



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
République Algérienne Démocratique et Populaire
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique
جامعة محمد خيضر - بسكرة -
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

الموضوع

قياس وتحليل العلاقة الديناميكية بين متغيرات الاقتصاد الكلي و أداء
سوق الأوراق المالية -دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية خلال
الفترة (1990-2020) -

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث (LMD) في العلوم الاقتصادية
تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

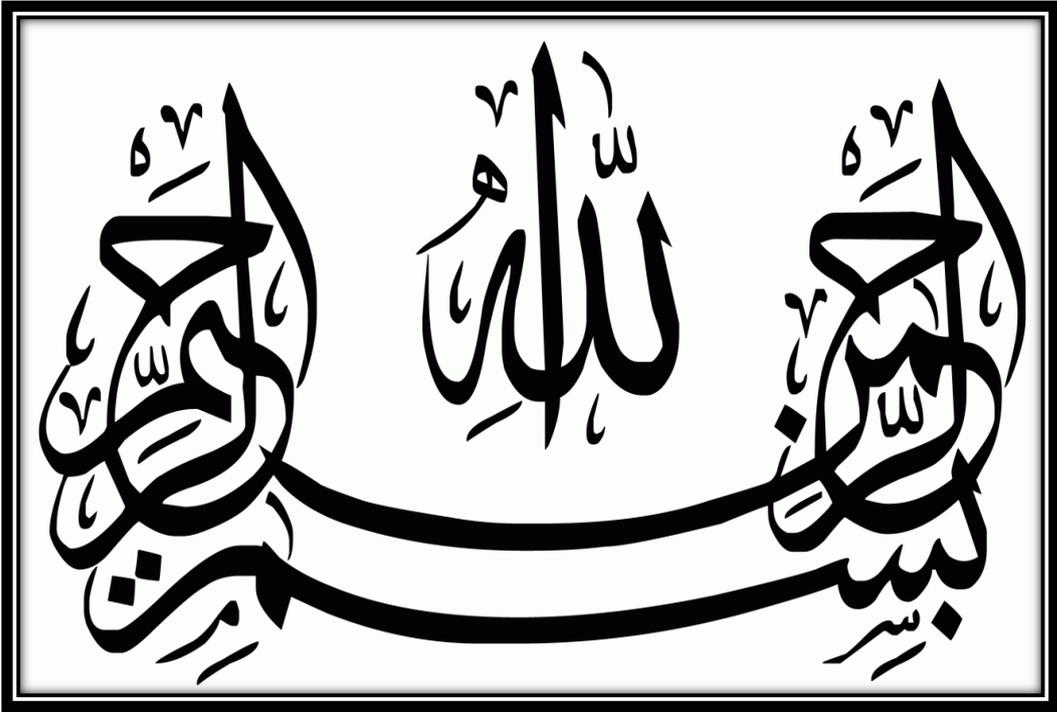
إشراف الأستاذ:
أ. د/ علي بوعبد الله

إعداد الطالبة:
يونس شميصة

أعضاء لجنة المناقشة:

الصفة	الجامعة	الرتبة العلمية	الأستاذ
رئيسا	جامعة بسكرة	أستاذ	أ.د/ بن ضيف محمد عدنان
مقررا	جامعة بسكرة	أستاذ	أ.د/ بوعبد الله علي
ممتحنا	جامعة بسكرة	أستاذ محاضر - أ	د/ بالعبيدي عايدة عبير
ممتحنا	جامعة بسكرة	أستاذ محاضر - أ	د/ شاوش إخوان سهام
ممتحنا	جامعة باتنة-1	أستاذ	أ.د/ خاطر طارق
ممتحنا	جامعة باتنة-1	أستاذ محاضر - أ	د/ طالب عمر

السنة الجامعية: 2023/2022



قال تعالى:

﴿ وَمَا أُوتِيتُمْ مِنَ الْعِلْمِ إِلَّا قَلِيلًا ﴾

سورة الإسراء، الآية ﴿85﴾

صدق الله العظيم

إهداء

إلى عائلتي.....حبا، وفاء، وامتنانا

إلى معلمي وأساتذتي.....تقديرا، إجلالا، واحتراما

إلى الباحثين والدارسين

إلى طلبة العلم

إلى كل من كان له علي فضل في إنجاز هذه المذكرة

إلى كل هؤلاء أهدي خلاصة هذا الجهد

"أخوة، ومحبة، واعتراف بالجميل"

شميسة 

شكر و عرفان

قال تعالى: ﴿رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَىٰ وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ وَأَدْخِلْنِي بِرَحْمَتِكَ فِي عِبَادِكَ الصَّالِحِينَ﴾..... سورة النمل، الآية ﴿19﴾

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

لا يسعني وأنا في هذا المقام إلا أن أتقدم بالشكر الخاص الممزوج بأسمى عبارات التقدير والاحترام إلى:

الأستاذ الدكتور؛ "علي بوعبد الله" الذي تكرم بقبول الإشراف على هذه المذكرة ولتوجيهاته القيمة، وكذا صبره وسعة صدره وحرصه على إتمام هذا العمل في أحسن الظروف، منذ أن كان مجرد فكرة إلى أن تجسد على هذه الصفحات....."فجزاه الله عنا كل خير"

الأستاذة الأفاضل "أعضاء لجنة المناقشة" الذين سنال شرف مناقشتهم لهذه المذكرة، فلهم منا جزيل الشكر والعرفان على جميل نصائحهم وتوجيهاتهم التي ستبني درينا العلمي....."أسأل الله تعالى أن يزيدهم من علمه وفضله"

كما لا يفوتني أن أتقدم بخالص الشكر والامتنان إلى كل من شجعني ولو؛....."بكلمة طيبة، ابتسامه، أو دعاء"

وختاما؛ أسأل الله العلي القدير أن يكون هذا العمل خالصا لوجهه الكريم، وأن يجعله علما نافعا.



شهادة

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
I	البسمة
II	الآية القرآنية
III	الإهداء
IV	كلمة شكر وعرفان
V	فهرس المحتويات
XIII	فهرس الجداول
XIV	فهرس الأشكال
XV	فهرس الملاحق
XVI	قائمة المصطلحات الأساسية
XIX	قائمة أهم الرموز والاختصارات
XXI	ملخص باللغة العربية
XXI	ملخص باللغة الإنجليزية
(أ - ك)	المقدمة العامة
أ	تمهيد
ب	إشكالية الدراسة
ب	فرضيات الدراسة
ج	أهمية الدراسة
ج	أهداف الدراسة
ج	منهج الدراسة والأدوات المستخدمة
د	تحديد إطار الدراسة
د	الدراسات السابقة
ي	خطة وهيكل الدراسة
(2- 53)	الفصل الأول: سوق الأوراق المالية: -مدخل نظري مفاهيمي-
02	تمهيد
03	المبحث الأول: موقع سوق الأوراق المالية ضمن خريطة السوق المالية
03	المطلب الأول: مفهوم السوق المالية وأهميتها الاقتصادية
03	الفرع الأول: مفهوم السوق المالية وأقسامها
06	الفرع الثاني: الأهمية الاقتصادية للسوق المالية
07	المطلب الثاني: مفهوم سوق الأوراق المالية ومكوناتها

07	الفرع الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية
10	الفرع الثاني: مكونات سوق الأوراق المالية
12	المطلب الثالث: مقومات إنشاء سوق الأوراق المالية ووظائفها
12	الفرع الأول: مقومات إنشاء سوق الأوراق المالية
13	الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية
14	المبحث الثاني: آلية عمل سوق الأوراق المالية
14	المطلب الأول: المتدخلون في سوق الأوراق المالية
14	الفرع الأول: طالبوا الأوراق المالية
15	الفرع الثاني: عارضوا الأوراق المالية
15	الفرع الثالث: الوسطاء الماليون (الوكلاء)
16	المطلب الثاني: أوامر التنفيذ ونظام التسعير في البورصة
16	الفرع الأول: أوامر التنفيذ
18	الفرع الثاني: نظام التسعير في البورصة
20	المطلب الثالث: العمليات المرتبطة بسوق الأوراق المالية
20	الفرع الأول: العمليات العاجلة
21	الفرع الثاني: العمليات الآجلة
22	المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية
22	المطلب الأول: مفهوم ومتطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية
22	الفرع الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية
25	الفرع الثاني: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية
26	المطلب الثاني: مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية والعلاقة بينها
26	الفرع الأول: مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية
28	الفرع الثاني: العلاقة بين مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية
29	المطلب الثالث: المعلومات وعلاقتها بكفاءة سوق الأوراق المالية
29	الفرع الأول: مفهوم المعلومات
30	الفرع الثاني: أهمية المعلومات في سوق الأوراق المالية
32	المطلب الرابع: سيولة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالكفاءة
32	الفرع الأول: مفهوم سيولة سوق الأوراق المالية
33	الفرع الثاني: السيولة وكفاءة سوق رأس المال
35	المبحث الرابع: أداء سوق الأوراق المالية ومؤشرات قياسه
35	المطلب الأول: أساسيات حول الأداء وتقييمه

35	الفرع الأول: مفهوم الأداء والعوامل المؤثرة فيه
37	الفرع الثاني: مفهوم تقييم الأداء وأهميته
39	المطلب الثاني: مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية
39	الفرع الأول: تعريف مؤشرات سوق الأوراق المالية وأهم استخداماتها
41	الفرع الثاني: أهم مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية
42	المطلب الثالث: أساليب بناء مؤشرات سوق الأوراق المالية وأهميتها
42	الفرع الأول: أساليب بناء مؤشرات سوق الأوراق المالية
47	الفرع الثاني: أهمية مؤشرات سوق الأوراق المالية
48	المطلب الرابع: المؤشرات الرئيسية لأهم الأسواق المالية العالمية والعربية
48	الفرع الأول: أهم مؤشرات الأسواق المالية العالمية
51	الفرع الثاني: أهم مؤشرات الأسواق المالية العربية
53	ملخص الفصل الأول
(55 – 105)	الفصل الثاني: المداخل الرئيسية لتحليل الأوراق المالية: التحليل الفني والتحليل الأساسي
55	تمهيد
56	المبحث الأول: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية
56	المطلب الأول: أدوات الملكية "الأسهم"
56	الفرع الأول: تعريف السهم ومختلف قيمه
57	الفرع الثاني: أنواع الأسهم
60	المطلب الثاني: أدوات المديونية "السندات"
60	الفرع الأول: تعريف السند وخصائصه
61	الفرع الثاني: أنواع السندات
65	المطلب الثالث: المشتقات المالية والأوراق المهجنة
65	الفرع الأول: المشتقات المالية
69	الفرع الثاني: الأوراق المهجنة
70	المبحث الثاني: مدخل للتحليل الفني للأوراق المالية
70	المطلب الأول: التحليل الفني: المبادئ والأساسيات
70	الفرع الأول: مفهوم التحليل الفني وفرضياته
72	الفرع الثاني: إطار عمل التحليل الفني والتحديات التي تواجهه
74	المطلب الثاني: أدوات التحليل الفني ومؤشراته الرئيسية
74	الفرع الأول: أدوات التحليل الفني لمؤشرات السوق
77	الفرع الثاني: أدوات التحليل الفني لأسعار الأسهم

82	المطلب الثالث: مميزات التحليل الفني والانتقادات الموجهة له
82	الفرع الأول: مميزات التحليل الفني
83	الفرع الثاني: الانتقادات الموجهة للتحليل الفني
84	المبحث الثالث: مدخل للتحليل الأساسي للأوراق المالية
84	المطلب الأول: التحليل الأساسي: المبادئ والأساسيات
84	الفرع الأول: مفهوم التحليل الأساسي وفرضياته
86	الفرع الثاني: منهج التحليل الأساسي وأهدافه
89	المطلب الثاني: مراحل التحليل الأساسي
89	الفرع الأول: تحليل الظروف الاقتصادية العامة
89	الفرع الثاني: تحليل ظروف القطاع
90	الفرع الثالث: تحليل ظروف الشركة
91	الفرع الرابع: مرحلة التقييم
94	المطلب الثالث: مميزات التحليل الأساسي والانتقادات الموجهة له
94	الفرع الأول: مميزات التحليل الأساسي
94	الفرع الثاني: الانتقادات الموجهة للتحليل الأساسي
95	المبحث الرابع: مقارنة بين المدخلين: التحليل الفني أم التحليل الأساسي
95	المطلب الأول: التحليل الفني بين مؤيدين ومعارضين
95	الفرع الأول: حجر أساس التحليل الفني: نظرية داو
98	الفرع الثاني: أنصار التحليل الفني وأنصار التحليل الأساسي
100	المطلب الثاني: التقارب بين التحليل الفني والتحليل الأساسي
100	الفرع الأول: التحليل الفني أم التحليل الأساسي
101	الفرع الثاني: الأنواع الرئيسية للمحللين
103	المطلب الثالث: أوجه الاختلاف بين التحليل الفني والتحليل الأساسي
105	ملخص الفصل الثاني
(107-159)	الفصل الثالث: التأصيل النظري لعلاقة متغيرات الاقتصاد الكلي بأداء سوق الأوراق المالية
107	تمهيد
108	المبحث الأول: علاقة التضخم بأداء سوق الأوراق المالية
108	المطلب الأول: الإطار المفاهيمي للتضخم
108	الفرع الأول: مفهوم التضخم وأهم أنواعه
110	الفرع الثاني: قياس التضخم وآثاره
112	المطلب الثاني: النظريات المفسرة لأسباب التضخم

112	الفرع الأول: نظرية جذب الطلب
113	الفرع الثاني: نظرية دفع النفقة
114	الفرع الثالث: النظرية الهيكلية
114	المطلب الثالث: التحليل الاقتصادي للعلاقة بين التضخم وأداء سوق الأوراق المالية
114	الفرع الأول: الإطار النظري للعلاقة
115	الفرع الثاني: الدراسات السابقة
117	المبحث الثاني: علاقة سعر الفائدة بأداء سوق الأوراق المالية
117	المطلب الأول: ماهية سعر الفائدة
117	الفرع الأول: مفهوم سعر الفائدة وأهم أنواعه
119	الفرع الثاني: وظائف سعر الفائدة والعوامل المؤثرة فيه
121	المطلب الثاني: النظريات المفسرة لسعر الفائدة
121	الفرع الأول: النظرية الكلاسيكية
123	الفرع الثاني: نظرية الأرصدة المعدة للإقراض
124	الفرع الثالث: نظرية تفضيل السيولة لكينز
126	الفرع الرابع: النظرية الحديثة في سعر الفائدة
127	المطلب الثالث: التحليل الاقتصادي للعلاقة بين سعر الفائدة وأداء سوق الأوراق المالية
127	الفرع الأول: الإطار النظري للعلاقة
128	الفرع الثاني: الدراسات السابقة
129	المبحث الثالث: علاقة عرض النقود بأداء سوق الأوراق المالية
130	المطلب الأول: عموميات حول المعروض النقدي
130	الفرع الأول: مفهوم عرض النقود وأهم مكوناته
132	الفرع الثاني: الجهات والعوامل المؤثرة في عرض النقود
134	المطلب الثاني: نظريات عرض النقود
134	الفرع الأول: عرض النقود في إطار النظرية الكلاسيكية
135	الفرع الثاني: عرض النقود في إطار النظرية الكينزية
136	الفرع الثالث: عرض النقود في إطار النظرية النقدية الحديثة
137	المطلب الثالث: التحليل الاقتصادي للعلاقة بين المعروض النقدي وأداء سوق الأوراق المالية
137	الفرع الأول: الإطار النظري للعلاقة
138	الفرع الثاني: الدراسات السابقة
139	المبحث الرابع: علاقة سعر الصرف بأداء سوق الأوراق المالية
139	المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول سعر الصرف

