2.989700	
Durbin-Watson stat	1.645334			

دالة الارتباط الذاتي للسلسلة (LnTR)

Null Hypothesis: LNTR has a unit root				
Exogenous: None				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)				
	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.601976	0.4460		
Test critical values:				
1% level	-2.664853			
5% level	-1.955681			
10% level	-1.608793			
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(LNTR)				
Method: Least Squares				
Date: 09/22/14 Time: 10:13				
Sample (adjusted): 1990 2013				
Included observations: 24 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNTR(-1)	-0.018039	0.029966	-0.601976	0.5531
R-squared	0.012649	Mean dependent var	-0.024827	
Adjusted R-squared	0.012649	S.D. dependent var	0.470331	
S.E. of regression	0.467347	Akaike info criterion	1.357285	
Sum squared resid	5.023506	Schwarz criterion	1.406370	
Log likelihood	-15.28742	Hannan-Quinn criter.	1.370307	
Durbin-Watson stat	1.734484			

دالة الارتباط الذاتي للسلسلة (LnVT)

Null Hypothesis: LNVT has a unit root				
Exogenous: None				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)				
	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.139461	0.7173		
Test critical values:				
1% level	-2.664853			
5% level	-1.955681			
10% level	-1.608793			
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(LNVT)				
Method: Least Squares				
Date: 09/22/14 Time: 10:15				
Sample (adjusted): 1990 2013				
Included observations: 24 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNVT(-1)	0.002249	0.016128	0.139461	0.8903
R-squared	-0.004209	Mean dependent var	0.041290	
Adjusted R-squared	-0.004209	S.D. dependent var	0.593036	
S.E. of regression	0.594283	Akaike info criterion	1.837850	
Sum squared resid	8.122951	Schwarz criterion	1.886936	
Log likelihood	-21.05420	Hannan-Quinn criter.	1.850873	
Durbin-Watson stat	1.430759			

A: (النموذج الرابع) بدون استخدام المقطع والاتجاه العام

الملحق رقم (10):

إختبار (ADF) لإستقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات تطور السوق عمان للأوراق المالية والنمو الإقتصادي عند النموذج الخامس

دالة الارتباط الذاتي للسلسلة (LnNC)

Null Hypothesis: LNNC has a unit root				
Exogenous: Constant				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)				
	t-Statistic		Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.589902		0.8553	
Test critical values:				
1% level	-3.737853			
5% level	-2.991878			
10% level	-2.635542			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(LNNC)				
Method: Least Squares				
Date: 09/22/14 Time: 09:54				
Sample (adjusted): 1990 2013				
Included observations: 24 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNNC(-1)	-0.029583	0.050150	-0.589902	0.5613
C	0.183773	0.254496	0.722106	0.4778
R-squared	0.015571	Mean dependent var		0.034050
Adjusted R-squared	-0.029176	S.D. dependent var		0.090184
S.E. of regression	0.091490	Akaike info criterion		-1.865518
Sum squared resid	0.184149	Schwarz criterion		-1.767347
Log likelihood	24.38622	Hannan-Quinn criter.		-1.839473
F-statistic	0.347985	Durbin-Watson stat		1.589519
Prob(F-statistic)	0.561267			

دالة الارتباط الذاتي للسلسلة (LnGDP)

Null Hypothesis: LNGDP has a unit root				
Exogenous: Constant				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)				
	t-Statistic		Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.319515		0.9744	
Test critical values:				
1% level	-3.737853			
5% level	-2.991878			
10% level	-2.635542			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(LNGDP)				
Method: Least Squares				
Date: 09/22/14 Time: 09:53				
Sample (adjusted): 1990 2013				
Included observations: 24 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNGDP(-1)	0.005545	0.017353	0.319515	0.7524
C	0.046165	0.153999	0.299773	0.7672
R-squared	0.004619	Mean dependent var		0.095244
Adjusted R-squared	-0.040626	S.D. dependent var		0.052844
S.E. of regression	0.053907	Akaike info criterion		-2.923465
Sum squared resid	0.063931	Schwarz criterion		-2.825294
Log likelihood	37.08158	Hannan-Quinn criter.		-2.897420
F-statistic	0.102090	Durbin-Watson stat		1.642409
Prob(F-statistic)	0.752351			

دالة الارتباط الذاتي للسلسلة (LnTR)

Null Hypothesis: LNTR has a unit root				
Exogenous: Constant				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)				
	t-Statistic		Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.622555		0.4561	
Test critical values:				
1% level	-3.737853			
5% level	-2.991878			
10% level	-2.635542			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(LNTR)				
Method: Least Squares				
Date: 09/22/14 Time: 09:56				
Sample (adjusted): 1990 2013				
Included observations: 24 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNTR(-1)	-0.214302	0.132077	-1.622555	0.1189
C	0.640585	0.420463	1.523521	0.1419
R-squared	0.106878	Mean dependent var		-0.024827
Adjusted R-squared	0.066281	S.D. dependent var		0.470331
S.E. of regression	0.454477	Akaike info criterion		1.340316
Sum squared resid	4.544081	Schwarz criterion		1.438487
Log likelihood	-14.08379	Hannan-Quinn criter.		1.366360
F-statistic	2.632684	Durbin-Watson stat		1.585593
Prob(F-statistic)	0.118929			

دالة الارتباط الذاتي للسلسلة (LnVT)

Null Hypothesis: LNVT has a unit root				
Exogenous: Constant				
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)				
	t-Statistic		Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.628344		0.4527	
Test critical values:				
1% level	-3.752946			
5% level	-2.998064			
10% level	-2.638752			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(LNVT)				
Method: Least Squares				
Date: 09/22/14 Time: 09:56				
Sample (adjusted): 1991 2013				
Included observations: 23 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNVT(-1)	-0.149252	0.091659	-1.628344	0.1191
D(LNVT(-1))	0.332781	0.204654	1.626067	0.1196
C	1.166365	0.691001	1.687935	0.1070
R-squared	0.179657	Mean dependent var		0.064739
Adjusted R-squared	0.097623	S.D. dependent var		0.594879
S.E. of regression	0.565096	Akaike info criterion		1.817466
Sum squared resid	6.386675	Schwarz criterion		1.965574
Log likelihood	-17.90086	Hannan-Quinn criter.		1.854715
F-statistic	2.190022	Durbin-Watson stat		2.025196
Prob(F-statistic)	0.138024			

B: (النموذج الخامس) بإستخدام المقطع وبدون استخدام الاتجاه العام

الملحق رقم (11):

إختبار (ADF) لإستقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات تطور السوق عمان للأوراق المالية والنمو الإقتصادي عند النموذج السادس

دالة الارتباط الذاتي للسلسلة (LnNC)

Null Hypothesis: LNNC has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)				
	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.883070	0.6319		
Test critical values:	1% level	-4.394309		
	5% level	-3.612199		
	10% level	-3.243079		
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(LNNC) Method: Least Squares Date: 09/22/14 Time: 10:28 Sample (adjusted): 1990 2013 Included observations: 24 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNNC(-1)	-0.296800	0.157615	-1.883070	0.0736
C	1.347575	0.697679	1.931512	0.0670
@TREND(1989)	0.015087	0.008479	1.779353	0.0897
R-squared	0.144545	Mean dependent var	0.034050	
Adjusted R-squared	0.063073	S.D. dependent var	0.090184	
S.E. of regression	0.087293	Akaike info criterion	-1.922613	
Sum squared resid	0.160023	Schwarz criterion	-1.775356	
Log likelihood	26.07136	Hannan-Quinn criter.	-1.883546	
F-statistic	1.774173	Durbin-Watson stat	1.429790	
Prob(F-statistic)	0.194120			

دالة الارتباط الذاتي للسلسلة (LnGDP)