139	الفرع الأول: مفهوم سعر الصرف وأهم أنواعه
141	الفرع الثاني: وظائف سعر الصرف والعوامل المؤثرة فيه
143	المطلب الثاني: نظريات تحديد سعر الصرف
143	الفرع الأول: نظرية تعادل القوة الشرائية
144	الفرع الثاني: نظرية تعادل أسعار الفائدة
144	الفرع الثالث: نظرية الأرصدة (ميزان المدفوعات)
145	الفرع الرابع: نظرية الإنتاجية
145	المطلب الثالث: التحليل الاقتصادي للعلاقة بين سعر الصرف وأداء سوق الأوراق المالية
145	الفرع الأول: الإطار النظري للعلاقة
146	الفرع الثاني: الدراسات السابقة
148	المبحث الخامس: علاقة النمو الاقتصادي بأداء سوق الأوراق المالية
148	المطلب الأول: مفاهيم عامة حول النمو الاقتصادي
148	الفرع الأول: مفهوم النمو الاقتصادي وأهم أنواعه
150	الفرع الثاني: قياس النمو الاقتصادي والعوامل المحددة له
152	المطلب الثاني: نظريات النمو في الفكر الاقتصادي
152	الفرع الأول: النظرية الكلاسيكية
153	الفرع الثاني: النظرية النيوكلاسيكية
154	الفرع الثالث: النظرية الكينزية
155	الفرع الرابع: النظرية الحديثة
156	المطلب الثالث: التحليل الاقتصادي للعلاقة بين النمو الاقتصادي وأداء سوق الأوراق المالية
156	الفرع الأول: الإطار النظري للعلاقة
157	الفرع الثاني: الدراسات السابقة
159	ملخص الفصل الثالث
(161-215)	الفصل الرابع: نموذج قياسية للعلاقة الديناميكية بين متغيرات الاقتصاد الكلي وأداء سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1990-2020)
161	تمهيد
162	المبحث الأول: لمحة عامة حول سوق عمان للأوراق المالية
162	المطلب الأول: الاقتصاد الأردني - نظرة عامة
162	الفرع الأول: طبيعة اقتصاد دولة الأردن
163	الفرع الثاني: أهم ملامح تطور الاقتصاد الأردني خلال فترة الدراسة
164	المطلب الثاني: الخلفية التاريخية لسوق رأس المال الأردني والهياكل المكونة له

164	الفرع الأول: الخلفية التاريخية لسوق رأس المال الأردني
166	الفرع الثاني: الهيئات المكونة لسوق عمان المالي
170	المطلب الثالث: تقسيمات السوق وأهم الأدوات المالية المتداولة فيه
170	الفرع الأول: تقسيمات سوق عمان المالي
171	الفرع الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق عمان المالي
172	المطلب الرابع: آلية عمل سوق عمان المالي وأهم إنجازاته
172	الفرع الأول: آلية عمل سوق عمان المالي
176	الفرع الثاني: أهم إنجازات سوق عمان المالي في عام 2020
178	المبحث الثاني: تقييم أداء المؤشرات الرئيسية لسوق عمان المالي خلال فترة الدراسة
178	المطلب الأول: الأرقام القياسية في سوق عمان المالي
179	الفرع الأول: الرقم القياسي البسيط (غير المرجح)
179	الفرع الثاني: الرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية
180	الفرع الثالث: الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة
182	المطلب الثاني: تحليل تطور مؤشرات أداء سوق عمان المالي للفترة (1990 - 2020)
182	الفرع الأول: المؤشر العام لأسعار الأسهم
183	الفرع الثاني: مؤشر القيمة السوقية
184	الفرع الثالث: مؤشر حجم التداول
185	الفرع الرابع: مؤشر معدل دوران السهم
186	الفرع الخامس: مؤشر عدد الشركات المدرجة
187	المبحث الثالث: التحليل الاقتصادي للتطورات ذات العلاقة بنشاط سوق عمان المالي خلال فترة الدراسة
187	المطلب الأول: التحليل الاقتصادي - تقديم عام
187	الفرع الأول: التحليل الاقتصادي وفوائده
188	الفرع الثاني: أهمية التحليل الاقتصادي في سوق الأوراق المالية
189	المطلب الثاني: تحليل تطور أداء بعض متغيرات الاقتصاد الكلي في الأردن خلال الفترة (1990 - 2020)
189	الفرع الأول: معدل التضخم
190	الفرع الثاني: سعر الفائدة
191	الفرع الثالث: عرض النقود
192	الفرع الرابع: سعر الصرف
193	الفرع الخامس: النمو الاقتصادي

194	المبحث الرابع: قياس وتحليل أثر بعض متغيرات الاقتصاد الكلي على أداء سوق عمان المالي خلال فترة الدراسة
194	المطلب الأول: منهجية الدراسة والأساليب القياسية المستخدمة
194	الفرع الأول: تقديم منهجية نماذج الانحدار الذاتي ذو الإبطاء الموزع (ARDL)
195	الفرع الثاني: خطوات تطبيق منهجية (ARDL)
199	المطلب الثاني: التعريف بالمتغيرات ومصادر بيانات الدراسة
199	الفرع الأول: التعريف بمتغيرات الدراسة
201	الفرع الثاني: مصادر بيانات الدراسة
201	المطلب الثالث: تقدير النموذج وتحليل النتائج
201	الفرع الأول: دراسة استقرارية متغيرات الدراسة
205	الفرع الثاني: اختبار الفجوات الملائمة للنموذج
206	الفرع الثالث: اختبار التكامل المشترك وفقا لمنهج الحدود (Bound-Test)
207	الفرع الرابع: تقدير العلاقة طويلة الأجل للنموذج
209	الفرع الخامس: تقدير العلاقة قصيرة الأجل ونموذج تصحيح الخطأ (ECM)
212	الفرع السادس: الاختبارات القياسية للنموذج
214	الفرع السابع: اختبار استقرارية النموذج (Stability Test)
215	ملخص الفصل الرابع
(221-217)	الخاتمة العامة
217	نتائج الدراسة واختبار الفرضيات
220	اقتراحات وتوصيات
221	آفاق البحث
	قائمة المراجع (237-223)
	قائمة الملاحق (240-239)

فهرس الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
28	مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية	1
44	كيفية حساب المؤشر على أساس السعر	2
46	كيفية حساب المؤشر على أساس الأوزان المتساوية	3
47	كيفية حساب المؤشر على أساس الأسعار النسبية	4
51	أهم مؤشرات الأسواق الآسيوية الناشئة	5
64	مقارنة بين السندات، الأسهم الممتازة والأسهم العادية	6
68	مقارنة بين الأنواع الرئيسية لعقود المشتقات المالية	7
103	أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي والتحليل الفني	8
149	مقارنة بين النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية	9
175	عمولات التداول في بورصة عمان	10
204	اختبار ديكي فولر الموسع (ADF) لاستقرارية السلاسل الزمنية	11
205	درجات التأخير المثلى في نموذج ARDL	12
206	نتائج اختبار الحدود (Bound-Test) لعلاقة التكامل المشترك	13
207	نتائج تقدير العلاقة طويلة الأجل	14
209	تقدير العلاقة قصيرة الأجل ونموذج تصحيح الخطأ (ECM)	15
212	اختبار الارتباط التسلسلي للبواقي	16
212	اختبار اختلاف التباين	17
213	جودة النموذج القياسية	18

فهرس الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
1	مكونات سوق الأوراق المالية	11
2	التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية	24
3	العلاقة بين أشكال كفاءة سوق الأوراق المالية	28
4	دور المعلومات في آلية تسعير الورقة المالية	31
5	العوامل المؤثرة في الأداء	37
6	آلية عمل التحليل الفني	72
7	مؤشر القوة النسبية للأسعار	77
8	المتوسط المتحرك البسيط	78
9	المتوسط المتحرك الأسّي	79
10	الرسم البياني المستطيل	80
11	تبادل أدوار مستويات خطوط الدعم والمقاومة	81
12	خرائط النقاط والأشكال	81
13	رسوم الشموع	82
14	منهج التحليل الأساسي	87
15	منهجية ومراحل التحليل الأساسي	93
16	الاتجاهات الرئيسية والتحركات الثانوية واليومية لنظرية داو	96
17	رسم بياني لحركة سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2014-2016)	102
18	تضخم جذب الطلب	112
19	التضخم من جانب التكلفة	113
20	سعر الفائدة الاسمي مقابل سعر الفائدة الحقيقي في USA	119
21	النظرية الكلاسيكية في سعر الفائدة	122
22	نظرية الأرصدّة المعدة للإقراض في تحديد سعر الفائدة	123
23	سعر الفائدة التوازني	125
24	نموذج (IS-LM)	126
25	الجهات المؤثرة في عرض النقود	133
26	العرض النقدي في إطار المفهوم الكلاسيكي	135
27	عرض النقود في التحليل الكينزي	136
28	الهيكل التنظيمي لبورصة عمان -الأردن-	169
29	تطور المؤشر العام لأسعار الأسهم خلال الفترة (1990-2020)	182

183	تطور مؤشر القيمة السوقية خلال الفترة (1990-2020)	30
184	تطور مؤشر حجم التداول خلال الفترة (1990-2020)	31
185	تطور مؤشر معدل دوران السهم خلال الفترة (1990-2020)	32
186	تطور مؤشر عدد الشركات المدرجة خلال الفترة (1990-2020)	33
189	تطور مؤشر معدل التضخم خلال الفترة (1990-2020)	34
190	تطور مؤشر سعر الفائدة خلال الفترة (1990-2020)	35
191	تطور مؤشر عرض النقود خلال الفترة (1990-2020)	36
192	تطور مؤشر سعر الصرف خلال الفترة (1990-2020)	37
193	تطور مؤشر النمو الاقتصادي خلال الفترة (1990-2020)	38
200	المتغيرات المستخدمة في نموذج الدراسة	39
202	التمثيل البياني لمستويات السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة خلال الفترة (1990-2020)	40
203	التمثيل البياني للفروق الأولى لمتغيرات الدراسة خلال الفترة (1990-2020)	41
205	اختبار الفجوات الملائمة في نموذج الدراسة	42
213	اختبار توزيع البواقي	43
214	اختبار المجموع التراكمي للبواقي المعادة	44
214	اختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعادة	45

فهرس الملاحق

الصفحة	العنوان	الرقم
239	مؤشرات أداء سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1990-2020)	1
240	متغيرات الاقتصاد الكلي في الأردن خلال الفترة (1990-2020)	2

قائمة المصطلحات الأساسية

المصطلح باللغة الإنجليزية	المصطلح باللغة العربية
financial market	السوق المالية
Money Market	سوق النقد
interbank market	سوق ما بين البنوك
Open market	السوق المفتوحة
Capital Market	سوق رأس المال
Spot Markets	الأسواق الحاضرة
Forward Markets	الأسواق الآجلة
Stock market	سوق الأوراق المالية
Primary Market	السوق الأولية
Secondary Market	السوق الثانوية
Organized Market	السوق المنظمة
Unorganized Market	السوق غير المنظمة
Third market	السوق الثالثة
Fourth market	السوق الرابعة
Financial intermediaries	الوسطاء الماليون
Order au mieux	الأمر بالسعر الأحسن
Market Orders	أوامر السوق
Limit Orders	أوامر محددة
Stop orders	أوامر الإيقاف
Temporary Order	الأمر المؤقت
Open Term Order	الأمر المفتوح المدة
Opening Price	سعر الفتح
Closing Price	سعر الإقفال
Short selling	البيع على المكشوف
Marginal purchase	الشراء الهامشي
The efficient stock market	سوق الأوراق المالية الكفؤة
Price Efficiency	كفاءة التسعير
Operational Efficiency	كفاءة التشغيل
Weak- Form Efficiency	كفاءة السوق بالشكل الضعيف

Semi-Strong Form	كفاءة السوق بالشكل شبه القوي
Strong- Form	كفاءة السوق بالشكل القوي
stock market liquidity	سيولة سوق الأوراق المالية
Market Depth	عمق السوق
Breadth Market	اتساع السوق
Resiliency	سرعة استجابة السوق
stock market indices	مؤشرات سوق الأوراق المالية
market value index	مؤشر القيمة السوقية
The number of companies index	مؤشر عدد الشركات
Trading volume percentage	نسبة حجم التداول
turnover rate	معدل الدوران
Par Value	القيمة الاسمية
Book Value	القيمة الدفترية
Liquidation Value	القيمة التصفوية
Common Stocks	الأسهم العادية
Preferred Stocks	الأسهم الممتازة
Bonds	السندات
option contracts	عقود الخيار
Call Option	خيار الشراء
Put Option	خيار البيع
future contracts	العقود المستقبلية
swap contracts	عقود المبادلة
Technical Analysis	التحليل الفني
Barron's Confidence Index	مؤشر الثقة لبارون
Big Block Index	مؤشر الكميات الكبيرة
Relative Strength Index	مؤشر القوة النسبية
Simple Moving Average	المتوسط المتحرك البسيط
Weighted moving average	المتوسط المتحرك المرجح
Support and resistance lines	خطوط الدعم والمقاومة
Points and Figure charts	خرائط النقاط والأشكال
Candle Sticks	رسوم الشموع
Dow theory	نظرية داو

Fundamental analysis	التحليل الأساسي
Liquidity ratios	نسب السيولة
activity ratios	نسب النشاط
profitability ratios	نسب الربحية
Borrowing ratios	نسب الاقتراض
Market ratios	نسب السوق
Inflation	التضخم
Consumer Price Index	الرقم القياسي لأسعار المستهلك
Producer Price Index	الرقم القياسي لأسعار المنتج
Interest rate	سعر الفائدة
money supply	عرض النقود
central bank	البنك المركزي
commercial banks	البنوك التجارية
exchange rate	سعر الصرف
nominal exchange rate	سعر الصرف الاسمي
real exchange rate	سعر الصرف الحقيقي
Economic growth	النمو الاقتصادي
Capital	رأس المال
technical evolution	التطور التقني
dependent variable	المتغير التابع
independent variables	المتغيرات المستقلة
Augumented Dickey-Fuller Test	اختبار ديكي- فولر الموسع
Phillips and Perron Test	اختبار فيليبس وبيرون
Bound- Test	اختبار الحدود لعلاقة التكامل المشترك
Stability Test	اختبار استقرارية النموذج

قائمة أهم الرموز والاختصارات

الرمز	التعريف	الرمز	التعريف
S & P 500	مؤشر ستاندر آند بور 500	CC	سعر الصرف الآني
RSI	مؤشر القوة النسبية	CT	سعر الصرف الآجل
CP	سعر الإقفال	I _E	معدل الفائدة الخارجي الاسمي
E _n	ربحية السهم العادي	I _D	معدل الفائدة الداخلي الاسمي
V, k	القيمة الحقيقية، معدل العائد المطلوب	NSC V900	نظام التداول الإلكتروني في بورصة عمان
R _f	العائد الخالي من المخاطرة	Index (t)	الرقم القياسي عند الزمن t؛ البسيط، المرجح بالقيمة السوقية، المرجح بالأسهم الحرة
R _m	معدل عائد السوق	Exp	الدالة الأسية
R _m -) (R _f)	علاوة مخاطرة السوق	Ln (10)	دالة اللوغاريتم ذات الأساس 10
VF	القيمة الإسمية للسند	S	عدد الأسهم المدرجة
CPI	الرقم القياسي لأسعار المستهلك	M _t	القيمة السوقية لشركات العينة عند الزمن t
PPI	الرقم القياسي لأسعار المنتج	B _t	القيمة الأساسية (Base Value)
P	المستوى العام للأسعار	M _{ad}	القيمة السوقية المعدلة عند الزمن t
(i)	معدل الفائدة	I _t	القيمة السوقية للإصدارات الجديدة
S+M	العرض الكلي للأرصدة المعدة للإقراض (ادخار+عرض نقود الائتمان المصرفي)	N _t	القيمة السوقية لأي شركة أضيفت إلى العينة خلال الزمن t
I+H	الطلب الكلي للأرصدة المعدة للإقراض (استثمار+ مستوى الاكتناز)	Q _{t-1}	القيمة السوقية لأي شركة للفترة السابقة (t-1)
Md1	الطلب على النقود بدافع المعاملات والاحتياط	P _{ti}	سعر إغلاق سهم الشركة i في الزمن (t)
Md2	الطلب على النقود بدافع المضاربة	S _{ti}	عدد الأسهم المدرجة للشركة i كما هي في الزمن t
(Ms)	منحني عرض النقود	F _{ti}	المعامل للشركة i كما هي في الزمن t
(Md)	منحني الطلب على النقود	D _t	مقام الرقم القياسي Divisor في الزمن t
IS	توازن القطاع الحقيقي (سوق السلع والخدمات)	K	مؤشر القيمة السوقية كنسبة من الناتج م.إ
LM	توازن القطاع النقدي (سوق النقد)	Inf	مؤشر معدل التضخم
M1	عرض النقد بالمعنى الضيق	R	مؤشر سعر الفائدة
C	العملة في التداول	M	المعروض النقدي

سعر الصرف الرسمي	Ex	الودائع الجارية	DD
النمو الاقتصادي	Y	عرض النقد بالمعنى الواسع	M2
منهجية الانحدار الذاتي ذي الإبطاء الموزع	ARDL	الودائع لأجل	Td
اختبار ديكي فولر الموسع	ADF	ودائع التوفير	Sd
اختبار فيليبس ويرون	PP	عرض النقد بالمعنى الأوسع	M3
طريقة المربعات الصغرى العادية	OLS	الودائع الادخارية (الأخرى)	S
فرضية العدم والفرضية البديلة	H₀, H₁	السيولة العامة للاقتصاد	M4
مقياس شوارز Schwars	SBC	شهادات الودائع القابلة للتفاوض	Lm
مقياس أكايك Akaike	AIC	القاعدة النقدية، مضاعف النقود	B, m
الفروق من الدرجة الأولى	Δ	الاحتياطات في الجهاز المصرفي	R
الحد الثابت، واتجاه الزمن على التوالي	C, t	التغير في عرض النقود	ΔM
حد الخطأ العشوائي	ε_t	التغير في القاعدة النقدية	ΔB
معاملات العلاقة طويلة الأجل	α₁, α₂, α₃, α₄	نسبة السيولة إلى حجم الودائع التي يحتفظ بها الجمهور خارج البنوك	Cd
معاملات العلاقة قصيرة الأجل	B₁, B₂, B₃, B₄	نسبة الودائع الآجلة إلى إجمالي الودائع التي يحتفظ بها الجمهور داخل البنوك	Td
إحصائية اختبار فيشر	F- statistic	التغير في الناتج الوطني الإجمالي	ΔPIB
نموذج تصحيح الخطأ	ECM	الدخل الحقيقي، التغير في الدخل الحقيقي	ΔY, Y
حد تصحيح الخطأ	ECT_{t-1}	سعر الصرف الحقيقي	ε
اختبار المجموع التراكمي للبواقي المعادة	CUSUM	سعر الصرف الاسمي	E
اختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعادة	CUSUM of Squares	المستوى العام للأسعار في البلد الأجنبي	P*

ملخص:

تهدف هذه الدراسة وبشكل أساسي إلى اختبار وتقدير العلاقة الديناميكية بين متغيرات الاقتصاد الكلي المختارة وأداء سوق عمان للأوراق المالية في الأجلين القصير والطويل، من خلال بناء نموذج قياسي يعتمد على منهجية الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL)، لبيانات السلاسل الزمنية السنوية للفترة الممتدة من 1990 إلى غاية 2020. استخدمت الدراسة "معدل التضخم، سعر الفائدة، عرض النقود، سعر الصرف، والنمو الاقتصادي" كمتغيرات مستقلة، و"مؤشر القيمة السوقية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي" كمتغير تابع. تم إسقاط سعر الصرف من نموذج الدراسة كونه مرتبط مع معدل التضخم، وذلك بسبب سياسة ثبات سعر صرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي منذ سنة 1996 وإلى غاية نهاية الدراسة. توصلت الدراسة إلى؛ وجود أثر إيجابي وذو معنوية لمعدل التضخم والنمو الاقتصادي على مؤشر القيمة السوقية لسوق عمان المالي في الأجلين القصير والطويل، وأثر سلبي وذو معنوية لعرض النقود وسعر الفائدة على مؤشر القيمة السوقية لسوق عمان المالي في الأجل الطويل، في حين لم تثبت معنوية هاذين المؤشرين على مؤشر القيمة السوقية لسوق عمان المالي في الأجل القصير، وبناء عليه توصي الدراسة المستثمرين في السوق المالي الأردني بضرورة مراقبة بيئة الاقتصاد الكلي وأخذ متغيراته المؤثرة بعين الاعتبار عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، ذلك أن تسعير الأوراق المالية في بورصة عمان يأخذ بعين الاعتبار المعلومات الواردة حول التغيرات التي تحدث في هذه المتغيرات الاقتصادية.

الكلمات المفتاحية: متغيرات الاقتصاد الكلي، مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، الاقتصاد الأردني، سوق عمان المالي، نموذج ARDL.

Abstract:

This study mainly aims at testing and estimating the dynamic relationship between the selected macroeconomic variables and the performance of the Amman Stock Exchange in the short and long terms, by building a standard model based on the Autoregressive Distributed Deceleration (ARDL) methodology. For annual time series data for the period from 1990 to 2020. The study used "inflation rate, interest rate, money supply, exchange rate, and economic growth" as independent variables, and "market value index as a percentage of GDP" as a dependent variable. The exchange rate was dropped from the study model because it is related to the inflation rate, due to the policy of fixing the exchange rate of the Jordanian dinar against the US dollar since 1996 until the end of the study.

The study found; There is a positive and significant effect of the rate of inflation and economic growth on the index of the market value of the Amman financial market in the short and long terms, and a negative and significant effect of the money supply and the interest rate on the index of the market value of the Amman financial market in the long term, while the significance of these two indicators was not proven on the value index market for the Amman Stock Exchange in the short term. Accordingly, the study recommends that investors in the Jordanian financial market need to monitor the macroeconomic environment and take its influential variables into account when making their investment decisions, so that the pricing of securities in the Amman Stock Exchange takes into account the information received about the changes that occur in these economic variables.

Keywords: macroeconomic variables, stock market performance indicators, Jordanian economy, Amman financial market, ARDL model.

حقائق

تمهيد:

شهد العالم خلال العقدین الأخيرین من الزمن تطورات وتغیرات جذرية هامة، مست الحياة الاقتصادية والسياسية للدول بمختلف جوانبها، ومن بین هذه التطورات/ والتغیرات الاهتمام بمصادر التمويل، فبعدها كانت الريادة في تمويل الاقتصاد ولفترة من الزمن لصالح الوساطة البنكية، تحولت مع نهاية القرن المنصرم لصالح الأسواق المالية، مما أعطى أهمية متزايدة لها وأصبح وجودها أي؛ أسواق الأوراق المالية ضرورة ملحة أملتھا الظروف الاقتصادية العالمية وذلك للمهام التي تؤديها والمتمثلة أساسا في ربط قطاعات الفائض المالي بقطاعات العجز، وكذلك لما لها من أثر كبير في النشاط الاقتصادي والاجتماعي في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء.

وللقيام بالدور المنوط بما ينبغي أن تتوفر هذه الأسواق على شرط أساسي ألا وهو؛ الكفاءة في أداؤها، إذ تعد درجة كفاءة البورصات معيارا لقدرتها على تأدية وظائفها، والتي تتحقق إذا ما قامت البورصة بعكس المعلومات الواردة إليها خاصة تلك المتعلقة بالاقتصاد الكلي للبلد، كما تعد الأرقام القياسية من أهم المؤشرات التي تقيس أداءها، هذا الأخير قد يتأثر بمجموعة من العوامل/ والتغیرات التي قد يكون لبعضها أثر إيجابي ولبعضها الآخر أثر سلبي الأمر الذي يسبب التقلبات في مؤشراتھا، ومن بین العوامل المؤثرة في أداء سوق الأوراق المالية نجد؛ **متغیرات الاقتصاد الكلي**، وهو ما يفسر تركيز العديد من المحللين الاقتصاديين على دراسة هذه المتغیرات التي تؤثر وبصفة جوهرية على أداء سوق الأوراق المالية، والتي يهتم التحليل الأساسي بدراسة وتحليلها باعتبارها أداة تركز في تحليلها على الظروف الاقتصادية العامة، وبالضبط على المتغیرات الاقتصادية الكلية وتحديد علاقتها بسوق الأوراق المالية، ما يساعد مستثمري الأسهم على اتخاذ القرارات السليمة في الأسواق المالية.

إن الأدلة المستقاة من الدراسات التجريبية تؤكد الدور الكبير الذي تلعبه أسواق الأوراق المالية المتطورة في التنمية الاقتصادية، ومن هنا فإن النقاشات حول تسريعها في الدول النامية ينبغي أن تؤخذ بعين الاعتبار، ما دفع بالعديد من الدول النامية إلى إنشاء وتطوير أسواقها المالية من خلال إجراء تكييف واسع في بنية اقتصادياتھا، وذلك انطلاقا من فهم أن المتغیرات الاقتصادية تؤثر وبشكل فاعل في درجة تطور هذه الأسواق، والأردن من بينها حيث أعطت أهمية بالغة لإنشاء وتطوير سوقها المالي، والذي كان ضمن سياسات الإصلاح الاقتصادي التي تستهدف سد الاحتياجات التمويلية في الاقتصاد خاصة في ظل قصور الدور التقليدي للجهاز المصرفي.

إن دراسة وتحليل آلية التأثير وفهم العلاقة بين متغیرات الاقتصاد الكلي وأداء سوق الأوراق المالية تعد من أهم العناصر التي تساهم في وضع السياسات الاقتصادية الملائمة للمحافظة على الاستقرار في أداھا، حيث يعتقد الاقتصاديون أن السياسات الحكومية والتغیرات في مؤشرات الاقتصاد الكلي المرتبطة بما لها تأثير كبير على النشاط الاقتصادي ككل بما في ذلك سوق الأوراق المالية، ما يبرز أهمية البحث في هذه المتغیرات، وتعد الدراسة الحالية محاولة

لوقوف على أهم العوامل المؤثرة في أداء سوق عمان المالي وتحديد الأهمية النسبية لكل متغير في التأثير على أداء هذه السوق في الأجلين القصير والطويل، وذلك بالاعتماد على منهجية الانحدار الذاتي ذي الإبطاء الموزع (ARDL).

1- إشكالية الدراسة:

واستناداً للأدبيات النظرية والدراسات السابقة التي تم اعتمادها لشرح العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي وأداء سوق الأوراق المالية، تم تحديد المتغيرات التالية التي سيتم التركيز عليها في الدراسة القياسية؛ وهي: التضخم، معدلات الفائدة، عرض النقود، سعر الصرف والنمو الاقتصادي، لقياس وتحليل العلاقة الديناميكية بينها وبين أداء سوق عمان المالي، وعليه يمكننا صياغة الإشكالية الرئيسية للبحث والتي سنحاول الإجابة عليها وفق نموذج قياسي على النحو التالي: هل توجد علاقة تأثير ديناميكي طويلة المدى وقصيرة المدى بين متغيرات الاقتصاد الكلي المختارة وأداء سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1990-2020)؟

يندرج تحت هذا التساؤل الرئيسي التساؤلات الجزئية التالية:

- ✓ ما طبيعة الأثر الذي يمارسه معدل التضخم على أداء سوق عمان للأوراق المالية في الأمدين الطويل والقصير؟
- ✓ كيف يكون أثر المعروض النقدي على أداء سوق عمان للأوراق المالية على المستويين الطويل والقصير؟
- ✓ كيف يؤثر سعر الفائدة على أداء سوق عمان للأوراق المالية في الأجلين الطويل والقصير؟
- ✓ هل يوجد تأثير ذو معنوية للنمو الاقتصادي على أداء سوق عمان للأوراق المالية على المستويين الطويل والقصير؟

2- فرضيات الدراسة:

من خلال الإشكالية الرئيسية للبحث وجملة التساؤلات الفرعية؛ يمكن صياغة الفرضيات التالية:

- ✓ هناك تأثير سلبي وذو معنوية لمعدل التضخم على أداء سوق عمان للأوراق المالية في الأمدين الطويل والقصير؛
- ✓ يكون أثر المعروض النقدي على أداء سوق عمان للأوراق المالية كبير وذو معنوية إيجابية في الأجل الطويل من الأثر في الأجل القصير؛
- ✓ يكون تأثير سعر الفائدة على أداء سوق عمان للأوراق المالية سلبياً وذو معنوية في الأجل الطويل وغير معنوي إحصائياً في الأجل القصير؛
- ✓ يوجد تأثير إيجابي وذو معنوية للنمو الاقتصادي على أداء سوق عمان للأوراق المالية على المستويين الطويل والقصير.

3- أهمية الدراسة:

تستمد هذه الدراسة أهميتها من أهمية سوق الأوراق المالية والخاصية التي تتمتع بها كأداة تمويلية مستحدثة اعتمدها كثير من الدول على اختلاف درجة تقدمها لدعم وتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، وذلك من خلال تعبئة المدخرات المالية وتوجيهها التوجيه السليم الذي يخدم هذه التنمية، كما تنبع أهميتها من دراستها للمتغيرات الاقتصادية الكلية ودورها في تفسير تطور أداء سوق الأوراق المالية، مع مراجعة الأدبيات والنظريات الاقتصادية للعلاقة، حيث تعد العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأسعار الأسهم من المواضيع التي تلقى اهتماما خاصا من قبل؛ الاقتصاديين، الباحثين، المستثمرين، وصناع السياسات الاقتصادية... وغيرهم، وما يزيد من أهمية الدراسة هو أنها ستقدم دليلا حديثا من بورصة عمان للأوراق المالية التي تعد واحدة من أهم الأسواق المالية الناشئة في الدول العربية، مما يساعد على وضع السياسات الاقتصادية الملائمة على مستوى الاقتصاد الأردني للمحافظة على استقرار سوق عمان المالي، وهو ما يعكس استفادة الأطراف المتعاملة مع هذه السوق -مستقبلا- من نتائج وتوصيات هذه الدراسة.

4- أهداف الدراسة:

تسعى هذه الدراسة وبشكل أساسي إلى تحقيق جملة من الأهداف؛ نذكر منها:

- ✓ تسليط الضوء على الأدبيات الخاصة بسوق الأوراق المالية من خلال الإطار النظري والمفاهيمي للسوق؛
- ✓ الاهتمام بإبراز الأدبيات النظرية والدراسات السابقة التي تعكس اتجاه العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي المختارة وأداء سوق الأوراق المالية؛
- ✓ تقدير العلاقة الديناميكية بين متغيرات الاقتصاد الكلي المختارة ومؤشر القيمة السوقية لسوق عمان المالي في الأجلين القصير والطويل، بواسطة اختبارات إحصائية متقدمة تناسب وموضوع الدراسة؛
- ✓ محاولة معرفة مدى تطابق الجانب النظري للدراسة مع الواقع التطبيقي، ومقارنة النتائج المتوصل إليها مع الأدبيات النظرية والنتائج التي توصلت إليها الدراسات السابقة؛
- ✓ الخروج بتوصيات قد تفيد مستقبلا الأطراف المتعاملة مع السوق، كما قد تفيد متخذي القرار بالملكة على تعزيز كفاءة ودور السوق المالي في الاقتصاد الوطني.

5- منهج الدراسة والأدوات المستخدمة:

نظرا لطبيعة موضوع الدراسة وسعيا لتحقيق أهدافه، سيتم الاعتماد على؛ **المنهج التاريخي** من أجل تتبع المراحل التي مرت بها سوق الأوراق المالية بصفة عامة وفي المملكة الأردنية الهاشمية بصفة خاصة، وكذلك أسلوب المزج بين **المنهج الوصفي والتحليلي** لبلورة الإطار النظري للدراسة، وذلك من خلال مراجعة المادة العلمية المستقاة من مختلف المراجع المعتمدة والتي لها صلة بموضوع البحث، وأخيرا **المنهج القياسي** لاختبار العلاقة الديناميكية بين متغيرات الاقتصاد

الكلية المختارة ومؤشر القيمة السوقية لسوق عمان المالي في إطار منهجية الانحدار الذاتي ذي الإبطاء الموزع "ARDL"، وباستخدام البرنامج الإحصائي **Eviews 10**.

6- تحديد إطار الدراسة:

يتمثل الإطار المكاني للدراسة في سوق عمان للأوراق المالية وذلك من منطلق أن الدراسة تركز على تقدير العلاقة الديناميكية بين متغيرات الاقتصاد الكلي المختارة وأداء سوق عمان المالي، أما الإطار الزمني للدراسة فقد حدد للفترة الممتدة من سنة 1990 وإلى غاية سنة 2020، من منطلق أن "سنة 1990" هي سنة اندلاع حرب الخليج، والتي من تداعياتها عودة العاملين الأردنيين من دول الخليج العربي إلى المملكة مما أدى إلى ارتفاع قيمة الاستثمارات في البورصة وارتفاع حجم السيولة.