Null Hypothesis: LNGDP has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)				
	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.612143	0.2786		
Test critical values:	1% level	-4.440739		
	5% level	-3.632896		
	10% level	-3.254671		
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(LNGDP) Method: Least Squares Date: 09/22/14 Time: 10:26 Sample (adjusted): 1992 2013 Included observations: 22 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNGDP(-1)	-0.246275	0.094281	-2.612143	0.0182
D(LNGDP(-1))	0.231213	0.187875	1.230676	0.2352
D(LNGDP(-2))	0.649725	0.194769	3.335880	0.0039
C	1.915018	0.719762	2.660627	0.0165
@TREND(1989)	0.022016	0.008460	2.602419	0.0186
R-squared	0.466209	Mean dependent var	0.094879	
Adjusted R-squared	0.340611	S.D. dependent var	0.054492	
S.E. of regression	0.044249	Akaike info criterion	-3.201268	
Sum squared resid	0.033285	Schwarz criterion	-2.953304	
Log likelihood	40.21395	Hannan-Quinn criter.	-3.142855	
F-statistic	3.711915	Durbin-Watson stat	1.995001	
Prob(F-statistic)	0.023899			

دالة الارتباط الذاتي للسلسلة (LnTR)

Null Hypothesis: LNTR has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)				
	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.639411	0.7462		
Test critical values:	1% level	-4.394309		
	5% level	-3.612199		
	10% level	-3.243079		
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(LNTR) Method: Least Squares Date: 09/22/14 Time: 10:24 Sample (adjusted): 1990 2013 Included observations: 24 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNTR(-1)	-0.228102	0.139137	-1.639411	0.1160
C	0.613679	0.434136	1.413564	0.1721
@TREND(1989)	0.005580	0.014118	0.395263	0.6966
R-squared	0.113473	Mean dependent var	-0.024827	
Adjusted R-squared	0.029042	S.D. dependent var	0.470331	
S.E. of regression	0.463451	Akaike info criterion	1.416237	
Sum squared resid	4.510525	Schwarz criterion	1.563493	
Log likelihood	-13.99484	Hannan-Quinn criter.	1.455304	
F-statistic	1.343973	Durbin-Watson stat	1.575684	
Prob(F-statistic)	0.282335			

دالة الارتباط الذاتي للسلسلة (LnVT)

Null Hypothesis: LNVT has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)				
	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.166854	0.1177		
Test critical values:	1% level	-4.467895		
	5% level	-3.644963		
	10% level	-3.261452		
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(LNVT) Method: Least Squares Date: 09/22/14 Time: 10:22 Sample (adjusted): 1993 2013 Included observations: 21 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNVT(-1)	-0.485238	0.153224	-3.166854	0.0064
D(LNVT(-1))	0.512437	0.205663	2.491630	0.0249
D(LNVT(-2))	0.313737	0.219866	1.426945	0.1741
D(LNVT(-3))	0.379500	0.217032	1.748588	0.1008
C	2.506070	0.848257	2.954377	0.0098
@TREND(1989)	0.078548	0.030527	2.573057	0.0212
R-squared	0.457630	Mean dependent var	0.022199	
Adjusted R-squared	0.276840	S.D. dependent var	0.584731	
S.E. of regression	0.497248	Akaike info criterion	1.675502	
Sum squared resid	3.708840	Schwarz criterion	1.973937	
Log likelihood	-11.59277	Hannan-Quinn criter.	1.740270	
F-statistic	2.531282	Durbin-Watson stat	2.449293	
Prob(F-statistic)	0.074788			

C: (النموذج السادس) بإستخدام المقطع والأتجاه العام

الملحق رقم (12):

إختبار (Philips-Perron) لإستقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات تطور السوق عمان للأوراق المالية والنمو الإقتصادي عند النموذج الرابع

دالة الارتباط الذاتي للسلسلة (LnNC)

Null Hypothesis: LNNC has a unit root				
Exogenous: None				
Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
	Adj. t-Stat	Prob.*		
Phillips-Perron test statistic	1.640712	0.9717		
Test critical values:	1% level	-2.664853		
	5% level	-1.955681		
	10% level	-1.608793		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)		0.007855		
HAC corrected variance (Bartlett kernel)		0.009307		
Phillips-Perron Test Equation				
Dependent Variable: D(LNNC)				
Method: Least Squares				
Date: 09/22/14 Time: 10:37				
Sample (adjusted): 1990 2013				
Included observations: 24 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNNC(-1)	0.006532	0.003642	1.793818	0.0860
R-squared	-0.007761	Mean dependent var		0.034050
Adjusted R-squared	-0.007761	S.D. dependent var		0.090184
S.E. of regression	0.090533	Akaike info criterion		-1.925426
Sum squared resid	0.188514	Schwarz criterion		-1.876341
Log likelihood	24.10512	Hannan-Quinn criter.		-1.912404
Durbin-Watson stat	1.609506			

دالة الارتباط الذاتي للسلسلة (LnGDP)

Null Hypothesis: LNGDP has a unit root				
Exogenous: None				
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
	Adj. t-Stat	Prob.*		
Phillips-Perron test statistic	6.780359	1.0000		
Test critical values:	1% level	-2.664853		
	5% level	-1.955681		
	10% level	-1.608793		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)		0.002675		
HAC corrected variance (Bartlett kernel)		0.004529		
Phillips-Perron Test Equation				
Dependent Variable: D(LNGDP)				
Method: Least Squares				
Date: 09/22/14 Time: 10:32				
Sample (adjusted): 1990 2013				
Included observations: 24 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNGDP(-1)	0.010733	0.001215	8.832880	0.0000
R-squared	0.000553	Mean dependent var		0.095244
Adjusted R-squared	0.000553	S.D. dependent var		0.052844
S.E. of regression	0.052829	Akaike info criterion		-3.002722
Sum squared resid	0.064192	Schwarz criterion		-2.953636
Log likelihood	37.03266	Hannan-Quinn criter.		-2.989700
Durbin-Watson stat	1.645334			

دالة الارتباط الذاتي للسلسلة (LnTR)

Null Hypothesis: LNTR has a unit root				
Exogenous: None				
Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
	Adj. t-Stat	Prob.*		
Phillips-Perron test statistic	-0.601976	0.4460		
Test critical values:	1% level	-2.664853		
	5% level	-1.955681		
	10% level	-1.608793		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)		0.209313		
HAC corrected variance (Bartlett kernel)		0.209313		
Phillips-Perron Test Equation				
Dependent Variable: D(LNTR)				
Method: Least Squares				
Date: 09/22/14 Time: 11:03				
Sample (adjusted): 1990 2013				
Included observations: 24 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNTR(-1)	-0.018039	0.029966	-0.601976	0.5531
R-squared	0.012649	Mean dependent var		-0.024827
Adjusted R-squared	0.012649	S.D. dependent var		0.470331
S.E. of regression	0.467347	Akaike info criterion		1.357285
Sum squared resid	5.023506	Schwarz criterion		1.406370
Log likelihood	-15.28742	Hannan-Quinn criter.		1.370307
Durbin-Watson stat	1.734484			

دالة الارتباط الذاتي للسلسلة (LnVT)

Null Hypothesis: LNVT has a unit root				
Exogenous: None				
Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
	Adj. t-Stat	Prob.*		
Phillips-Perron test statistic	0.080258	0.6988		
Test critical values:	1% level	-2.664853		
	5% level	-1.955681		
	10% level	-1.608793		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)		0.338456		
HAC corrected variance (Bartlett kernel)		0.426625		
Phillips-Perron Test Equation				
Dependent Variable: D(LNVT)				
Method: Least Squares				
Date: 09/22/14 Time: 11:09				
Sample (adjusted): 1990 2013				
Included observations: 24 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNVT(-1)	0.002249	0.016128	0.139461	0.8903
R-squared	-0.004209	Mean dependent var		0.041290
Adjusted R-squared	-0.004209	S.D. dependent var		0.593036
S.E. of regression	0.594283	Akaike info criterion		1.837850
Sum squared resid	8.122951	Schwarz criterion		1.886936
Log likelihood	-21.05420	Hannan-Quinn criter.		1.850873
Durbin-Watson stat	1.430759			