7- الدراسات السابقة:

من الفضاء التحريبي يوجد عدد من الإسهامات "العربية والأجنبية" التي اهتمت بدراسة العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي وأداء سوق الأوراق المالية. نحاول التركيز على عدد منها وفقاً لتسلسلها الزمني؛ على النحو التالي:

*الدراسات باللغة العربية:

1-دراسة (هاجين مردان، 2020، الصفحات 105-116): تهدف هذه الدراسة وبشكل أساسي إلى التعرف على مدى تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية المختارة؛ وهي: "سعر النفط، النمو الاقتصادي، سعر الصرف للدينار العراقي، الاستثمار الأجنبي المباشر ومعدل الفائدة" على المؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية للفترة الممتدة من 2005 إلى 2018، باستخدام التحليل الإحصائي والقياسي كالانحدار المتعدد. أظهرت نتائج الدراسة وجود تأثير سلبي وذو معنوية لكل من أسعار النفط وسعر الصرف، وعدم معنوية التأثير السلبي لكل من الاستثمار الأجنبي المباشر ومعدل الفائدة مع عدم معنوية التأثير الإيجابي للنمو الاقتصادي على المتغير التابع "المؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية".

2-دراسة (بودريوة و سعيح، 2019، الصفحات 313-324): الهدف الأساسي لهذه الدراسة هو التعرف على مدى تأثير بعض متغيرات الاقتصاد الكلي المتمثلة في؛ "معدل الفائدة، سعر صرف الدرهم المغربي مقابل الدولار الأمريكي، والعرض النقدي بمفهومه الواسع" على المؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة الدار البيضاء بالمغرب، ولبلوغ هذا الهدف قام الباحثان بتحليل قاعدة بيانات شهرية لمتغيرات الدراسة خلال الفترة (2008-2018)، باستخدام نماذج الفجوات الزمنية المتباطئة ARDL. أظهرت النتائج عدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، وهذه النتيجة تتنافى مع ما توصل إليه الجانب النظري للدراسة بسبب الأداء السلبي لمؤشر الدار البيضاء المغربية وانخفاض حجم التداول فيها خلال فترة الدراسة، وانعدام التكامل بين بورصة الدار البيضاء بالمغرب والقطاع المصرفي في تمويل الاقتصاد،

كما بينت النتائج أيضاً وجود تأثير سلبي وذو معنوية لمعدلات الفائدة على المؤشر العام لأسعار الأسهم بالمغرب في المدى القصير، حيث يؤدي تراجع أسعار الفائدة إلى حدوث تغير إيجابي على أرباحها وأسعار أسهمها في البورصة.

3-دراسة (بسع، 2019، الصفحات 105-120): تهدف هذه الدراسة وبشكل تجريبي إلى بيان أثر بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأسهم الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2000-2018)، باستخدام اختبار التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ. أظهرت نتائج الدراسة وجود تأثير جوهري لهذه المتغيرات على مؤشر أسعار الأسهم الإسلامية بماليزيا على المدى الطويل، وإلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل من المتغيرات المستقلة إلى مؤشر أسعار الأسهم الإسلامية. وأن هذا المؤشر يرتبط بعلاقة إيجابية مع سعر الفائدة على أدوات الخزانة والعرض النقدي، وعلاقة عكسية مع سعر صرف الرينجيت مقابل الدولار، التضخم، نسبة العجز الموازي والدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي.

4-دراسة (لافي النيف، 2018، الصفحات 127-149): تهدف هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة الديناميكية بين عدد من متغيرات الاقتصاد الكلي؛ "عرض النقود، التضخم والرقم القياسي للإنتاج الصناعي" والمؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة (2000-2016) بالاعتماد على بيانات شهرية، وذلك باستخدام منهجية التكامل المشترك وسببية جرانجر، وتحليل مكونات التباين. خلصت الدراسة إلى وجود علاقة توازنية في الأجل الطويل بين مؤشر البورصة وعرض النقود، في حين أشارت النتائج إلى عدم وجود علاقة توازنية في الأجل الطويل بين مؤشر البورصة وكل من معدل التضخم، والرقم القياسي للإنتاج الصناعي، كما أشارت النتائج إلى وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه، تتجه من مؤشر البورصة إلى جميع متغيرات الاقتصاد الكلي في الأجل القصير، وأخيراً فقد أظهر اختبار مكونات التباين؛ تواضع القدرة التفسيرية لمتغيرات الدراسة في تفسير التباين في مؤشر بورصة عمان.

5-دراسة (عنانزه و بطارسه، 2017، الصفحات 91-109): هدفت هذه الدراسة وبشكل قياسي إلى اختبار تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على عوائد مؤشر سوق عمان للأوراق المالية باستخدام بيانات ربع سنوية للمؤشر المرجح بالقيمة السوقية للفترة (1993-2012). استخدمت الدراسة خمس متغيرات اقتصادية كلية تمثلت في؛ "عرض النقد الحقيقي، الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، الرقم القياسي لأسعار المستهلك (التضخم)، الوسط المرجح لأسعار الفائدة على القروض والسلف وتحويلات العاملين"، وقد تم استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) ومنهجية عدم ثبات التباين المشروط بالارتباط المتسلسل المعمم (GARCH) لاختبار العلاقة ما بين المتغير التابع ومجموعة المتغيرات المستقلة، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية ما بين تحويلات العاملين وكذلك الرقم القياسي لأسعار المستهلك مع عوائد مؤشر سوق عمان المالي، وعلاقة عكسية ذات دلالة إحصائية ما بين عرض النقد الحقيقي والوسط المرجح لأسعار الفائدة على القروض والسلف مع عوائد مؤشر سوق عمان المالي بينما لم يكن الناتج المحلي الإجمالي ذا دلالة إحصائية عند مستوى معنوية مقبول.

6- دراسة (سراي، 2017، الصفحات 02-267): حاولت هذه الدراسة معالجة الإشكالية المتعلقة بتأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية المختارة على أداء الأسواق المالية في الدول العربية مع الإشارة لكل من؛ المغرب، مصر والأردن، بالتحليل والقياس، فوجدت أن هناك علاقة تأثير تربط بين بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية ونشاط السوق المالية، وخاصة النمو في الناتج المحلي ومعدلات الفائدة، وبصفة عامة توصلت الدراسة إلى أن الأسواق المالية العربية تبقى في مجملها حديثة النشأة، محدودة في أدائها وفي الأدوات المالية المعروضة للتداول، كما سجلت الدراسة أيضا قصورا في الأطر التشريعية المنظمة لعملها مقارنة بالدول المتقدمة والأسواق الناشئة.

7- دراسة (الخفاجي، 2016، الصفحات 12-161): تهدف هذه الدراسة إلى الكشف عن الآثار التي تركتها المتغيرات النقدية المتمثلة في؛ "سعر الصرف، سعر الفائدة، عرض النقود" بوصفها متغيرات مستقلة في أهم مؤشرات أداء الأسواق المالية (القيمة السوقية للأسهم المتداولة، ومعدل دوران الأسهم المتداولة) بالنسبة لكل من الولايات المتحدة الأمريكية والصين، وكذلك المتغيرات المتمثلة في؛ (مؤشر Shanghai، ومؤشر Shenzhen) الخاصة بالأسواق المالية في الصين بوصفها متغيرات معتمدة وذلك باستخدام أسلوب الانحدار الخطي، وأعتمد التحليل على البيانات السنوية خلال الفترة (2003-2014). توصلت الدراسة إلى أن سعر الصرف الأجنبي هو أكثر العوامل التي تؤثر على القيمة السوقية للأسهم المتداولة ومعدل دوران الأسهم المتداولة في و.م. الأمريكية، أما في الصين فالمتغيرات الأكثر تأثيرا على أسعار الأسهم هي سعر الصرف الأجنبي وعرض النقد حيث يظهر تأثيرهما على القيمة السوقية للأسهم المتداولة ومعدل دوران الأسهم المتداولة، أما أكثر العوامل التي تؤثر على (مؤشر Shanghai، ومؤشر Shenzhen) هما سعر الصرف الأجنبي وسعر الفائدة.

*الدراسات باللغة الأجنبية:

1-دراسة (NEIFAR & al, 2021, pp. 01-21): تهدف هذه الدراسة إلى تفحص العلاقة بين عوامل الاقتصاد الكلي؛ وهي: "سعر الفائدة، مؤشر أسعار المستهلك، سعر الصرف" وسوق الأوراق المالية في المملكة المتحدة لفترة ما قبل الأزمة المالية العالمية 2008 (GFC)؛ من يناير 1999 إلى ديسمبر 2007. النتائج التي توصل إليها كل من؛ جوهانسون للتكامل المشترك، واختبارات السببية لجرانجر وتودا ياماموتو (TY) تظهر على التوالي؛ أنه لا يوجد تكامل مشترك بين المتغيرات، ولم يتم الكشف عن علاقة سببية من العوامل الكلية إلى عائد المخزون، وتم تصوير علاقة سببية أحادية الاتجاه من سعر الصرف إلى سعر السهم. بينما من نتائج اختبارات VAR Granger غير السببية/Block Exogeneity Wald، يتسبب كل من التضخم (INF) ونمو سعر الصرف (EXCG) Granger في عائد سوق الأسهم في المملكة المتحدة. علاوة على ذلك تُظهر مواصفات ARDL تأثيرًا مستقرًا على المدى الطويل لجميع عوامل الاقتصاد الكلي المدروسة على سعر سهم المملكة المتحدة؛ على وجه التحديد تظهر نتائج ECM أن

جميع عوامل الاقتصاد الكلي المدروسة تدفع أسعار الأسهم في المملكة المتحدة نحو التوازن على المدى الطويل بسرعة عالية.

2-دراسة (Isaac John, 2018, pp. 47-58): فحصت هذه الورقة محددات الاقتصاد الكلي لأداء سوق الأوراق المالية في نيجيريا باستخدام بيانات السلاسل الزمنية السنوية للفترة (1981-2016). تم الحصول على البيانات من النشرة الإحصائية للبنك المركزي النيجيري (CBN). استخدمت الدراسة أربع متغيرات اقتصادية كلية وهي: "عرض النقود، سعر الفائدة، سعر الصرف ومعدل التضخم" كمتغيرات مستقلة، و"مؤشر القيمة السوقية" كمتغير تابع. أظهرت نتائج اختبار (Jarque-Bera) أن جميع سلاسل البيانات المستخدمة في الدراسة كانت موزعة بشكل طبيعي، وأوضحت نتائج اختبار ديكي فولر المعزز أن جميع المتغيرات قيد الدراسة كانت ثابتة عند الفروق الأولى لها عدا عرض النقود الذي كان ثابتاً عند الفرق الثاني، كما أظهرت نتائج انحدار المربعات الصغرى العادية (OLS) أن لعرض النقود تأثير إيجابي كبير؛ ولسعر الفائدة تأثير سلبي كبير؛ في حين أن ليس لسعر الصرف ومعدل التضخم تأثير ذي دلالة إحصائية على أداء سوق الأوراق المالية في نيجيريا. كشفت نتائج اختبار التكامل المشترك عن وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة؛ هذا يعني أن هناك علاقة طويلة المدى بين المتغيرات، كما كشفت نتائج اختبار السببية لجرانجر أن السببية أحادية الاتجاه تمتد من عرض النقود وسعر الفائدة إلى أداء سوق الأوراق المالية، لذلك خلصت الدراسة إلى أن عرض النقود وسعر الفائدة هما المحددان الحقيقيان لأداء سوق الأوراق المالية في نيجيريا.

3-دراسة (Wan Lee & Tantatape, 2018, pp. 7-17): تبحث هذه الورقة في العلاقات الديناميكية قصيرة المدى وطويلة المدى بين متغيرات الاقتصاد الكلي وأسعار الأسهم في بورصة كوريا للأوراق المالية، بالاعتماد على البيانات الشهرية من يناير 1986 إلى أكتوبر 2016. استخدمت الدراسة اختبار جذر الوحدة واختبار التكامل المشترك، تقديرات تصحيح الخطأ للمتجهات واختبار الاستجابة النبضية، وأخيراً اختبار الكسر الهيكلي. تشير نتائج اختبار جوهانسون للتكامل المشترك إلى وجود ثلاث معادلات تكامل مشترك على الأقل عند مستوى معنوية 05% في النموذج، مما يؤكد وجود علاقة توازن طويلة المدى بين أسعار الأسهم ومتغيرات الاقتصاد الكلي في كوريا، وتشير نتائج تقديرات نموذج تصحيح الخطأ المتجه (VECM) إلى أن العرض النقدي ومعدل الفائدة قصير الأجل لا يرتبطان بأسعار الأسهم على المدى القصير، بينما يرتبط سعر الصرف بشكل إيجابي بأسعار الأسهم، ويرتبط مؤشر الإنتاج الصناعي والتضخم ارتباطاً سلبياً بأسعار الأسهم في المدى القصير. علاوة على ذلك تشير تقديرات VECM إلى أن الصدمات الخارجية، مثل؛ صدمات الأزمة المالية الإقليمية أو العالمية ليس لها تأثير على ديناميكيات أسعار الأسهم في السوق الكورية، وعليه فإن المتغيرات الداخلية هي المحددة للديناميكيات الخاصة في النموذج.

4-دراسة (Khan & Khan, 2018, pp. 15-25): تهدف هذه الدراسة إلى تحديد تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي المختارة على أسعار الأسهم في باكستان من خلال تحليل البيانات الشهرية من مايو 2000 إلى أغسطس 2016

باستخدام منهجية ARDL. تشير النتائج إلى أن أسعار الأسهم في بورصة كراتشي تتأثر في المدى الطويل بشكل كبير بعرض النقود وسعر الصرف وسعر الفائدة. أما على المدى القصير فكل المتغيرات غير مهمة باستثناء سعر الصرف الذي يرتبط سلبًا بأسعار الأسهم.

5-دراسة (A. K. & JOSHI, 2017, pp. 61-78): الغرض من هذه الدراسة هو فحص العلاقة طويلة المدى وقصيرة المدى بين سعر السهم ومجموعة من متغيرات الاقتصاد الكلي للاقتصاد الهندي باستخدام البيانات السنوية للفترة (1979-2014). تم فحص العلاقة طويلة المدى من خلال تنفيذ نهج اختبار الحدود ARDL للتكامل المشترك. تم استخدام طريقة VECM لاختبار السببية على المدى القصير والطويل وتم استخدام تحليل التباين للتنبؤ بالصدمات الخارجية طويلة المدى للمتغيرات. تؤكد النتائج وجود علاقة طويلة المدى بين المتغيرات، كما تشير الدلائل إلى أن؛ النمو الاقتصادي، التضخم وسعر الصرف تؤثر بشكل إيجابي على أسعار الأسهم. بينما يؤثر سعر النفط الخام سلبًا على سعر السهم. تشير نتيجة VECM إلى أن السببية أحادية الاتجاه على المدى القصير وال المدى الطويل تمتد من النمو الاقتصادي والاستثمار الأجنبي المباشر إلى أسعار الأسهم في الهند. في حين تظهر نتيجة تحليل التباين أن تطوير سوق الأوراق المالية في الهند يفسر في الغالب من خلال الصدمات الخاصة به.

6-دراسة (Golam, Ullah, Islam, Alam, & Khan, 2017, pp. 770-779): هدفت هذه الدراسة إلى فحص أهمية متغيرات الاقتصاد الكلي في التأثير على أداء سوق الأوراق المالية في بلدان رابطة جنوب آسيا للتعاون الإقليمي باستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد OLS، بالاعتماد على بيانات سنوية للفترة (2005-2015). أظهرت نتائج الدراسة أن؛ سعر الصرف واحتياطي العملات الأجنبية وسعر الفائدة كلها ذات دلالة إحصائية في التأثير على أداء سوق الأوراق المالية في بلدان رابطة جنوب آسيا للتعاون الإقليمي، في حين أن التضخم وعرض النقود ليست لهما علاقة مهمة في التأثير على أداء سوق الأوراق المالية.