A: (النموذج الرابع) بدون استخدام المقطع والاتجاه العام

الملاحق رقم (13):

إختبار (Philips-Perron) لإستقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات تطور السوق عمان للأوراق المالية والنمو الإقتصادي عند النموذج الخامس

دالة الارتباط الذاتي للسلسلة (LnNC)

Null Hypothesis: LNNC has a unit root				
Exogenous: Constant				
Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
	Adj. t-Stat	Prob.*		
Phillips-Perron test statistic	-0.642114	0.8430		
Test critical values:	1% level	-3.737853		
	5% level	-2.991878		
	10% level	-2.635542		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)		0.007673		
HAC corrected variance (Bartlett kernel)		0.009160		
Phillips-Perron Test Equation				
Dependent Variable: D(LNNC)				
Method: Least Squares				
Date: 09/22/14 Time: 11:01				
Sample (adjusted): 1990 2013				
Included observations: 24 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNNC(-1)	-0.029583	0.050150	-0.589902	0.5613
C	0.183773	0.254496	0.722106	0.4778
R-squared	0.015571	Mean dependent var	0.034050	
Adjusted R-squared	-0.029176	S.D. dependent var	0.090184	
S.E. of regression	0.091490	Akaike info criterion	-1.865518	
Sum squared resid	0.184149	Schwarz criterion	-1.767347	
Log likelihood	24.38622	Hannan-Quinn criter.	-1.839473	
F-statistic	0.347985	Durbin-Watson stat	1.589519	
Prob(F-statistic)	0.561267			

دالة الارتباط الذاتي للسلسلة (LnGDP)

Null Hypothesis: LNGDP has a unit root				
Exogenous: Constant				
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
	Adj. t-Stat	Prob.*		
Phillips-Perron test statistic	0.133394	0.9617		
Test critical values:	1% level	-3.737853		
	5% level	-2.991878		
	10% level	-2.635542		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)		0.002664		
HAC corrected variance (Bartlett kernel)		0.004593		
Phillips-Perron Test Equation				
Dependent Variable: D(LNGDP)				
Method: Least Squares				
Date: 09/22/14 Time: 10:35				
Sample (adjusted): 1990 2013				
Included observations: 24 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNGDP(-1)	0.005545	0.017353	0.319515	0.7524
C	0.046165	0.153999	0.299773	0.7672
R-squared	0.004619	Mean dependent var	0.095244	
Adjusted R-squared	-0.040626	S.D. dependent var	0.052844	
S.E. of regression	0.053907	Akaike info criterion	-2.923465	
Sum squared resid	0.063931	Schwarz criterion	-2.825294	
Log likelihood	37.08158	Hannan-Quinn criter.	-2.897420	
F-statistic	0.102090	Durbin-Watson stat	1.642409	
Prob(F-statistic)	0.752351			

دالة الارتباط الذاتي للسلسلة (LnTR)

Null Hypothesis: LNTR has a unit root				
Exogenous: Constant				
Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
	Adj. t-Stat	Prob.*		
Phillips-Perron test statistic	-1.749034	0.3952		
Test critical values:	1% level	-3.737853		
	5% level	-2.991878		
	10% level	-2.635542		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)		0.189337		
HAC corrected variance (Bartlett kernel)		0.224543		
Phillips-Perron Test Equation				
Dependent Variable: D(LNTR)				
Method: Least Squares				
Date: 09/22/14 Time: 11:05				
Sample (adjusted): 1990 2013				
Included observations: 24 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNTR(-1)	-0.214302	0.132077	-1.622555	0.1189
C	0.640585	0.420463	1.523521	0.1419
R-squared	0.106878	Mean dependent var	-0.024827	
Adjusted R-squared	0.066281	S.D. dependent var	0.470331	
S.E. of regression	0.454477	Akaike info criterion	1.340316	
Sum squared resid	4.544081	Schwarz criterion	1.438487	
Log likelihood	-14.08379	Hannan-Quinn criter.	1.366360	
F-statistic	2.632684	Durbin-Watson stat	1.585593	
Prob(F-statistic)	0.118929			

دالة الارتباط الذاتي للسلسلة (LnVT)

Null Hypothesis: LNVT has a unit root				
Exogenous: Constant				
Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
	Adj. t-Stat	Prob.*		
Phillips-Perron test statistic	-1.338109	0.5947		
Test critical values:	1% level	-3.737853		
	5% level	-2.991878		
	10% level	-2.635542		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)		0.318019		
HAC corrected variance (Bartlett kernel)		0.451426		
Phillips-Perron Test Equation				
Dependent Variable: D(LNVT)				
Method: Least Squares				
Date: 09/22/14 Time: 11:11				
Sample (adjusted): 1990 2013				
Included observations: 24 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNVT(-1)	-0.106439	0.092796	-1.147016	0.2637
C	0.829930	0.697991	1.189026	0.2471
R-squared	0.056428	Mean dependent var	0.041290	
Adjusted R-squared	0.013538	S.D. dependent var	0.593036	
S.E. of regression	0.589008	Akaike info criterion	1.858901	
Sum squared resid	7.632467	Schwarz criterion	1.957072	
Log likelihood	-20.30681	Hannan-Quinn criter.	1.884946	
F-statistic	1.315646	Durbin-Watson stat	1.367903	
Prob(F-statistic)	0.263697			

B: (النموذج الخامس) بإستخدام المقطع وبدون استخدام الاتجاه العام

الملاحق رقم (14):

إختبار (Philips-Perron) لإستقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات تطور السوق عمان للأوراق المالية والنمو الإقتصادي عند النموذج السادس

دالة الارتباط الذاتي للسلسلة (LnNC)

Null Hypothesis: LNNC has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
	Adj. t-Stat	Prob.*		
Phillips-Perron test statistic	-2.192752	0.4720		
Test critical values:	1% level	-4.394309		
	5% level	-3.612199		
	10% level	-3.243079		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)		0.006668		
HAC corrected variance (Bartlett kernel)		0.009364		
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(LNNC) Method: Least Squares Date: 09/22/14 Time: 11:02 Sample (adjusted): 1990 2013 Included observations: 24 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNNC(-1)	-0.296800	0.157615	-1.883070	0.0736
C	1.347575	0.697679	1.931512	0.0670
@TREND(1989)	0.015087	0.008479	1.779353	0.0897
R-squared	0.144545	Mean dependent var	0.034050	
Adjusted R-squared	0.063073	S.D. dependent var	0.090184	
S.E. of regression	0.087293	Akaike info criterion	-1.922613	
Sum squared resid	0.160023	Schwarz criterion	-1.775356	
Log likelihood	26.07136	Hannan-Quinn criter.	-1.883546	
F-statistic	1.774173	Durbin-Watson stat	1.429790	
Prob(F-statistic)	0.194120			

دالة الارتباط الذاتي للسلسلة (LnGDP)

Null Hypothesis: LNGDP has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
	Adj. t-Stat	Prob.*		
Phillips-Perron test statistic	-1.417870	0.8290		
Test critical values:	1% level	-4.394309		
	5% level	-3.612199		
	10% level	-3.243079		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)		0.002533		
HAC corrected variance (Bartlett kernel)		0.004632		
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(LNGDP) Method: Least Squares Date: 09/22/14 Time: 10:36 Sample (adjusted): 1990 2013 Included observations: 24 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNGDP(-1)	-0.098782	0.101720	-0.971116	0.3425
C	0.848394	0.785940	1.079464	0.2926
@TREND(1989)	0.009698	0.009318	1.040825	0.3098
R-squared	0.053448	Mean dependent var	0.095244	
Adjusted R-squared	-0.036699	S.D. dependent var	0.052844	
S.E. of regression	0.053805	Akaike info criterion	-2.890432	
Sum squared resid	0.060795	Schwarz criterion	-2.743175	
Log likelihood	37.68518	Hannan-Quinn criter.	-2.851364	
F-statistic	0.592896	Durbin-Watson stat	1.556108	
Prob(F-statistic)	0.561714			