7-دراسة (D. & Gay, 2016, pp. 119-126): تهدف هذه الدراسة إلى التحقيق في علاقة السلاسل الزمنية بين متغيرات الاقتصاد الكلي؛ "سعر الصرف وأسعار النفط" وأسعار مؤشر سوق الأسهم في البرازيل وروسيا والهند والصين (BRIC) باستخدام نموذج Box-Jenkins ARIMA. على الرغم من عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر الصرف وسعر النفط في أسعار مؤشر سوق الأسهم لأي من دول مجموعة بريك، فقد يكون هذا بسبب تأثير عوامل الاقتصاد الكلي المحلية والدولية الأخرى على عوائد سوق الأوراق المالية، مما يستدعي مزيدًا من البحث، أيضًا لم يتم العثور على علاقة ذات دلالة إحصائية بين عوائد سوق الأسهم الحالية والسابقة، مما يشير إلى أن أسواق البرازيل وروسيا والهند والصين تظهر ضعف كفاءة السوق.

8-دراسة (Winful, Sarpong, & Kofi, 2016, pp. 106-126): تسعى هذه الورقة إلى تحديد تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي على أداء سوق الأوراق المالية لـ 41 دولة ناشئة للفترة (1996-2011). كانت

الأساليب الأربعة لاستقصاء التأثيرات هي؛ تقنية المربعات الصغرى العادية والقوية (OLS) و FGLS والمربعات الصغرى العادية الديناميكية (DOLS)، ثم Newey-West. تم اكتشاف أن انخفاض سعر الصرف في الدولارات وانخفاض مؤشر أسعار المستهلك يؤثر سلبًا على تطور سوق الأوراق المالية، بينما تؤثر زيادة المعروض النقدي على سوق الأسهم بشكل إيجابي. تسلط النتائج الضوء إذن على أهمية عوامل الاقتصاد الكلي مثل؛ مؤشر أسعار المستهلك وسعر الصرف وعرض النقود والنتائج المحلي الإجمالي في شرح أداء سوق الأوراق المالية في اقتصاديات الأسهم الناشئة.

9-دراسة (Mehwish, 2013, pp. 1017-1026): تهدف هذه الدراسة إلى فحص محددات الاقتصاد الكلي لأداء سوق الأوراق المالية في باكستان باستخدام بيانات السلاسل الزمنية للفترة (1988-2008). تضمنت المتغيرات المستخدمة؛ "الاستثمار الأجنبي المباشر كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي، معدل الفائدة الحقيقي، الائتمان المحلي الذي يقدمه القطاع المصرفي والقيمة المتداولة كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي"، في حين يقاس أداء سوق الأوراق المالية بالقيمة السوقية كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي. يتم تحليل البيانات بشكل كمي من خلال تحليل الانحدار في العروض الإلكترونية. توصلت الدراسة إلى أن؛ الاستثمار الأجنبي المباشر والقيمة المتداولة لهما تأثير إيجابي على أداء سوق الأسهم، وإلى وجود علاقة سلبية بين سعر الفائدة الحقيقي وأداء سوق الأوراق المالية، في حين أن تطوير القطاع المصرفي ليس له تأثير كبير على أداء سوق الأوراق المالية.

10-دراسة (Elly & Oriwo, 2012, pp. 38-49): تبحث هذه الدراسة في العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشر (NASI) ببورصة نيروبي، وتذهب إلى أبعد من ذلك لتحديد ما إذا كان يمكن استخدام التغيرات في متغيرات الاقتصاد الكلي للتنبؤ بمؤشر NASI في المستقبل. تشمل متغيرات الاقتصاد الكلي على؛ "سعر فائدة الإقراض، معدل التضخم وسعر سندات الخزانة (فاتورة T) ل 91 يومًا". تم جمع البيانات الثانوية للفترة من مارس 2008 إلى مارس 2012 على النحو التالي؛ بيانات NASI من بورصة نيروبي للأوراق المالية (NSE)، بيانات التضخم وبيانات أسعار الإقراض من مكتب الإحصاءات الوطني الكيني، وتم الحصول على بيانات فاتورة T لمدة 91 يومًا من البنك المركزي الكيني (CBK). تم تحليل البيانات باستخدام طريقة الانحدار، وتم إسقاط سعر الإقراض من نموذج الانحدار لأنه مرتبط بمعدل فاتورة 91 يومًا. تشير نتائج الدراسة إلى أن سعر فاتورة T ل 91 يومًا له علاقة سلبية مع NASI بينما التضخم له علاقة إيجابية ضعيفة مع NASI.

11-دراسة (Victor & Kuwornu, 2011, pp. 605-615): تبحث هذه الدراسة في العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي وعوائد سوق الأوراق المالية في غانا للفترة (1992-2008) باستخدام بيانات شهرية. شملت متغيرات الاقتصاد الكلي كل من؛ "مؤشر أسعار المستهلك (كبدل للتضخم)، أسعار النفط الخام، سعر الصرف وسعر سندات الخزانة لمدة 91 يومًا (كبدل لسعر الفائدة)". تم استخدام نموذج تقدير المربعات الصغرى (OLS) في سياق منهجية السلاسل الزمنية ل Box-Jenkins في إنشاء العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي وعوائد سوق الأوراق

المالية. تكشف النتائج التجريبية أن هناك علاقة مهمة بين عوائد سوق الأوراق المالية ومؤشر أسعار المستهلك (التضخم). من ناحية أخرى؛ لا يبدو أن أسعار النفط الخام، سعر الصرف، وسعر أذون الخزانة لها أي تأثير كبير على عوائد الأسهم.

12-دراسة (Aisyah, Mohd Sidek, & Fauziah, 2009, pp. 95-106): تستكشف هذه الدراسة التفاعلات بين متغيرات الاقتصاد الكلي المختارة وأسعار الأسهم لحالة ماليزيا في إطار نموذج الـ VAR. تم تطبيق بعض تقنيات الاقتصاد القياسي التقليدية إلى جانب مجموعة من الاختبارات التكميلية لتتبع ديناميكيات المدى القصير والطويل، عند اختبار نموذج تصحيح الخطأ، يظهر أن التغيرات في مؤشر سوق الأوراق المالية الماليزي تؤدي بالفعل إلى علاقة تكامل مشترك مع التغيرات في كل من؛ المعروض النقدي، سعر الفائدة، سعر الصرف، الاحتياطيات ومؤشر الإنتاج الصناعي، كما يُظهر اختبار استبعاد التأخر أن جميع المتغيرات الستة تساهم بشكل كبير في علاقة التكامل المشترك، هذا يدل على أن سوق الأسهم الماليزي حساس للتغيرات في متغيرات الاقتصاد الكلي. علاوة على ذلك واستناداً لتحليل التباين؛ تسلط هذه الورقة الضوء على أن سوق الأوراق المالية الماليزي يتمتع بتفاعل ديناميكي أقوى مع الاحتياطيات ومؤشر الإنتاج الصناعي مقارنةً بالعرض النقدي، سعر الفائدة وسعر الصرف.

وبعد استعراضنا للدراسات السابقة نجد أن في مجملها توصلت لنتائج متباينة لطبيعة العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي وأداء سوق الأوراق المالية، ويعزى ذلك لتنوع المؤشرات المستعملة، النموذج/ أو الأسلوب المستخدم في التحليل القياسي، تباين الفترات والدول محل الدراسة.... وغيرها، كما نلاحظ أيضاً أن هذه العلاقة لم تحظى بالاهتمام الكافي في الأسواق المالية بالدول العربية عكس الدول المتقدمة ويعود ذلك لعدة أسباب لسنا بصدد الخوض فيها، أما هذه الدراسة فيمكن القول أنها جاءت مختلفة عن سابقتها من خلال حداثة فترة الدراسة (من 1990- إلى 2020) والتي بلغت 31 سنة، وكانت دراسة الأثر الديناميكي للعلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشر القيمة السوقية لسوق عمان المالي في الأجلين الطويل والقصير عن طريق مقارنة **ARDL**، كما تستمد هذه الدراسة تميزها من تغطيتها لجوانب تفصيلية وموضوعية لسوق الأوراق المالية وأهم متغيرات الاقتصاد الكلي المؤثرة فيها من وجهة نظر الباحثة، وإيجاد تفسير لأسباب هذه العلاقة ودلائلها من خلال النظريات الاقتصادية والدراسات السابقة.

8- خطة وهيكل الدراسة:

موضوع الدراسة ارتأينا تقسيمه إلى أربعة فصول رئيسية -ثلاثة نظرية وفصل تطبيقي- بالإضافة إلى مقدمة وخاتمة

حيث:

يستعرض الأول منه؛ سوق الأوراق المالية: مدخل نظري مفاهيمي، وذلك من خلال تقديم أولي لموقع سوق الأوراق المالية ضمن خريطة السوق المالية، ثم الحديث عن بعض المفاهيم الأساسية المتعلقة بسوق الأوراق المالية وآلية عملها، ليتم

التطرق بعدها وبشكل أساسي إلى كل ما يتعلق بكفاءة سوق الأوراق المالية وبالأخص علاقة المعلومات بالكفاءة، وفي ختام الفصل نتناول وبصفة عامة أداء سوق الأوراق المالية ومؤشرات قياسه؛

في حين يستعرض الفصل الثاني؛ المداخل الرئيسية لتحليل الأوراق المالية: التحليل الفني والتحليل الأساسي، وفي هذا الإطار ستكون بداية عرض هذا الفصل من الدراسة؛ بتقديم لأهم الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، ثم توضيح لمنهج التحليلين الفني والأساسي المستعملين في عملية تحليل الأوراق المالية، لتتطرق بعدها مباشرة لمقارنة بين المدخلين والتعرف عن أيهما أفضل؛ الفني أم الأساسي؛

أما الفصل الثالث وبما أنه لب الدراسة فسنتناول فيه؛ التأسيس النظري لعلاقة متغيرات الاقتصاد الكلي بأداء سوق الأوراق المالية، من خلال استعراض متغيرات الاقتصاد الكلي المختارة (التضخم، سعر الفائدة، عرض النقود، سعر الصرف والنمو الاقتصادي) وعلاقتها بأداء سوق الأوراق المالية، بداية بالإطار المفاهيمي لكل متغير، ثم أهم النظريات المفسرة له، وفي الأخير دراسة العلاقة بين كل متغير وبين أداء سوق الأوراق المالية من خلال النظريات الاقتصادية والدراسات السابقة؛

فيما خصص الفصل الرابع والأخير للدراسة التطبيقية والذي سنقوم فيه ب؛ نمذجة قياسية للعلاقة الديناميكية بين متغيرات الاقتصاد الكلي وأداء سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1990-2020)، وعلى هذا الأساس ستكون بداية عرض الفصل التطبيقي؛ بتقديم لأهم المفاهيم النظرية المتعلقة بسوق عمان للأوراق المالية وآلية عملها، ثم عرض لواقع أداء سوق عمان المالي من خلال تقييم أداء مؤشرات الرئيسية خلال فترة الدراسة، لتتطرق بعدها مباشرة لتحليل اقتصادي للتطورات ذات العلاقة بنشاط سوق عمان المالي خلال فترة الدراسة؛ أما ختام هذا الفصل التطبيقي فسنخصصه للدراسة القياسية، والتي سنحاول من خلالها تقديم نموذج يوضح آلية التأثير ويسمح بالقياس الكمي (أي؛ التقدير) للعلاقة الديناميكية بين متغيرات الاقتصاد الكلي المختارة وأداء سوق عمان للأوراق المالية خلال فترة الدراسة، ومقارنة نتائج التقدير المتوصل إليها في الأجلين القصير والطويل مع الأدبيات النظرية التي تعكس اتجاه العلاقة بين متغيرات الدراسة والنتائج التي توصلت إليها الدراسات السابقة.

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

الفصل الأول

سوق الأوراق المالية: - مدخل نظري مفاهيمي -

تمهيد:

أدى التوسع في المجالات الاقتصادية المختلفة إلى إزدياد الإحتياجات التمويلية للوحدات الإنتاجية قائمة كانت/ أو جديدة، ولتلبية هذه الحاجة لا بد من توفر مصادر تمويل مختلفة تسمح بتحقيق ذلك الهدف من بينها سوق الأوراق المالية، لما لها من دور فعال في بعث النشاط الاقتصادي خاصة في مجال التمويل، إذ تمثل سوق الأوراق المالية مرآة للاقتصاد الذي تتواجد به، كما يعتبر أداؤها مؤشرا على الحالة الاقتصادية لمدى تطور البلد أو تخلفه، فإذا كانت هذه السوق ذات أداء جيد بالنسبة لحجمها وسيولتها، فسينعكس ذلك إيجابيا على الأداء الاقتصادي ككل، ويتم تحقيق ذلك من خلال الجمع بين أداء قطاعات الفئات المالي وقطاعات العجز، ما جعلها تحظى بمكانة بارزة واهتمام بالغ في كل دول العالم على اختلاف درجة تقدمها وتطورها وذلك لما تقوم به من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الإقتصاد القومي وتزويد من معدلات الرفاه لأفراده، وذلك من خلال شبكة واسعة من الخدمات المالية المقدمة على اعتبار أنها أداة فعالة للتمويل طويل الأجل خاصة في ظل قصور الدور التقليدي للجهاز المصرفي (نظام الوساطة المالية)، وقصد تعميق المعرفة أكثر في محتويات أسواق الأوراق المالية وأدائها، تم تقسيم هذا الفصل إلى أربعة مباحث رئيسية؛ على النحو الآتي:

- ✓ المبحث الأول: موقع سوق الأوراق المالية ضمن خريطة السوق المالية؛
- ✓ المبحث الثاني: آلية عمل سوق الأوراق المالية؛
- ✓ المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية؛
- ✓ المبحث الرابع: أداء سوق الأوراق المالية ومؤشرات قياسه.

المبحث الأول: موقع سوق الأوراق المالية ضمن خريطة السوق المالية

تحتل سوق الأوراق المالية موقعا مهما على خريطة السوق المالية، إذ تعتبر بمثابة العمود الفقري لسوق رأس المال، الذي يشكل هو وسوق النقد القسمين الأكثر شيوعا للسوق المالية. وللتعرف بدقة على هذه السوق، ارتأينا أن نتناول ضمن هذا المبحث بعض الأساسيات المتعلقة بها من؛ مفهوم ومكونات، مقومات إنشاء ووظائف، ولكن قبل ذلك كان لا بد من الإشارة إلى معنى السوق المالية وأهميتها الاقتصادية.

المطلب الأول: مفهوم السوق المالية وأهميتها الاقتصادية

في هذا المطلب سنحاول تقديم مفهوم عام للسوق المالية مع إبراز لأهم أقسامها. لنستعرض بعدها مباشرة الأهمية الاقتصادية لها والغرض من إنشائها.

الفرع الأول: مفهوم السوق المالية وأقسامها

نخصص هذا الفرع للتعرف وبدقة على مفهوم السوق المالية وأهم الأقسام المكونة لها.

أولاً: تعريف السوق المالية (financial market): تعددت وتنوعت التعاريف الواردة بشأن السوق المالي والتي نتناول منها الآتي:

تعرف السوق المالية بأنها: "الآلية التي تسهل انتقال الأموال من الوحدات التي لديها فائض إلى الوحدات التي تعاني من عجز في الأموال وبعبارة أخرى فإن الأسواق المالية تعتبر أحد القنوات لنقل السيولة من مزودها إلى طالبها" (الريضي، 2015، صفحة 04).

كما تعرف بأنها: "المجال الذي يتم من خلاله إصدار أدوات معينة، للحصول على الأموال اللازمة للمشروعات الإنتاجية وغيرها، وتداول هذه الأدوات" (آل فواز، 2010، صفحة 05).

وفي تعريف آخر هي: "الإطار أو النظام الذي تتجمع فيه طلبات الشراء والبيع للأدوات المالية والتي يؤدي تنفيذها إلى تحريك عمليات التداول في الأسواق المالية، ويعتبر وجود الأسواق المالية من الشروط الضرورية لإتمام المبادلات المالية بسرعة وسعر عادل" (بن سميعة، 2017، صفحة 20).

ويعرفها البعض بأنها: أي مكان أو نظام يوفر للمشتريين والبائعين وسائل لتداول الأدوات المالية، بما في ذلك الأسهم والسندات، العملات الدولية المختلفة والمشتقات. فهي تسهل التفاعل بين أولئك الذين يحتاجون إلى رأس المال مع أولئك الذين لديهم رأس مال للاستثمار، بالإضافة إلى ذلك فهي تسمح للمشاركين بتحويل المخاطر (بشكل عام من خلال المشتقات) وتعزيز التجارة ("Financial Markets", no date).

مما سبق نستنتج أن السوق المالية هي الآلية التي يتم من خلالها تداول الأصول المالية ومشتقاتها، بسرعة، ويسر، بحيث تشكل هذه السوق أحد القنوات الرئيسية التي تسهل انتقال السيولة من الفئات التي لديها فائض مالي إلى الفئات التي تعاني من عجز في الأموال، فهي تسهل التفاعل بين أولئك الذين يحتاجون إلى رأس المال مع أولئك الذين لديهم رأس المال للاستثمار في المشروعات الإنتاجية.

وتتميز السوق المالية ببعض الخصائص يمكن حوصلتها في النقاط التالية (بن سمينة، 2017، صفحة 21، 22):

- ✓ تشمل السوق المالية على عدة أسواق ولا تقتصر على سوق واحد كما يعد سوق رأس المال الثانوي أي؛ (البورصة) أهمها؛
- ✓ تجمع ما بين البائعين والمشتريين الذين يسيرون في تعاملهم وفقا لقواعد العرض والطلب؛
- ✓ تتعامل في الأدوات المالية بيعا وشراء؛ في مقدمتها الأسهم والسندات؛
- ✓ تهدف إلى تأمين السيولة وتجميع المدخرات للمساهمة في عمليات الاستثمار والتنمية؛
- ✓ أنها الوسيلة التي تستطيع عن طريقها الدولة ومختلف الأجهزة الحكومية من سد الاحتياجات المالية اللازمة الخاصة بها، والقيام بأعبائها المتزايدة لتمويل أهداف التنمية من خلال إصداراتها المختلفة وطرحها للاكتتاب العام.

ثانيا: أقسام السوق المالية: توجد تقسيمات مختلفة للسوق المالي أكثرها شيوعا؛ التقسيم الذي يقر بأن السوق المالي ينقسم إلى قسمين رئيسيين هما؛ سوق النقد وسوق رأس المال.

أ- سوق النقد **Money Market**: وهي سوق العمليات الائتمانية قصيرة الأجل، أي التي تقل فترة استحقاقها عن السنة، سواء أكان ذلك من خلال عقد القرض المباشر، أم من خلال إصدار الأوراق المالية التي تتمتع بدرجة عالية من السيولة؛ كشهادات الإيداع القابلة للتداول (آل فواز، 2010، صفحة 07)، وتشكل السوق النقدية من سوقين رئيسيين؛ هما (معتوق، 2016، صفحة 46):

1- سوق ما بين البنوك **interbank market**: "وهي تنظيم يجتمع فيه المهنيين، ويتم فيه التقاء عرض وطلب السيولة البنكية، ولا يتدخل البنك المركزي في هذه السوق إلا عند ظهور اختلالات كبيرة في إحداث التوازن، ويبقى دوره هو تنظيم هذه السوق ومراقبتها"؛

2- السوق المفتوحة **Open market**: وهي عبارة عن سوق نقد فرعية تكون مفتوحة لكل الأعوان الاقتصاديين المتوفر لديهم سيولة لتقدمها لأعوان آخرين يكونوا بحاجة إليها، وعادة يجري التفاوض فيها على أدوات الخزينة وسندات الخزينة العمومية المتداولة، سندات المؤسسات والهيئات المالية، إضافة إلى شهادات الإيداع.

ويتصف السوق النقدي ببعض الخصائص نتناول أهمها؛ فيما يلي (حجاج، 2012، صفحة 16):

- ✓ يتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل أي؛ التي لا تتجاوز فترة استحقاقها السنة الواحدة؛
- ✓ في العادة يكون سعر الفائدة على الأوراق المالية المتداولة فيه منخفضا؛
- ✓ يمثل هذا السوق سوق ادخار؛
- ✓ يخدم بالدرجة الأولى التجار والعمليات التجارية قصيرة الأجل؛
- ✓ يتميز بسرعة في إنجاز المعاملات (البيع والشراء)، وعادة ما يتم التعامل فيه عبر شبكات ووسائل اتصال متطورة؛ كالانترنت وأجهزة الحاسوب؛
- ✓ تتميز الأوراق المتداولة فيه بسيولة عالية؛
- ✓ كما أن التقلبات الحاصلة في أسعار الأوراق المالية المتبادلة فيه ضئيلة نسبيا.

ب- سوق رأس المال Capital Market: وهي تلك السوق التي يتم التعامل فيها بالأدوات المالية المتوسطة وطويلة الأجل (أسهم وسندات)، أي التي تتجاوز فترة استحقاقها السنة الواحدة، وسميت بهذا الاسم؛ كونها السوق التي يلجأ إليها أصحاب المشروعات لتمويل مشروعاتهم المختلفة (آل فواز، 2010، صفحة 07). وينقسم هذا السوق بدوره إلى قسمين؛ هما (حنفي و قريا قص، 2003، صفحة 11، 12):

- 1- الأسواق الحاضرة Spot Markets:** "وهي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل (أسهم وسندات) وأحيانا يطلق عليها أسواق الأوراق المالية Security Markets، وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فورا عند إتمام الصفقة وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها؛"
- 2- الأسواق الآجلة Forward Markets:** وهي التي تتعامل أيضا بالأوراق المالية (الأسهم والسندات) ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق. تعرف أيضا بأسواق العقود المستقبلية Futures Contracts، والهدف من وجودها هو تخفيض أو تفادي المخاطر الناتجة عن حدوث تقلبات في الأسعار.

ويتصف سوق رأس المال عموما ببعض الخصائص؛ نحدددها في (معتوق، 2016، صفحة 48):

- ✓ أنه سوق للأوراق المالية طويلة الأجل؛
- ✓ هو سوق جملة وتجزئة في نفس الوقت، حيث تعقد فيه صفقات ضخمة وأخرى صغيرة وذلك حسب حاجة المتعاملين وطبيعتهم؛
- ✓ المتعاملون فيه هم: الجمهور والشركات، البنوك والحكومة، أو أحد هيئاتها؛
- ✓ يعد كمييار لصحة اقتصاد السوق، فهو يعكس الركود والرخاء في هذا الاقتصاد.

وفي الأخير يمكن حوصلة أهم أوجه الإختلاف بين السوقين؛ النقدي ورأس المال؛ في النقاط التالية (أبو موسى، 2005، صفحة 25،26):

- ✓ السوق النقدي يعتبر سوق للتمويل قصير الأجل، بينما سوق رأس المال يعتبر سوق للتمويل طويل الأجل أي؛ سوق الصفقات المالية طويلة الأجل؛
- ✓ في سوق النقد يكون لعنصري السيولة والأمان الأولوية من قبل المستثمر، وفي المقابل يكون لعنصر الربحية الأولوية من قبل المستثمر في سوق رأس المال؛
- ✓ يعتبر السوق النقدي أكثر اتساعا من سوق رأس المال؛
- ✓ وأخيرا يعتبر سوق رأس المال أكثر تنظيما من السوق النقدي كما أن المتعاملين فيه هم من المتخصصين لذلك يطلق عليه سوق الصفقات الكبيرة.

الفرع الثاني: الأهمية الاقتصادية للسوق المالية

وجود سوق مالي له أهمية اقتصادية تنبع من كونه يرتبط بتحقيق عدة أهداف وأغراض لفائدة الاقتصاديات الوطنية تشمل؛ ما يلي (الفكي أحمد، 2017، صفحة 24،25):

- ✓ تشجيع الادخار القومي ونشر ثقافة الاستثمار وأيضا التوعية بتوفير وسائل حديثة للتمويل مثلها مثل الوسائل التقليدية، وذلك من خلال الأسواق المالية ومن ثم قيادة سلوك الاستثمار من خلال ملاحظة الأشخاص للنشاطات التي تجري في هذه الأسواق الأمر الذي يحفزهم على الاستثمار فيها وذلك من خلال قنوات ووسائل الاتصال المختلفة للمعلومات؛
- ✓ تعمل هذه الأسواق على تشجيع الشركات للتحويل من مؤسسات وشركات عائلية وخاصة إلى شركات مساهمة عامة خاصة إذا ما قدمت الدولة تشجيعات ضريبية وتمويلية لها أي؛ للشركات المساهمة العامة؛
- ✓ كما تسمح للجمهور بالمساهمة في مؤسسات القطاع العام وأيضا الخاص من خلال أسهم تباع بأثمان في متناول اليد مع سهولة التخرج منها دون التأثير على أوضاع المؤسسة ويكون ذلك من خلال بيعها في السوق الثانوي؛
- ✓ كذلك فهي تمكن الدول من التمويل عبر الصكوك، كما تسهل عمليات خصخصة الوحدات الحكومية؛ بإدراجها في السوق وطرح أسهمها للجمهور؛
- ✓ كما تعد مرجعا هاما لبيان مدى كفاءة السياسات الاستثمارية والتشغيلية في اقتصاد أي دولة، كونها تمثل أداة غير رسمية للرقابة الخارجية على مستوى أداء الشركات المقيدة ضمنها، وعليه فحجم الإقبال على أسهم الشركة من عدمه يعكس مدى كفاءة السياسات التي تتبعها إدارتها؛
- ✓ السهولة في الإجراءات الخاصة بتقييم الشركات المدرجة عن طريق السوق المالي، مع إمكانية تقديم النصح للشركات المصدرة للأوراق المالية وذلك من خلال تحليل البيانات والمعلومات التي يوفرها السوق والشركات التي تتعامل معه؛

- ✓ تحقيق مستوى عال من الضبط المؤسسي من خلال رقابة هيئات أسواق المال كما أن إلزام الشركات المدرجة بالإفصاح ومراقبة عمليات التبادل يضمن مناخا استثماريا يتسم بالشفافية الأمر الذي يجعل من البورصة كمرآة عاكسة للحالة الاقتصادية العامة للدولة؛
- ✓ تساعد على تسهيل عمليات تبادل الأصول الاستثمارية فيما بين الأطراف الاقتصادية؛
- ✓ تعمل على الربط بين النشاطات قصيرة الأجل والأنشطة الاستثمارية طويلة الأجل مما يسهم في تحقيق المزيد من التراكم للمصادر التمويلية؛
- ✓ أيضا تمكن سلطات النقد المركزية من تنفيذ السياسة النقدية وكذلك إدارة الكتلة النقدية من خلال آليات عمليات السوق المفتوحة؛
- ✓ وأخيرا تسهيل عمليات سوق ما بين البنوك عبر آليات سوق المال.

وبشكل عام يمكن القول أن أهمية السوق المالي تظهر من خلال مختلف الأنشطة والفعاليات التي تقوم بها في حياة الأفراد وفي كافة نواحي الحياة الاقتصادية، وذلك للدور الجوهري الذي تقوم به كونها تسهل تدفق الأموال بسهولة ويسر من أصحاب الفائض المالي (المدخرين) إلى أصحاب العجز المالي (المستثمرين)، ما يجعل منها المرآة العاكسة للحالة العامة لاقتصاد الدولة.

المطلب الثاني: مفهوم سوق الأوراق المالية ومكوناتها

في هذا المطلب سنحاول التركيز على الخلفية التاريخية لدواعي نشأة سوق الأوراق المالية (البورصة) ومراحل تطورها مع تقديم مفهوم عام لها، لنقف بعدها مباشرة عند أهم مكوناتها.

الفرع الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية

نتناول في هذا الفرع الخلفية التاريخية لنشأة سوق الأوراق المالية ومراحل تطورها بشكل عام وأهم التعاريف الواردة بشأنها.

أولا: الخلفية التاريخية لنشأة وتطور سوق الأوراق المالية: والتي يمكن تلخيصها على النحو الآتي:

أ- نشأة سوق الأوراق المالية: مصطلح "سوق الأوراق المالية" يمثل المصطلح المعرب لكلمة "بورصة" التي هي من أصل لاتيني ولاحقا فرنسي. بداية كانت تعني الصرة أو الكيس المخصص لحمل النقود، لتصبح فيما بعد تشير إلى النقود نفسها، كما تشير أيضا على مستوى المكان/ أو المبنى إلى المكان الدوري الذي كان يعقده التجار بمدينة بروج البلجيكية في قصر المصري فان در بورصن في منتصف القرن السادس عشر ميلادي (السيد متولي، 2010، صفحة 161)، حيث أصبح رمزا لسوق رؤوس الأموال وبورصة السلع. وقد نشر ما يشبه قائمة بأسعار

البورصة طيلة فترة التداول لأول مرة عام 1592 بمدينة أنفرز Anvers (مسعداوي، 2016، صفحة 41). أما في فرنسا فقد استقرت البورصة في باريس بقصر برونيار Brongniart وفي الولايات المتحدة الأمريكية بدأت البورصة بشارع وول ستريت Wall Street بمدينة نيويورك أواسط القرن الثامن عشر (نبيه، 2012، صفحة 11).

ب- مراحل تطور سوق الأوراق المالية: لم تنشأ أسواق الأوراق المالية بصورة فجائية، بل مرت بمراحل نلخصها، فيما يلي (حميدة، 2013، صفحة 101، 102):

1- مرحلة قيام بورصات البضائع: أنشأت أول بورصة للبضائع في باريس عام 1304م، وقبلها كان في بلجيكا،

ثم أمستردام عام 1607، لندن عام 1698، جنيف عام 1750، نيويورك عام 1792، روما عام 1821؛

2- مرحلة التعامل بالأوراق التجارية: "بدأ التعامل بهذا النوع من الأوراق في القرن الثالث عشر في فرنسا وقد

قام الملك فيليب الأشقر بتنظيم مهنة السمسرة، كما كان يتعامل في إنجلترا بسندات الإتمان؛"

3- مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطريق: وبعد خروج المتعاملين في الأوراق المالية من

بورصات البضائع، بدؤوا يبحثون عن مكان لهم فكانت لقاءاتهم تتم في بعض المقاهي في الأيام الباردة والممطرة،

وعلى قارعة الطرقات التي تكون قريبة من بورصات البضائع؛

4- مرحلة استقلال الأسواق المالية بمبانيها وقوانينها الخاصة: "وكان ذلك نتيجة التطور الصناعي الذي رافقته

إقامة مشاريع ضخمة وزيادة في الدخل مما أدى إلى ظهور مؤسسات تعمل على جذب مدخرات الأفراد

وتوظيفها في المشاريع الإنتاجية مع التعامل بالأوراق المالية هذا كله أدى إلى نشوء أسواق الأوراق المالية".

وباختصار يمكن القول أن نشوء أسواق الأوراق المالية (البورصات) وتطورها قد ارتبط تاريخياً بالتطور الاقتصادي

والصناعي الذي مرت به غالبية الدول وبصفة خاصة الرأسمالية منها. ما يعكس الدور الكبير الذي تلعبه هذه الأخيرة

في اقتصاديات الدول باعتبارها مصدراً مهماً لتمويل المشروعات المختلفة.

ثانياً: تعريف سوق الأوراق المالية (Stock market): هناك العديد من التعاريف لسوق الأوراق المالية نذكر

منها؛ الآتي:

عرفت سوق الأوراق المالية بأنها: "عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو

لأصل مالي معين" (حنفي ع.، 2001، صفحة 37)، أو هي؛ "الآلية التي يتم من خلالها تداول الأصول المالية يبعاً

وشراء، وتحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات ذات الفوائض المالية إلى القطاعات ذات العجز المالي" (شنافة،

2018، صفحة 03).

وعرفت أيضا بأنها: مكان التقاء العرض والطلب على الأوراق المالية التي تم إصدارها بالفعل في السوق الأولية (Luc BERNET, 2008, p. 418).

وفي تعريف آخر هي: "السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء، بحيث تشكل إحدى القنوات التي ينساب فيها المال بين الأفراد والمؤسسات والقطاعات المتنوعة في المجتمع بما يساعد على تنمية الإدخار وتشجيع الإستثمار من أجل مصلحة الإقتصاد القومي" (قط، 2016، صفحة 03).

ويعرفها البعض بأنها: مواقع تداول مركزية يتم فيها تداول الأوراق المالية للشركات، قد لا تشمل هذه الأوراق المالية حقوق الملكية فحسب، بل تشمل أيضاً أدوات الدين والمشتقات (DARŠKUVIENĖ, 2010, p. 84).