دالة الارتباط الذاتي للسلسلة (LnTR)

Null Hypothesis: LNTR has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
	Adj. t-Stat	Prob.*		
Phillips-Perron test statistic	-1.781339	0.6819		
Test critical values:	1% level	-4.394309		
	5% level	-3.612199		
	10% level	-3.243079		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)		0.187939		
HAC corrected variance (Bartlett kernel)		0.225423		
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(LNTR) Method: Least Squares Date: 09/22/14 Time: 11:08 Sample (adjusted): 1990 2013 Included observations: 24 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNTR(-1)	-0.228102	0.139137	-1.639411	0.1160
C	0.613679	0.434136	1.413564	0.1721
@TREND(1989)	0.005580	0.014118	0.395263	0.6966
R-squared	0.113473	Mean dependent var	-0.024827	
Adjusted R-squared	0.029042	S.D. dependent var	0.470331	
S.E. of regression	0.463451	Akaike info criterion	1.416237	
Sum squared resid	4.510525	Schwarz criterion	1.563493	
Log likelihood	-13.99484	Hannan-Quinn criter.	1.455304	
F-statistic	1.343973	Durbin-Watson stat	1.575684	
Prob(F-statistic)	0.282335			

دالة الارتباط الذاتي للسلسلة (LnVT)

Null Hypothesis: LNVT has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
	Adj. t-Stat	Prob.*		
Phillips-Perron test statistic	-1.629773	0.7503		
Test critical values:	1% level	-4.394309		
	5% level	-3.612199		
	10% level	-3.243079		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)		0.311513		
HAC corrected variance (Bartlett kernel)		0.464757		
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(LNVT) Method: Least Squares Date: 09/22/14 Time: 11:13 Sample (adjusted): 1990 2013 Included observations: 24 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNVT(-1)	-0.164854	0.128906	-1.278868	0.2149
C	1.063013	0.789821	1.345891	0.1927
@TREND(1989)	0.015979	0.024128	0.662265	0.5150
R-squared	0.075731	Mean dependent var	0.041290	
Adjusted R-squared	-0.012294	S.D. dependent var	0.593036	
S.E. of regression	0.596670	Akaike info criterion	1.921564	
Sum squared resid	7.476320	Schwarz criterion	2.068821	
Log likelihood	-20.05877	Hannan-Quinn criter.	1.960631	
F-statistic	0.860334	Durbin-Watson stat	1.318586	
Prob(F-statistic)	0.437402			

C: (النموذج السادس) باستخدام المقطع والاتجاه العام

الملاحق رقم (15):

إختبار ((Kpss (LM)) لإستقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات
تطور السوق عمان للأوراق المالية والنمو الإقتصادي عند النموذج الخامس

دالة الارتباط الذاتي للسلسلة (LnNC)

Null Hypothesis: LNNC is stationary				
Exogenous: Constant				
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
				LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic				0.672441
Asymptotic critical values*:				0.739000
1% level				0.463000
5% level				0.347000
10% level				
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)				
Residual variance (no correction)				0.139889
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				0.497493
KPSS Test Equation				
Dependent Variable: LNNC				
Method: Least Squares				
Date: 09/22/14 Time: 11:28				
Sample: 1989 2013				
Included observations: 25				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.077829	0.076346	66.51068	0.0000
R-squared	0.000000	Mean dependent var	5.077829	
Adjusted R-squared	0.000000	S.D. dependent var	0.381730	
S.E. of regression	0.381730	Akaike info criterion	0.950973	
Sum squared resid	3.497233	Schwarz criterion	0.999728	
Log likelihood	-10.88717	Hannan-Quinn criter.	0.964496	
Durbin-Watson stat	0.061445			

دالة الارتباط الذاتي للسلسلة (LnGDP)

Null Hypothesis: LNGDP is stationary				
Exogenous: Constant				
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
				LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic				0.721686
Asymptotic critical values*:				0.739000
1% level				0.463000
5% level				0.347000
10% level				
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)				
Residual variance (no correction)				0.443899
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				1.486210
KPSS Test Equation				
Dependent Variable: LNGDP				
Method: Least Squares				
Date: 09/22/14 Time: 11:21				
Sample: 1989 2013				
Included observations: 25				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8.900722	0.135999	65.44687	0.0000
R-squared	0.000000	Mean dependent var	8.900722	
Adjusted R-squared	0.000000	S.D. dependent var	0.679996	
S.E. of regression	0.679996	Akaike info criterion	2.105718	
Sum squared resid	11.09747	Schwarz criterion	2.154473	
Log likelihood	-25.32148	Hannan-Quinn criter.	2.119241	
Durbin-Watson stat	0.025406			

دالة الارتباط الذاتي للسلسلة (LnTR)

Null Hypothesis: LNTR is stationary				
Exogenous: Constant				
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
				LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic				0.149054
Asymptotic critical values*:				0.739000
1% level				0.463000
5% level				0.347000
10% level				
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)				
Residual variance (no correction)				0.477581
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				1.351880
KPSS Test Equation				
Dependent Variable: LNTR				
Method: Least Squares				
Date: 09/22/14 Time: 11:30				
Sample: 1989 2013				
Included observations: 25				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.092166	0.141065	21.92023	0.0000
R-squared	0.000000	Mean dependent var	3.092166	
Adjusted R-squared	0.000000	S.D. dependent var	0.705323	
S.E. of regression	0.705323	Akaike info criterion	2.178855	
Sum squared resid	11.93952	Schwarz criterion	2.227610	
Log likelihood	-26.23569	Hannan-Quinn criter.	2.192378	
Durbin-Watson stat	0.427375			

دالة الارتباط الذاتي للسلسلة (LnVT)

Null Hypothesis: LNVT is stationary				
Exogenous: Constant				
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
				LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic				0.421890
Asymptotic critical values*:				0.739000
1% level				0.463000
5% level				0.347000
10% level				
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)				
Residual variance (no correction)				1.614344
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				5.383238
KPSS Test Equation				
Dependent Variable: LNVT				
Method: Least Squares				
Date: 09/22/14 Time: 11:33				
Sample: 1989 2013				
Included observations: 25				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.420139	0.259354	28.61012	0.0000
R-squared	0.000000	Mean dependent var	7.420139	
Adjusted R-squared	0.000000	S.D. dependent var	1.296768	
S.E. of regression	1.296768	Akaike info criterion	3.396806	
Sum squared resid	40.35860	Schwarz criterion	3.445561	
Log likelihood	-41.46007	Hannan-Quinn criter.	3.410328	
Durbin-Watson stat	0.201440			

B: (النموذج الخامس) بإستخدام المقطع وبدون استخدام الاتجاه العام

الملاحق رقم (16):

إختبار ((Kpss (LM)) لإستقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات
تطور السوق عمان للأوراق المالية والنمو الإقتصادي عند النموذج السادس

دالة الارتباط الذاتي للسلسلة (LnNC)

Null Hypothesis: LNNC is stationary Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
LM-Stat.				
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic				
Asymptotic critical values*:				
1% level				
5% level				
10% level				
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)				
Residual variance (no correction)				
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				
KPSS Test Equation Dependent Variable: LNNC Method: Least Squares Date: 09/22/14 Time: 11:29 Sample: 1989 2013 Included observations: 25				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.487229	0.047780	93.91407	0.0000
@TREND(1989)	0.049217	0.003413	14.42092	0.0000
R-squared	0.900417	Mean dependent var	5.077829	
Adjusted R-squared	0.896087	S.D. dependent var	0.381730	
S.E. of regression	0.123053	Akaike info criterion	-1.275789	
Sum squared resid	0.348265	Schwarz criterion	-1.178279	
Log likelihood	17.94737	Hannan-Quinn criter.	-1.248744	
F-statistic	207.9629	Durbin-Watson stat	0.552977	
Prob(F-statistic)	0.000000			

دالة الارتباط الذاتي للسلسلة (LnGDP)

Null Hypothesis: LNGDP is stationary Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
LM-Stat.				
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic				
Asymptotic critical values*:				
1% level				
5% level				
10% level				
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)				
Residual variance (no correction)				
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				
KPSS Test Equation Dependent Variable: LNGDP Method: Least Squares Date: 09/22/14 Time: 11:26 Sample: 1989 2013 Included observations: 25				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.806495	0.043467	179.5950	0.0000
@TREND(1989)	0.091186	0.003105	29.36920	0.0000
R-squared	0.974027	Mean dependent var	8.900722	
Adjusted R-squared	0.972898	S.D. dependent var	0.679996	
S.E. of regression	0.111945	Akaike info criterion	-1.464996	
Sum squared resid	0.288230	Schwarz criterion	-1.367486	
Log likelihood	20.31246	Hannan-Quinn criter.	-1.437951	
F-statistic	862.5500	Durbin-Watson stat	0.224206	
Prob(F-statistic)	0.000000			

دالة الارتباط الذاتي للسلسلة (LnTR)

Null Hypothesis: LNTR is stationary Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
LM-Stat.				
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic				
Asymptotic critical values*:				
1% level				
5% level				
10% level				
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)				
Residual variance (no correction)				
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				
KPSS Test Equation Dependent Variable: LNTR Method: Least Squares Date: 09/22/14 Time: 11:32 Sample: 1989 2013 Included observations: 25				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.857467	0.273872	10.43358	0.0000
@TREND(1989)	0.019558	0.019562	0.999793	0.3278
R-squared	0.041650	Mean dependent var	3.092166	
Adjusted R-squared	-0.000017	S.D. dependent var	0.705323	
S.E. of regression	0.705329	Akaike info criterion	2.216313	
Sum squared resid	11.44224	Schwarz criterion	2.313823	
Log likelihood	-25.70391	Hannan-Quinn criter.	2.243358	
F-statistic	0.999585	Durbin-Watson stat	0.448788	
Prob(F-statistic)	0.327814			

دالة الارتباط الذاتي للسلسلة (LnVT)

Null Hypothesis: LNVT is stationary Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
LM-Stat.				
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic				
Asymptotic critical values*:				
1% level				
5% level				
10% level				
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)				
Residual variance (no correction)				
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				
KPSS Test Equation Dependent Variable: LNVT Method: Least Squares Date: 09/22/14 Time: 11:34 Sample: 1989 2013 Included observations: 25				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.030659	0.387691	15.55533	0.0000
@TREND(1989)	0.115790	0.027692	4.181320	0.0004
R-squared	0.431866	Mean dependent var	7.420139	
Adjusted R-squared	0.407165	S.D. dependent var	1.296768	
S.E. of regression	0.998457	Akaike info criterion	2.911407	
Sum squared resid	22.92907	Schwarz criterion	3.008917	
Log likelihood	-34.39259	Hannan-Quinn criter.	2.938452	
F-statistic	17.48344	Durbin-Watson stat	0.358589	
Prob(F-statistic)	0.000358			

C: (النموذج السادس) باستخدام المقطع والاتجاه العام

الملحق رقم (17):

إختبار سكون البواقي

اختبار استقرارية معالم النموذج

1- إختبار سكون البواقي

(ADF)

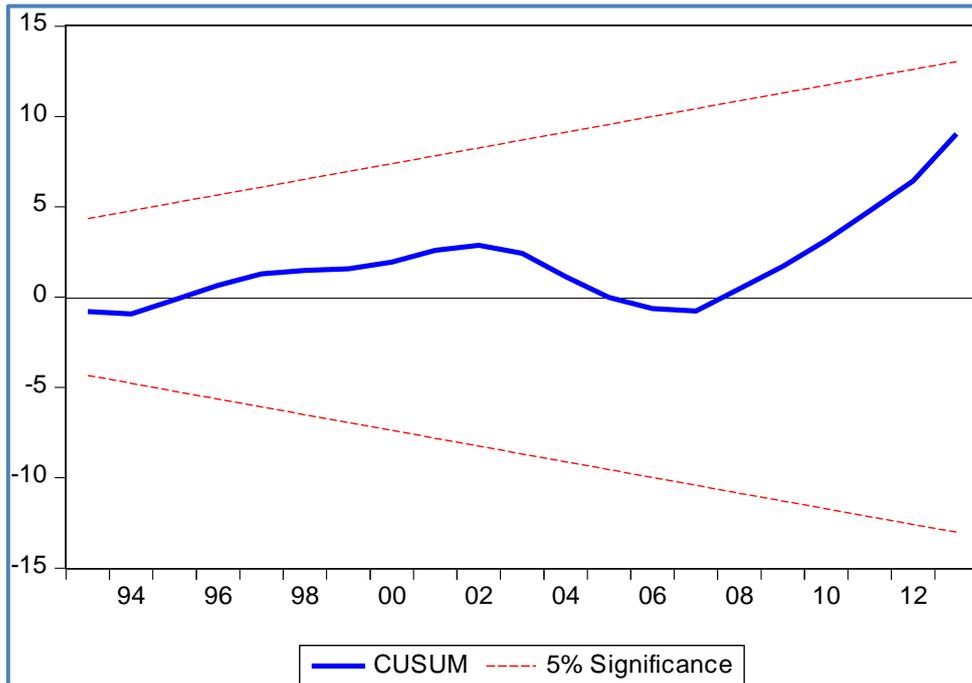
Null Hypothesis: Z has a unit root				
Exogenous: Constant				
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.062428	0.2603		
Test critical values:	1% level	-3.788030		
	5% level	-3.012363		
	10% level	-2.646119		
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(Z)				
Method: Least Squares				
Date: 09/22/14 Time: 11:42				
Sample (adjusted): 1993 2013				
Included observations: 21 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Z(-1)	-0.558104	0.270605	-2.062428	0.0539
D(Z(-1))	-0.420038	0.184600	-2.275396	0.0353
C	-0.004420	0.009885	-0.447136	0.6601
R-squared	0.659609	Mean dependent var	-0.005594	
Adjusted R-squared	0.621787	S.D. dependent var	0.073588	
S.E. of regression	0.045256	Akaike info criterion	-3.221415	
Sum squared resid	0.036865	Schwarz criterion	-3.072197	
Log likelihood	36.82485	Hannan-Quinn criter.	-3.189031	
F-statistic	17.44016	Durbin-Watson stat	1.856061	
Prob(F-statistic)	0.000061			

1- إختبار سكون البواقي

(Phillips-Perron)

Null Hypothesis: Z has a unit root				
Exogenous: Constant				
Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
	Adj. t-Stat	Prob.*		
Phillips-Perron test statistic	-4.850591	0.0009		
Test critical values:	1% level	-3.769597		
	5% level	-3.004861		
	10% level	-2.642242		
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)		0.002714		
HAC corrected variance (Bartlett kernel)		0.003751		
Phillips-Perron Test Equation				
Dependent Variable: D(Z)				
Method: Least Squares				
Date: 09/22/14 Time: 11:43				
Sample (adjusted): 1992 2013				
Included observations: 22 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Z(-1)	-1.066017	0.221377	-4.815383	0.0001
C	0.001421	0.011650	0.121934	0.9042
R-squared	0.536907	Mean dependent var	0.001090	
Adjusted R-squared	0.513753	S.D. dependent var	0.078360	
S.E. of regression	0.054641	Akaike info criterion	-2.889540	
Sum squared resid	0.059714	Schwarz criterion	-2.790354	
Log likelihood	33.78494	Hannan-Quinn criter.	-2.866175	
F-statistic	23.18792	Durbin-Watson stat	1.635300	
Prob(F-statistic)	0.000105			