مما سبق نستنتج أن سوق الأوراق المالية هي سوق المعاملات المالية طويلة الأجل، أو هي الآلية التي يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعا وشراء، بحيث تشكل هذه السوق إحدى القنوات الرئيسية التي ينساب عن طريقها المال وبكفاءة من أصحاب الفوائض المالية إلى أصحاب العجز المالي، بشكل يساعد على تعبئة المدخرات وتنميتها وهيئتها للمجالات الإستثمارية التي يحتاجها الإقتصاد.

هذا وتتسم سوق الأوراق المالية ببعض الخصائص نذكر منها؛ الآتي (مسعداوي، 2016، صفحة 17، 18):

- ✓ توفر المعلومات الضرورية للمستثمرين؛
- ✓ التداول في هذا السوق يوفر المناخ الملائم والمنافسة التامة وبالتالي تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب؛
- ✓ نظرا للمرونة التي تتميز بها هاته السوق وإمكانية الاستفادة من تكنولوجيا الاتصالات، فإن ذلك يعطي خاصية لها بأنها أسواق واسعة تتم بها صفقات كبيرة ومتعددة ما يجعلها تتميز عن غيرها من أسواق السلع؛
- ✓ الاستثمار فيها يتطلب معرفة المعلومات السوقية واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة، وبالتالي فإن الاستثمار في الأدوات المالية مرتفعة المخاطر قد يكون ذا أبعاد سلبية، وهو ما يستدعي من الحكومات أحيانا التدخل لمنع بعض المعلومات الضارة بالمجتمع والأفراد؛
- ✓ الإستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الإستثمار في السوق النقدي، ذلك لأن أدوات الاستثمار فيه تحمل مخاطر كبيرة كونها طويلة الأجل؛
- ✓ الاستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذا عائد مرتفع نسبيا، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين فيه يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة.

الفرع الثاني: مكونات سوق الأوراق المالية

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

أولاً: السوق الأولية Primary Market: وهي تلك السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية عند إصدارها وفي إطار هذا النوع من الأسواق يتم التعامل بالأوراق المالية الجديدة" (حسين، 2008، صفحة 18)، "التي أصدرتها المنشآت والمؤسسات والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل الإحتياجات المالية" (بوكساني، 2006، صفحة 44). ويتم إصدار وتصريف هذه الأوراق بأحد الأسلوبين؛ إما بأسلوب مباشر أين تقوم الجهة المصدرة بالاتصال مباشرة بعدد من كبار المستثمرين سواء أكانوا أفراداً أو مؤسسات مالية لتبيع لهم الأوراق المالية التي أصدرتها، وإما بأسلوب غير مباشر وهو قيام مؤسسة متخصصة (عادة مؤسسة مالية كبنوك الاستثمار) بإصدار هذه الأوراق (الأسهم والسندات) وهو الأسلوب الأكثر شيوعاً (حنفي و قريا قص، 2003، صفحة 49).

ثانياً: السوق الثانوية Secondary Market: "يتم فيها تداول الأوراق المالية بين مالكيها والمستثمرين الجدد الراغبين في شراء هذه الأوراق بعد إصدارها من خلال وسطاء في البورصة وبالتالي فإن البورصة تمثل الجهاز الذي يحدد ثمن الأوراق المالية التي يتم تداولها" (نبيه، 2012، صفحة 279). ويمكن تقسيم هذا السوق إلى نوعين؛ هما:

أ- السوق المنظمة Organized Market: وهي السوق الثانوية المنظمة حيث تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع والشراء. تدار بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق ويتطلب التعامل فيها ضرورة أن تكون الأوراق المالية مسجلة في تلك السوق (حنفي و قريا قص، 2003، صفحة 51).

ب- السوق غير المنظمة Unorganized Market: وهي التي تتم معاملاتها خارج البورصات المنظمة، ويطلق عليها أيضاً اسم الأسواق الموازية. تتصف هذه السوق بعدم وجود مكان مادي لها كما هو الحال في السوق المنظمة، فهي عبارة عن شبكة اتصالات تجمع بين السماسرة والتجار والمستثمرين، وتتم مقابلة العرض والطلب على الأوراق المالية من خلال التفاوض عن طريق هذه الشبكة (بوكساني، 2006، صفحة 45)، ويتواجد داخل هذا السوق نوعان من الأسواق؛ هما (حنفي ع.، 2004، صفحة 67، 68):

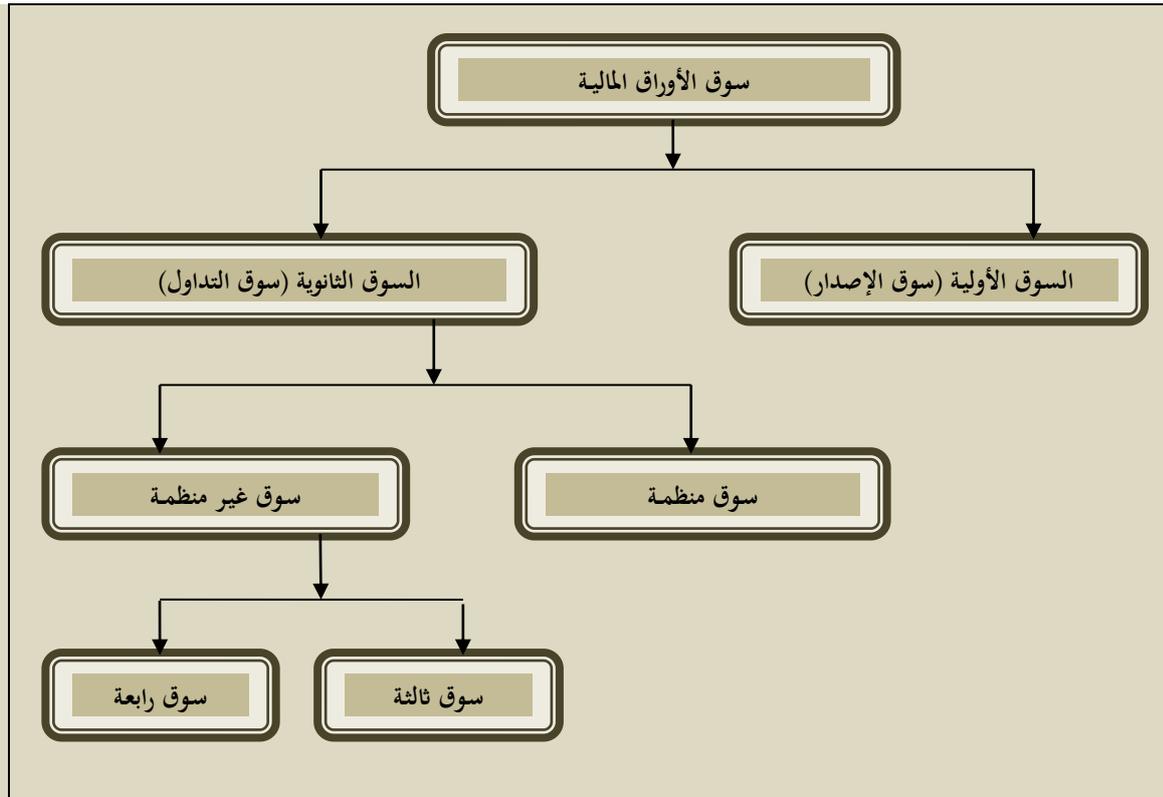
1- السوق الثالثة Third market: وتتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة ويكون لهم الحق في التعامل في الأوراق المسجلة بتلك الأسواق. هذه البيوت هي في الواقع أسواق مستمرة على استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية كانت، فهي تعتبر منافساً للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة، والمتعاملين في هذه السوق هم؛ المؤسسات الاستثمارية الكبيرة وحسابات الأموال المؤتمن عليها التي تديرها البنوك التجارية؛

2- السوق الرابعة **Fourth market**: وتتكون من المؤسسات الإستثمارية الكبيرة التي يتم التعامل فيما بينها مباشرة وبدون وساطة وذلك بهدف تخفيض النفقات خاصة في حالة الصفقات الكبيرة، هذا التعامل يكون من خلال شبكة إتصال إلكترونية تسمى -Instinet- حيث يمكن عن طريق هذه الشبكة معرفة الأسعار وفقا لحجم التعامل.

ومما سبق يتضح أن هناك إرتباط وثيق بين السوقين (الأولية والثانوية)، فلولا السوق الأولي الذي تباع فيه القيم المتداولة لأول مرة لما وجد ما يتداول في السوق الثانوي، فهي بمثابة الخطوة الأولى للنشاط المالي للورقة، كما أنه لولا السير الحسن لهذه الأخيرة أي السوق الثانوي بالنسبة لورقة معينة وزيادة الطلب عليها لما سارت السوق الأولية كما ينبغي بالنسبة لتلك الورقة، فهي بمثابة السوق المحفزة والمنشطة لحركة التداول، أي أن كفاءة السوق الأولي تأتي من كفاءة وفاعلية السوق الثانوي والعكس صحيح.

والشكل الموالي يوضح ويلخص مكونات سوق الأوراق المالية:

شكل رقم (01): مكونات سوق الأوراق المالية



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على المعلومات السابقة.

المطلب الثالث: مقومات إنشاء سوق الأوراق المالية ووظائفها

يتطلب إنشاء سوق الأوراق المالية توافر مجموعة من الشروط والمقومات ولأهميتها في النشاط الاقتصادي تؤدي عدة وظائف تميزها عن غيرها من الأسواق. هذا ما سنحاول التفصيل فيه من خلال هذا المطلب.

الفرع الأول: مقومات إنشاء سوق الأوراق المالية

يتطلب قيام سوق للأوراق المالية في أي دولة توافر مجموعة من الشروط والمقومات؛ نذكر منها (بن ابراهيم و بن ضيف، 2019، صفحة 98،97):

- ✓ تبنى فلسفة اقتصادية واضحة تكون قائمة على الثقة في قدرات السوق على تحريك النشاط الاقتصادي في ظل اعتبارات الكفاءة الاقتصادية والسلوك الرشيد للفرد وأيضا للهيئات القائمة بالنشاط الاقتصادي؛
- ✓ توفر إطار تشريعي مرن يكون قادرا على الاستمرار وكذلك التكيف مع المتغيرات الاقتصادية والمستجدات الحاصلة، وأيضا تسهيل المعاملات وتحريك رؤوس الأموال، مع توفير الحماية والأمان لكافة أطراف التعامل؛
- ✓ وجود هيكل مؤسسي منظم يعبر عنه بجهاز إداري متكامل تحكمه هيئة أو لجنة ويشترط في أعضاء السوق الحياد والخبرة بالشؤون المالية؛
- ✓ وجود قنوات وسيطة؛ فعالة، متطورة، وكفؤة تساهم في توفير المعلومات الدقيقة وكذلك في تسهيل وتسريع عمليات التداول؛
- ✓ توفر أو وجود حجم كاف من المدخرات المعروضة للاستثمار من خلال أجهزة السوق مقابل وجود طاقة استيعابية تكون؛ مقبولة، معقولة، وقادرة في الوقت ذاته على استيعاب رأس المال المعروض؛ المتمثل في المشروعات ذات الجودة الاقتصادية والربحية المغرية؛
- ✓ توفر الاستمرارية والتنظيم في السوق فلا بد من أن تكون سوق الأوراق المالية سوقا مستمرة وذلك من خلال توفر أو وجود العناصر التالية:
- وجود عدد كافي من المتعاملين في السوق يضمن لها دوام الاستمرارية والاستقرار، لكونه يمنع التحكم في الأسعار من قبل فئة من المتعاملين؛
- كذلك وجود الحرية التامة بين المتعاملين؛
- أيضا تعدد وتنوع الأدوات المالية المطروحة والمتداولة وذلك بزيادة عدد الشركات المدرجة فيه؛
- وجود أنظمة كفؤة للإفصاح المعلوماتي والمالي عن واقع الشركات وكذلك السوق وتحليل النشاط الاقتصادي؛
- وأخيرا وجود الشركات والمؤسسات المصدرة للأوراق المالية التي تتمتع بالسمعة الجيدة.

✓ وجود هيكل متكامل من البنوك والمؤسسات المالية التي تستخدم طرق وأساليب فنية متطورة مع وجود إطارات فنية تتمتع بخبرة عالية.

وكاختصار لما سبق؛ إذا تحققت هذه **الشروط والمقومات** في أي دولة نستطيع الجزم بأن سوق الأوراق المالية قد توفرت لها الركائز الأساسية اللازمة لنجاحها واستمراريتها والتي في ظلها يمكنها تأدية وظائفها على أكمل وجه وممارسة أنشطتها المختلفة بكفاءة وفاعلية.

الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية

تؤدي سوق الأوراق المالية وظيفتها التمويلية والاستثمارية بشكل عام من خلال قيامها بمهمة تسهيل تدفق الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز. الأمر الذي يؤدي إلى توسع في حجم الاستثمارات بالاقتصاد الوطني وبالتالي زيادة في دخول الأفراد ومن ثم زيادة في درجة الرفاه بالمجتمع ككل (الشواور، 2008، صفحة 59)، وبشكل أكثر تفصيلاً يمكن تلخيص أهم **وظائف** سوق الأوراق المالية في النقاط التالية (الشواور، 2008، صفحة 59):

- ✓ أولاً حشد المدخرات المالية باتجاه خلق الاستثمارات المادية وزيادة الإنتاج؛
- ✓ كذلك تيسير سبل البيع والشراء بين المتعاملين كافة والمحافظة على قدر معين من السيولة؛
- ✓ أيضاً نشر الوعي الاستثماري بين المدخرين والمقترضين؛
- ✓ كما تعمل أيضاً على إيجاد سوق مستمرة من خلال إيجاد مشتريين وبائعين دائمين؛
- ✓ تساعد على تخفيض تكاليف انتقال الأموال بين المستثمرين؛
- ✓ كما تساعد على التنبؤ باتجاهات الأسعار وحجم الإنتاج في المستقبل؛
- ✓ وأخيراً توفير المعلومات وتحقيق عوائد مجزية لكل من المقرضين والمقترضين.

هذا ويمكن تمثيل أهمية سوق الأوراق المالية في عدة جوانب، نحدد في الآتي (بن ابراهيم و بن ضيف، 2019، صفحة 100، 101):

- ✓ سهولة في الحصول على الأموال وبصفة خاصة بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في السوق؛
- ✓ أيضاً سهولة في عملية الربط بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز؛
- ✓ سهولة في تحويل الأوراق المالية التي يجوزها المستثمر إلى سيولة؛
- ✓ كذلك تكمن أهميتها في استقطابها للأموال الأجنبية اللازمة للاستثمار المحلي؛
- ✓ أيضاً تساهم في تسهيل عملية توزيع المدخرات بين المشاريع الاقتصادية المختلفة وتنشيط كافة قطاعات النشاط الاقتصادي؛

- ✓ تساعد أيضا على تجنب الآثار التضخمية حيث لو انفردت المصارف المحلية بعمليات التمويل لنتج عن ذلك ارتفاع كبير في حجم الإئتمان وبالتالي إحداث موجات تضخمية؛
- ✓ تزيد من حيوية المشروعات وتحفزها أكثر للوصول إلى الشروط اللازمة والمطلوبة لدخول هذا السوق؛
- ✓ كما تبرز أهميتها في كونها أداة اقتصادية تضبط من خلالها الدولة السير الحسن لإقتصادها.

وعموما يمكن أن نلخص وظائف سوق الأوراق المالية في **وظيفتين** أساسيتين هما؛ الوظيفة التمويلية أي؛ تمويل مختلف المشاريع الاقتصادية، ووظيفة التجميع أي؛ تعبئة وجمع المدخرات، فهي إذن حلقة وصل بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز.