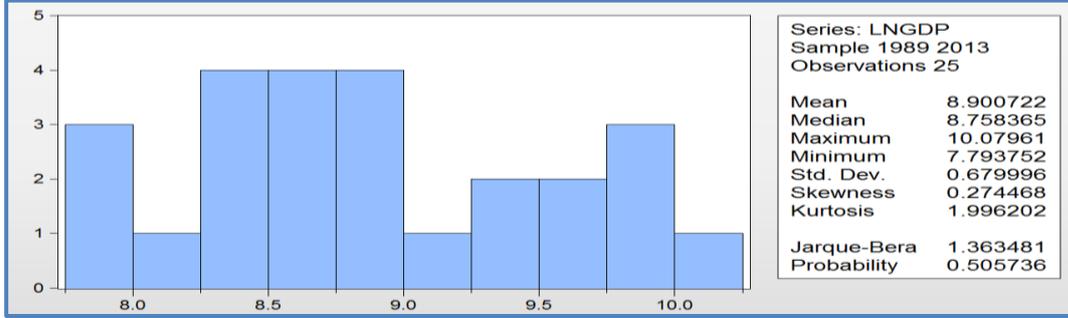
2- اختبار استقرارية معالم النموذج



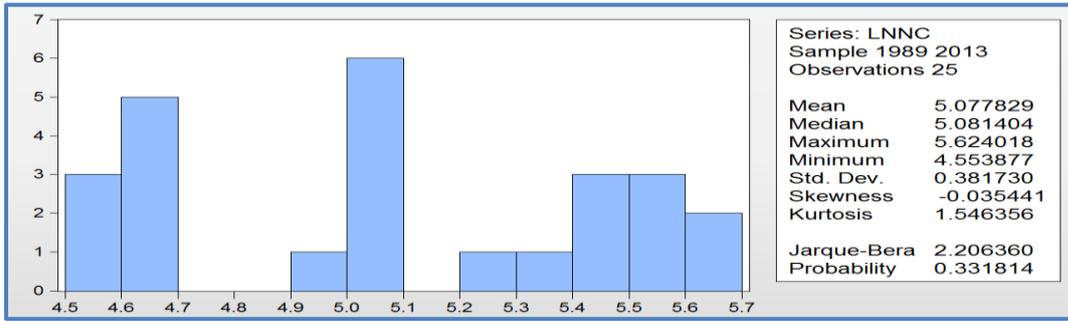
الملحق رقم (18):

البيانات التوزيع الطبيعي لسلاسل الزمنية للمتغيرات
تطور السوق عمان للأوراق المالية والنمو الإقتصادي

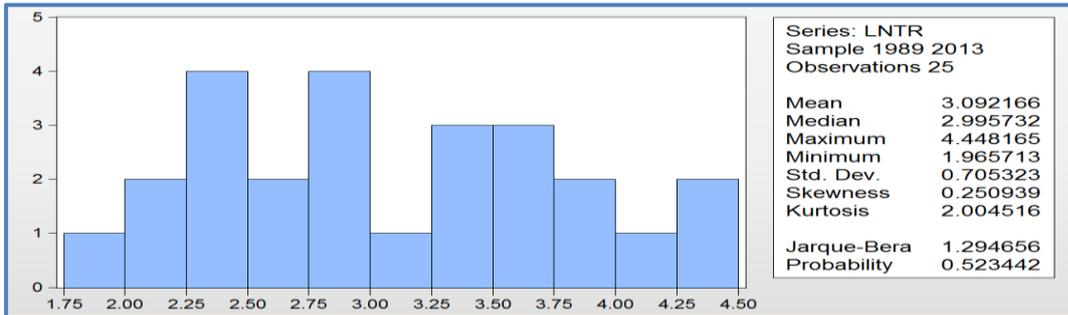
السلسلة الزمنية (LnGDP)



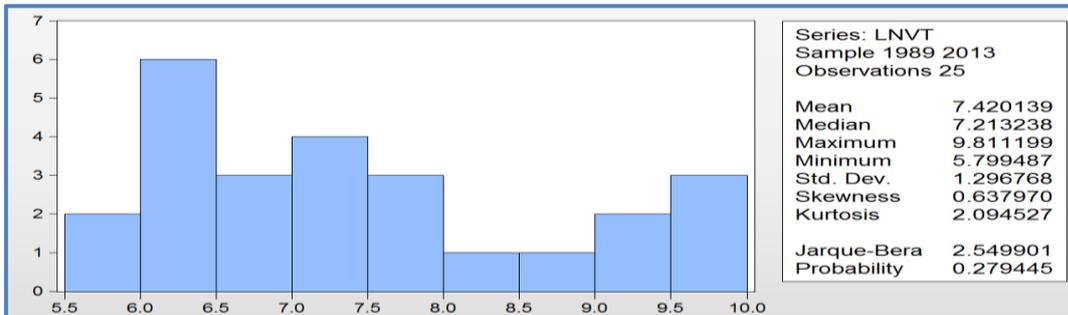
السلسلة الزمنية (LnNC)



السلسلة الزمنية (LnVT)



السلسلة الزمنية (LnTR)



الملاحق رقم (19):

تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني للنموذج واختبار التكامل المتزامن johansen

1- تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني للنموذج

VAR Lag Order Selection Criteria						
Endogenous variables: LNGDP LNNC LNTR LNVT						
Exogenous variables: C						
Date: 09/22/14 Time: 13:15						
Sample: 1989 2013						
Included observations: 21						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-22.07436	NA	0.000141	2.483273	2.682229	2.526451
1	79.63767	154.9898	4.16e-08	-5.679778	-4.684995	-5.463884
2	98.59289	21.66312	3.84e-08	-5.961228	-4.170618	-5.572620
3	116.5327	13.66839	5.80e-08	-6.145968	-3.559531	-5.584645
4	194.7268	29.78823*	8.45e-10*	-12.06922*	-8.686952*	-11.33518*

* indicates lag order selected by the criterion
 LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
 FPE: Final prediction error
 AIC: Akaike information criterion
 SC: Schwarz information criterion
 HQ: Hannan-Quinn information criterion

2- اختبار التكامل المتزامن johansen

Date: 09/22/14 Time: 13:23					Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)			
Sample (adjusted): 1991 2013					LNGDP	LNNC	LNTR	LNVT
Included observations: 23 after adjustments					1.000000	-426.2767	-1.043267	187.0019
Trend assumption: Linear deterministic trend						(97.0237)	(65.8983)	(50.1420)
Series: LNGDP LNNC LNTR LNVT					Adjustment coefficients (standard error in parentheses)			
Lags interval (in first differences): 1 to 1					D(LNGDP)	0.000378		
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)						(0.00011)		
Hypothesized	No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**	D(LNNC)	0.000196	
None *		0.767612	68.16980	47.85613	0.0002		(0.00023)	
At most 1 *		0.695886	34.60485	29.79707	0.0129	D(LNTR)	-0.001282	
At most 2		0.250309	7.226773	15.49471	0.5514		(0.00114)	
At most 3		0.025776	0.600612	3.841466	0.4383	D(LNVT)	-0.001599	
							(0.00139)	
Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level					2 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 101.6175			
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level					Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)			
**Mackinnon-Haug-Michelis (1999) p-values					LNGDP	LNNC	LNTR	LNVT
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)					1.000000	0.000000	1.636581	-1.093749
Hypothesized	No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**		(0.13448)	(0.05674)
None *		0.767612	33.56494	27.58434	0.0075	0.000000	1.000000	0.006287
At most 1 *		0.695886	27.37808	21.13162	0.0058			(0.11596)
At most 2		0.250309	6.626161	14.26460	0.5342			(0.04893)
At most 3		0.025776	0.600612	3.841466	0.4383			
Max-eigenvalue test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level					Adjustment coefficients (standard error in parentheses)			
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level					D(LNGDP)	0.008255	-0.182031	
**Mackinnon-Haug-Michelis (1999) p-values						(0.04699)	(0.04542)	
Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by b*S11*b=I):					D(LNNC)	-0.216396	-0.063618	
LNGDP	LNNC	LNTR	LNVT			(0.08801)	(0.08506)	
-0.011621	4.953855	0.012124	-2.173190		D(LNTR)	-0.117857	0.557124	
5.148461	-0.472030	8.422908	-5.422839			(0.50354)	(0.48670)	
4.908507	-9.520519	0.532114	-0.054111		D(LNVT)	0.245190	0.659140	
4.454705	-2.014384	1.846629	-1.561102			(0.61251)	(0.59203)	
Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):					3 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 104.9306			
D(LNGDP)	-0.032562	0.001530	-0.014768	-0.002396	Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)			
D(LNNC)	-0.016851	-0.042069	0.020354	-0.007951	LNGDP	LNNC	LNTR	LNVT
D(LNTR)	0.110305	-0.022643	-0.094627	-0.056291	1.000000	0.000000	0.000000	-0.848827
D(LNVT)	0.137623	0.047935	-0.094963	-0.071412				(0.10819)
					0.000000	1.000000	0.000000	-0.440312
1 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 87.92843								(0.02717)
					0.000000	0.000000	1.000000	-0.149655
								(0.06845)
					Adjustment coefficients (standard error in parentheses)			
					D(LNGDP)	-0.064233	-0.021434	0.004633
						(0.05972)	(0.09018)	(0.07085)
					D(LNNC)	-0.116488	-0.257398	-0.343719
						(0.11641)	(0.17581)	(0.13812)
					D(LNTR)	-0.582333	1.458020	-0.239732
						(0.67629)	(1.02132)	(0.80238)
					D(LNVT)	-0.220936	1.563236	0.354886
						(0.83027)	(1.25387)	(0.98508)

الملحق رقم (20):

استقرار نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM) (بيانياً وشكلياً)

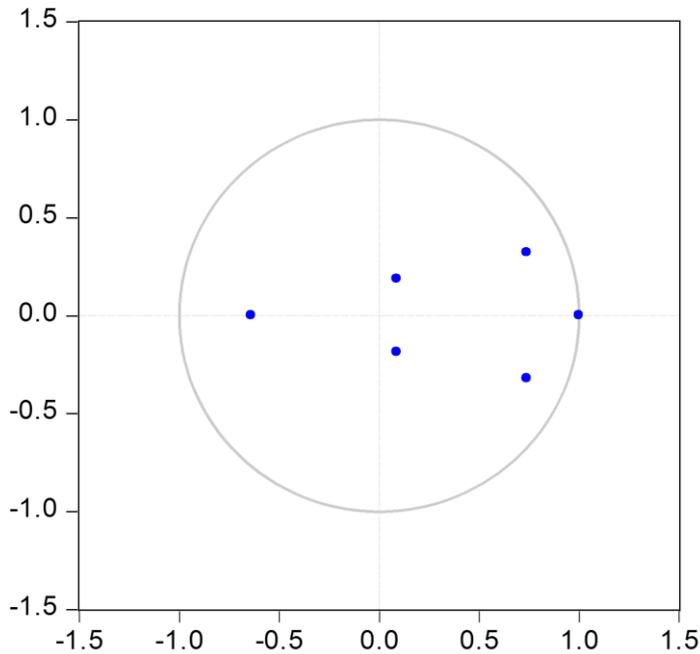
1- استقرار نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM) (بيانياً)

Roots of Characteristic Polynomial	
Endogenous variables: LNGDP LNNC LNTR LNVT	
Exogenous variables:	
Lag specification: 1 1	
Date: 09/22/14 Time: 13:33	
Root	Modulus
1.000000	1.000000
1.000000	1.000000
1.000000	1.000000
0.738454 - 0.320783i	0.805119
0.738454 + 0.320783i	0.805119
-0.639266	0.639266
0.088463 - 0.185894i	0.205869
0.088463 + 0.185894i	0.205869
VEC specification imposes 3 unit root(s).	

2- استقرار نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM) (شكلياً)

(شكلياً)

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



الملحق رقم (21):
اختبار التوازن الطبيعي لأخطاء التقدير

VEC Residual Normality Tests				
Orthogonalization: Cholesky (Lutkepohl)				
Null Hypothesis: residuals are multivariate normal				
Date: 09/22/14 Time: 13:37				
Sample: 1989 2013				
Included observations: 23				
Component	Skewness	Chi-sq	df	Prob.
1	0.926205	3.288446	1	0.0698
2	1.411764	7.640134	1	0.0057
3	0.348100	0.464498	1	0.4955
4	-0.000109	4.59E-08	1	0.9998
Joint		11.39308	4	0.0225
Component	Kurtosis	Chi-sq	df	Prob.
1	4.652439	2.616781	1	0.1057
2	7.255250	17.35269	1	0.0000
3	2.476435	0.262699	1	0.6083
4	3.384996	0.142046	1	0.7063
Joint		20.37421	4	0.0004
Component	Jarque-Bera	df	Prob.	
1	5.905227	2	0.0522	
2	24.99282	2	0.0000	
3	0.727197	2	0.6952	
4	0.142046	2	0.9314	
Joint		31.76729	8	0.0001

الملحق رقم (22):

نتائج اختبار السببية في المدى القصير المبني على
تقدير نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM)

VEC Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests			
Date: 09/22/14 Time: 13:50			
Sample: 1989 2013			
Included observations: 23			
Dependent variable: D(LNGDP)			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LNNC)	0.148593	1	0.6999
D(LNTR)	2.243214	1	0.1342
D(LNVT)	2.425123	1	0.1194
All	2.594801	3	0.4584
Dependent variable: D(LNNC)			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LNGDP)	1.606290	1	0.2050
D(LNTR)	0.027978	1	0.8672
D(LNVT)	0.021564	1	0.8833
All	2.472400	3	0.4803
Dependent variable: D(LNTR)			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LNGDP)	0.081185	1	0.7757
D(LNNC)	0.534651	1	0.4647
D(LNVT)	0.305690	1	0.5803
All	1.246503	3	0.7419
Dependent variable: D(LNVT)			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LNGDP)	0.086147	1	0.7691
D(LNNC)	0.361995	1	0.5474
D(LNTR)	0.716011	1	0.3975
All	1.633750	3	0.6518

الملحق رقم (23):

نتائج تحليل مكونات التباين
النتائج المحلي الإجمالي (LnGDP)

نتائج تحليل مكونات التباين
بعد التحقق من النتائج

نتائج تحليل مكونات التباين
في بداية النتائج

Variance Decomposition of LNGDP:					
Period	S.E.	LNGDP	LNTR	LNNC	LNVT
1	0.043807	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.067586	86.24057	11.85902	1.244893	0.655518
3	0.096967	83.45416	14.57119	1.557901	0.416744
4	0.127431	75.97064	21.10300	2.356007	0.570353
5	0.158504	71.62610	24.44220	2.626769	1.304931
6	0.187707	67.37396	27.75013	2.833824	2.042092
7	0.214253	64.55307	29.74512	2.864929	2.836889
8	0.237561	62.30790	31.34751	2.859611	3.484974
9	0.257793	60.80251	32.36276	2.811350	4.023378
10	0.275301	59.71723	33.10649	2.759598	4.416681

Variance Decomposition of LNTR:					
Period	S.E.	LNGDP	LNTR	LNNC	LNVT
1	0.469786	40.49046	59.50954	0.000000	0.000000
2	0.646109	30.85389	66.41506	2.593056	0.137995
3	0.745671	24.98887	68.75718	6.047678	0.206272
4	0.807601	21.45410	68.10266	10.26709	0.176153
5	0.853513	19.27763	65.39000	15.00779	0.324589
6	0.894740	17.93551	61.34218	19.78068	0.941629
7	0.935712	17.00173	56.86227	24.03768	2.098319
8	0.976309	16.19059	52.62370	27.56879	3.616922
9	1.015259	15.39339	48.96632	30.38935	5.250939
10	1.051656	14.59746	45.97624	32.63886	6.787443

Variance Decomposition of LNNC:					
Period	S.E.	LNGDP	LNTR	LNNC	LNVT
1	0.095472	1.574914	26.33396	72.09113	0.000000
2	0.151795	6.223097	31.43579	62.15330	0.187811
3	0.192603	5.893014	33.40961	59.45421	1.243168
4	0.229480	5.901915	36.28988	55.71668	2.091525
5	0.262154	5.840878	37.34423	53.84938	2.965518
6	0.292223	6.189293	37.73465	52.55823	3.517834
7	0.319383	6.660478	37.30276	52.14356	3.893204
8	0.344373	7.300898	36.56612	52.07225	4.060727
9	0.367331	7.947233	35.62965	52.30763	4.115484
10	0.388692	8.578768	34.70212	52.63165	4.087463

Variance Decomposition of LNVT:					
Period	S.E.	LNGDP	LNTR	LNNC	LNVT
1	0.573278	35.05919	60.95582	0.527403	3.457591
2	0.855761	25.14324	67.18382	0.520279	7.152657
3	1.042474	19.09078	69.19796	1.264732	10.44653
4	1.163591	15.50885	69.10003	2.607528	12.78359
5	1.242475	13.71639	67.68399	4.583293	14.01632
6	1.298206	13.30216	65.29717	7.075011	14.32566
7	1.343230	13.76697	62.41695	9.793261	14.02281
8	1.382962	14.58401	59.50757	12.45673	13.45169
9	1.418725	15.37895	56.89323	14.88305	12.84477
10	1.450552	15.96736	54.71615	17.01190	12.30459

Cholesky Ordering: LNGDP LNTR LNNC LNVT

Variance Decomposition of LNGDP:					
Period	S.E.	LNGDP	LNNC	LNTR	LNVT
1	0.043807	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.067586	86.24057	0.682900	12.42101	0.655518
3	0.096967	83.45416	0.821434	15.30766	0.416744
4	0.127431	75.97064	1.129972	22.32903	0.570353
5	0.158504	71.62610	1.371695	25.69727	1.304931
6	0.187707	67.37396	1.655268	28.92868	2.042092
7	0.214253	64.55307	1.898377	30.71167	2.836889
8	0.237561	62.30790	2.122894	32.08423	3.484974
9	0.257793	60.80251	2.306712	32.86740	4.023378
10	0.275301	59.71723	2.458833	33.40726	4.416681

Variance Decomposition of LNNC:					
Period	S.E.	LNGDP	LNNC	LNTR	LNVT
1	0.095472	1.574914	98.42509	0.000000	0.000000
2	0.151795	6.223097	92.73574	0.853347	0.187811
3	0.192603	5.893014	91.64968	1.214138	1.243168
4	0.229480	5.901915	89.86858	2.137976	2.091525
5	0.262154	5.840878	88.71760	2.476001	2.965518
6	0.292223	6.189293	87.65841	2.634458	3.517834
7	0.319383	6.660478	86.91659	2.529729	3.893204
8	0.344373	7.300898	86.28476	2.353620	4.060727
9	0.367331	7.947233	85.79235	2.144931	4.115484
10	0.388692	8.578768	85.38024	1.953525	4.087463

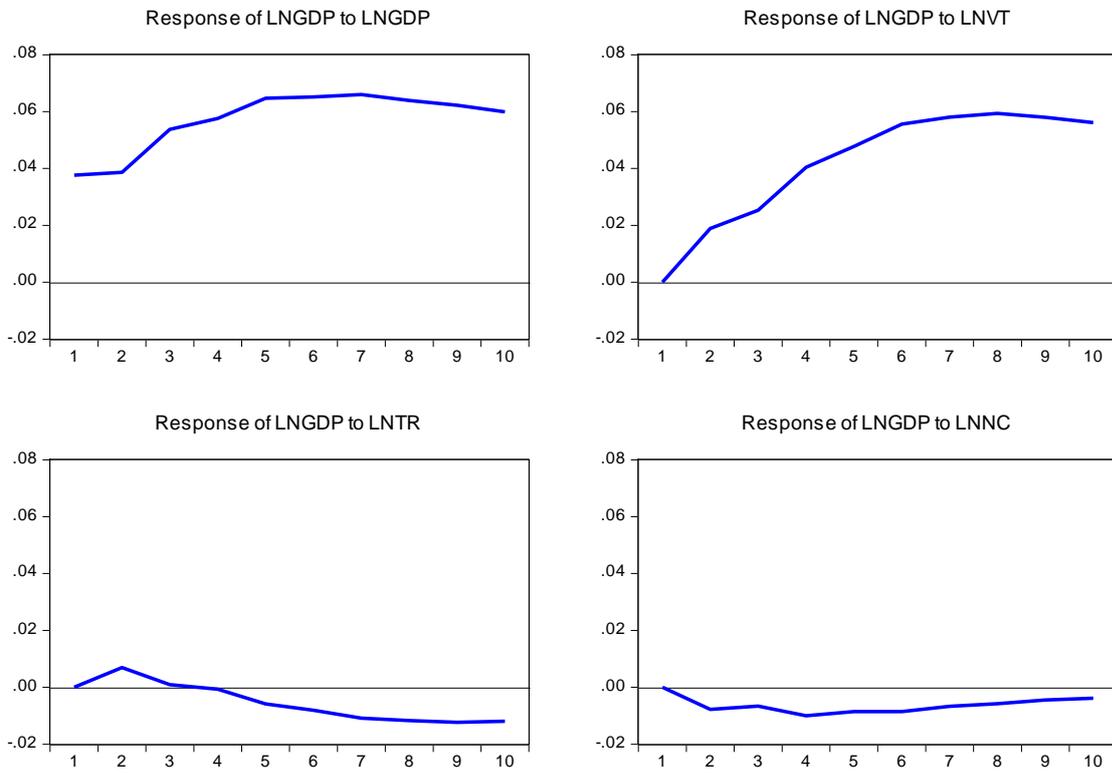
Variance Decomposition of LNTR:					
Period	S.E.	LNGDP	LNNC	LNTR	LNVT
1	0.469786	40.49046	15.92198	43.58756	0.000000
2	0.646109	30.85389	28.09786	40.91025	0.137995
3	0.745671	24.98887	36.94744	37.85742	0.206272
4	0.807601	21.45410	43.94515	34.42460	0.176153
5	0.853513	19.27763	49.27318	31.12461	0.324589
6	0.894740	17.93551	52.78614	28.33673	0.941629
7	0.935712	17.00173	54.73170	26.16825	2.098319
8	0.976309	16.19059	55.69828	24.49421	3.616922
9	1.015259	15.39339	56.25143	23.10424	5.250939
10	1.051656	14.59746	56.75163	21.86347	6.787443

Variance Decomposition of LNVT:					
Period	S.E.	LNGDP	LNNC	LNTR	LNVT
1	0.573278	35.05919	11.67525	49.80797	3.457591
2	0.855761	25.14324	19.07907	48.62503	7.152657
3	1.042474	19.09078	24.06803	46.39466	10.44653
4	1.163591	15.50885	28.22593	43.48163	12.78359
5	1.242475	13.71639	31.90160	40.36569	14.01632
6	1.298206	13.30216	34.93912	37.43306	14.32566
7	1.343230	13.76697	37.23487	34.97534	14.02281
8	1.382962	14.58401	38.90675	33.05755	13.45169
9	1.418725	15.37895	40.20593	31.57035	12.84477
10	1.450552	15.96736	41.36874	30.35931	12.30459

Cholesky Ordering: LNGDP LNNC LNTR LNVT

الملحق رقم (24):
دالة الاستجابة الفورية للناتج المحلي الإجمالي

Response to Cholesky One S.D. Innovations



دفعہ / 2014