المبحث الثاني: آلية عمل سوق الأوراق المالية

نحاول في هذا المبحث استعراض أهم القواعد والاجراءات التي تحكم تصرفات المتعاملين في السوق المالي، من خلال التركيز وبشكل عام على أهم المتدخلين في السوق، أوامر التنفيذ ونظام التسعير في البورصة، وأخيرا العمليات المرتبطة بسوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: المتدخلون في سوق الأوراق المالية

في هذا المطلب سنركز وبشكل خاص على أهم المتدخلين في السوق المالي، حيث تتفق الكثير من المراجع العلمية على أن التعامل في سوق الأوراق المالية يتم من خلال ثلاث فئات رئيسية؛ يمكن تحديدها في:

الفرع الأول: طالبوا الأوراق المالية

طالب الأوراق المالية إما أن يطلبها من السوق الأولي وفي هذه الحالة يطلق عليه لفظ المدخر الأولي أو عارض المال، أو أن يطلبها من السوق الثانوية وفي هذه الحالة يطلق عليه لفظ المستثمر في الأوراق المالية (الفكي أحمد، 2017، صفحة 60). وفيما يلي أهم الطالبين للأوراق المالية في السوق المالي:

أولا: الأفراد (الجمهور): يمثل الأفراد نسبة كبيرة من المتعاملين في سوق الأوراق المالية، وبالرغم من ذلك فإن تشتت مساهماتهم يجعلهم عرضة لعدم الحصول على حقوقهم كاملة، ولهذا فإن أغلب الدول المتقدمة شرعت في وضع آليات وإجراءات لحمايتهم، أما بالنسبة للاستثمار في البورصة فيقوم به الأفراد؛ إما بشكل مباشر/ أو غير مباشر أي؛ استعمال صناديق الاستثمار (بوعبد الله، 2014، صفحة 10)؛

ثانيا: المؤسسات المالية المصرفية: ويقصد بها المؤسسات المالية التي تمارس نشاطا مصرفيا؛ كالبنوك التجارية التي يمكنها أن تشارك بصفقتها بنوك أعمال، إلا أن حصتها في البورصة قد تكون متواضعة خاصة إذا قيدتها سلطات النقد المركزية؛

ثالثا: المؤسسات المالية غير المصرفية: وهي المؤسسات المالية التي لا تمارس نشاطا مصرفيا؛ كشركات التأمين، صناديق الضمان الاجتماعي، صناديق التكافل، صناديق المعاشات..... وماشابهها؛

رابعا: الشركات والمؤسسات التجارية: وتشمل كل المؤسسات التجارية ذات الطابع الاقتصادي التي تهدف إلى استثمار أموالها؛

خامسا: الجمعيات والاتحادات والمنظمات الطوعية: في كثير من الأحيان يرغب هذا النوع من الطالبين وبعض المؤسسات الدينية؛ كالمساجد في استثمار أموالهم في مختلف الأوراق المالية للإستفادة من عائداتها في الصرف على أنشطتها المختلفة (الفكي أحمد، 2017، صفحة 60، 61).

الفرع الثاني: عارضوا الأوراق المالية

يتدخل عارضوا الأوراق المالية في السوق الأولية ويسمون مصدرين، وفي السوق الثانوية ويسمون بائعين (الفكي أحمد، 2017، صفحة 63)، وفيما يلي أهم أنواع العارضين في السوق المالي (الفكي أحمد، 2017، صفحة 63):

أولاً: المؤسسات السيادية: كالبنوك المركزية والخزينة العمومية التي تصدر الصكوك والسندات الحكومية، حيث تعتبر أقل مخاطر من التي تصدر بواسطة الجهات غير الحكومية؛

ثانياً: مؤسسات الجهاز المصرفي: كبنوك الاستثمار التي تتدخل عادة في السوق الأولي كبنوك إصدار وفي السوق الثانوي لتسيير المحافظ المالية سواء لصالحها/ أولصالح عملائها، كذلك البنك المركزي بغرض تحقيق أهداف السياسة التمويلية أو لأغراض تجارية بحتة؛

ثالثاً: المؤسسات والشركات المرخص لها: وتشمل هذه الفئة عادة؛ شركات المساهمة العامة، الشركات الصناعية والتجارية الكبيرة، الشركات القابضة والتي تقوم بإصدار أوراق مالية مختلفة لتمويل احتياجاتها حيث تعرضها للإكتتاب في السوق الأولي تمهيدا لإدراجها في السوق المالي.

الفرع الثالث: الوسطاء الماليون (الوكلاء) Financial intermediaries

من أهم وظائف سوق الأوراق المالية هي؛ تحويل الأموال من الفئات التي لديها فائض مالي إلى الفئات التي لديها عجز. هذا الاتصال يتم من خلال مؤسسات عديدة نشأت لهذا الغرض أهمها؛ ما يسمى بالوسطاء الماليون. حيث يمكن تعريف الوسيط المالي على أنه؛ كل شخص طبيعي (فرد) أو معنوي (مؤسسة) مرخص له بموجب قانون السوق وأنظمتها وتعليماته بممارسة مهنة الوساطة في بيع وشراء الأوراق المالية لقاء عمولة محددة.

أما من حيث الخدمات التي يقدمها الوسطاء في البورصة فتجد (مسعداوي، 2016، صفحة 38):

- ✓ السمسرة وصناعة الأسواق، حيث يقوم السماسرة بعمليات البيع والشراء نيابة عن المستثمرين لقاء حصولهم على عمولات محددة؛
 - ✓ كما يقوم بعض الوسطاء أحيانا بالتخصص في التعامل بورقة مالية معينة أو أكثر، ويركز على هذه الورقة في التداول، ويطلق على الوسيط في هذه الحالة لقب المتخصص؛
 - ✓ وتكون ضمن مهامه أيضا ممارسة البيع والشراء لحساب محفظته الخاصة، مما يؤدي إلى خلق سوق للتبادل في الورقة المالية التي تخصص بها في حالات وجود ركود أو عدم توازن، لذلك يطلق عليه مصطلح صانع السوق.
- ومما سبق يمكن القول أن سوق الأوراق المالية تمارس عملياتها من خلال مجموعة متنوعة من المتعاملين؛ من عارضين للأوراق المالية وطالبيين عليها، إضافة للوسطاء الماليين الذين يقومون بتنظيم عملية التبادل بين الفئتين السابقتين فهم صناع السوق ومحركوه، فمن ناحية يساعد وجودهم على تنشيط السوق وتحريكه ومن ناحية أخرى على إفادة المستثمرين بالمعلومات والإرشادات اللازمة.

المطلب الثاني: أوامر التنفيذ ونظام التسعير في البورصة

من خلال هذا المطلب نحاول الإلمام بأهم المفاهيم النظرية المتعلقة بكل من أوامر التنفيذ ونظام التسعير في البورصة.

الفرع الأول: أوامر التنفيذ

يقصد بأمر التنفيذ أو أمر البورصة؛ "التوكيل الذي يعطيه عميل ما إلى أحد السماسرة أو الوسطاء لكي يبيع أو يشتري له في البورصة بعض الأوراق المالية التي يعينها له وفي جميع الحالات يجب تنفيذ الأمر وإجراء العملية وفقا للقواعد المقررة في البورصة" (شمعون، 2005، صفحة 47). كما تأخذ الأوامر التي ينفذها السمسار في البورصة أشكالا مختلفة تصنف حسب معايير محددة؛ إلى:

أولا: الأوامر غير المحددة لسعر التنفيذ: وتنقسم هذه الأوامر إلى:

أ- الأمر بالسعر الأحسن **Order au mieux**: وفيه لا يعين صاحب الأمر السعر الذي يجب أن تتم وفقه الصفقة بل يتركه للسمسار الذي يقوم بانتهاز الفرصة لاختيار أفضل سعر. إلا أن السمسار في المعتاد يفضل تنفيذ العملية في البورصة حال استلامه للأمر. فإذا بلغه الأمر قبل جلسة الافتتاح قام بتنفيذه حسب سعر الافتتاح. أما إذا بلغه أثناء انعقاد الجلسة نفذ فوراً استناداً لامكانيات السوق (الحمزة، 2010، صفحة 79).

ب- أوامر السوق **Market Orders**: "من أكثر الأوامر شيوعاً، وبمقتضاه يطلب العميل من السمسار تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة وبأفضل سعر يجرى على أساسه التعامل في السوق وقت استلام الأمر" (حسين،

2008، صفحة 88)، وبما أن الأمر لا يتضمن سعرا معيناً فإن الصفقة عادة ما تنفذ في دقائق معدودة. من أهم مزاياه؛ السرعة وضمن التنفيذ، أما عيوبه؛ عدم معرفة المستثمر للسعر الذي سينفذ به الأمر إلا عند إخطاره به، وقد لا يكون لتلك العيوب وزن كبير في الأسواق مرتفعة الكفاءة على أساس أن التغيرات السعرية من لحظة لأخرى عادة ما تكون محدودة (بوعبد الله، 2014، صفحة 12).

ثانياً: الأوامر المحددة لسعر التنفيذ: وتنقسم بدورها إلى:

أ- أوامر محددة **Limit Orders**: في هذا النوع من الأوامر يعد السعر المحدد من طرف المستثمر هو الأساس في تنفيذ الطلبية من عدمه، ففي حالة أمر بالشراء فإن التنفيذ يجري على أساس أقل من سعر التنفيذ المحدد أو مساو له، بينما في حالة أمر بالبيع فيجري التنفيذ بأعلى من سعر التنفيذ المحدد أو مساوياً له. لذلك فإن القيام بتنفيذ الأمر من قبل السمسار يرتبط بإعلان للسعر الذي يتناسب مع السعر المحدد سواء للشراء/ أو للبيع، وعليه لا بد من وجود حدود زمنية لمثل هذه الأوامر، كما أنه يمكن للسمسار اللجوء إلى المتخصصين لتلبية طلبه أو أن يسجل طلبه لديه للتنفيذ عند الوصول إلى السعر الذي يتناسب مع السعر المحدد للشراء أو للبيع (الداغر، 2005، صفحة 250).

ب- أوامر الإيقاف **Stop orders**: أمر الإيقاف/ أو ما يطلق عليه الأمر بالسعر المحدد مع التوقف يستعمل عادة لتجنب الخسارة (Stop- Loss) حال وقوعها وهو عبارة عن أمر بالبيع إذا هبط السعر إلى حد معين أو دونه وأمر بالشراء إذا ارتفع السعر إلى مستوى معين أو فوقه (الحمزة، 2010، صفحة 80)، ويصاغ أمر الإيقاف الخاص بالشراء بالصيغة التالية؛ "اشترى إذا وصل السعر إلى مستوى كذا أو زاد عنه"، في حين يصاغ أمر الإيقاف الخاص بالبيع بالعبارة التالية؛ "بع إذا وصل السعر إلى مستوى كذا أو إنخفض عنه" (بوعبد الله، 2014، صفحة 12).

ثالثاً: الأوامر من حيث توقيت الأمر: حسب هذا المعيار نميز بين نوعين؛ هما:

أ- الأمر المؤقت **Temporary Order**: "أو المحدد بمدة معينة (يوم، أسبوع، شهر...)"، فمثلاً الأمر المحدد بيوم هو الأمر الذي يلغى إذا وصل ذلك اليوم إلى نهايته، وهذا يعني إذا لم يتمكن السمسار من تنفيذه في الساعات المتبقية قبل أن تغلق البورصة أبوابها فإنه يبطل" (بن ابراهيم و بن ضيف، 2019، صفحة 132).

ب- الأمر المفتوح المدة **Open Term Order**: "ويسمى كذلك بالأمر الساري حتى الإلغاء وهي أوامر لا حدود زمنية في تنفيذها، حيث تكون سارية حتى يلغىها المستثمر، لذلك فإن بعض البورصات تطلب تحديد الأوامر كل مدة زمنية منعا للتداخلات والمشاكل خاصة التحسب لتأثير التغيير في المعلومات" (قط، 2016، صفحة 33). وهناك أوامر مرتبطة بالتوقيت (الزمن) ولكن لها سمات خاصة (الداغر، 2005، صفحة 249):

- 1- أوامر التنفيذ أو الإلغاء (Fill or Kill Orders) FOK وتعني؛ تنفيذ الأمر (شراء أو بيع) فوراً وبخلافه يعد لاغياً؛
- 2- الأمر الذي يشير إلى تنفيذ الطلبية كلها أو رفضها كلها (All or None Order)؛
- 3- الأمر الذي يشير إلى حرية تنفيذ كل أو جزء من الطلبية حال الوصول، والجزء غير القابل للتنفيذ يعد لاغياً؛
- 4- الأمر الذي يعطي للسمسار حرية التصرف في وضع المواصفات (زمن، سعر، كمية) أو حرية التصرف في واحدة منها، لذلك يطلق عليه أمر حر (حسب مقتضى الحال).

رابعاً: الأوامر من حيث حجم الطلب: وهي على نوعين (آل سليمان، 2005، صفحة 536، 537):

- أ- الأمر الزوجي (الأمر غير الكسري): وهو أمر بالبيع أو الشراء وفق وحدة التداول المقررة من قبل إدارة البورصة أو مضاعفاتها وهي تختلف من بورصة لأخرى، ففي بعض البورصات تبلغ وحدة التداول (100 سهم) وفي البعض الآخر (25 سهم)..... وهكذا.
 - ب- الأمر الفردي (الأمر الكسري): على خلاف النوع الأول فهو أمر ببيع أو شراء أوراق مالية يقل عددها عن وحدة التداول المقررة، ويمكن تنفيذ هذا الأمر عن طريق تجميع عدد من الأوامر التي تشتمل على كميات فردية من الأسهم في أمر زوجي يتم تنفيذه بعد ذلك في البورصة، كما يقوم المتخصصون، وتجار الطلبيات الصغيرة داخل البورصة/ أو بيوت السمسرة التي تتعامل في السوق خارج البورصة بتنفيذ هذا النوع من الأوامر، ولهذا فإن السمسرة عادة ما يتقاضون عمولة أكبر على الأوامر الفردية، من العمولة التي يتقاضونها على الأوامر الزوجية.
- وبالنتيجة يمكن القول أن الأوامر الصادرة عن المتعاملين في بورصة الأوراق المالية تنقسم إلى عدة أنواع لعل أشهرها من وجهة نظر الباحثة؛ أوامر السوق والأوامر المحددة، كما أن لكل منها قواعد محددة لتنفيذها من قبل السمسرة أو الوسطاء الماليين.

الفرع الثاني: نظام التسعير في البورصة

وبعد التطرق لأوامر التنفيذ في بورصة الأوراق المالية أصبح من الضروري توضيح نظام التسعير فيها. حيث عرف سعر البورصة على أنه: "القيمة التي يبلغها سند ما أثناء إحدى الجلسات في البورصة والذي يسجل بعد انتهائها في لوح التسعير، ويعكس هذا السعر القيم المختلفة التي تلاقت عندها طلبات البيع والشراء لورقة مالية معينة" (شمعون، 2005، صفحة 45)، ويمكن اللجوء لطريقتين مختلفتين لتحديد سعر البورصة؛ هما:

أولاً: التسعير الدوري (التقليدي): وتتم هذه التقنية بطرق مختلفة؛ فيما يلي توضيحاً موجزاً لها:

- أ- **طريقة المناقشة:** حسب هذه الطريقة يتم إجتماع ممثلي جميع العروض والطلبات في المقصورة وينادون بأعلى أصواتهم عن ماهية العروض والطلبات التي يجوزتهم حتى يتم التوازن (الحمزة، 2010، صفحة 71، 72). ونظراً لحالة الفوضى والضجيج التي تصاحب هذه الطريقة، يستعمل المتفاوضون إشارة اليد للتعبير على مرادهم وذلك بوضع الساعد أفقياً باتجاه الجسم في حال الشراء وبتجاه عمودي في حال البيع (آل سليمان، 2005، صفحة 568)؛
- ب- **طريقة المعارضة:** ووفق هذه الطريقة تدون مختلف عروض البيع وطلبات الشراء لكل ورقة مالية في سجل خاص. مجموع هذه التسجيلات يؤدي إلى التعرف على مقدار ما يطلب بيعه وشراؤه من الأوراق المالية وحدود الأسعار المعروضة وبذلك يتحدد سعر التوازن؛
- ت- **طريقة الصندوق:** ويلجأ لها عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء في سوق البورصة كثيرة ومتعددة، في هذه الحالة يعتمد الوسطاء على وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص، وتقوم لجنة البورصة بحساب العروض والطلبات وتحدد الأسعار بعدها حسب ما يتضمنه الصندوق من عروض وطلبات (شمعون، 2005، صفحة 45، 46)؛
- ث- **طريقة المطابقة:** ويتم اللجوء لهذه الطريقة عندما يتلقى أحد الوسطاء أمرين متقابلين، يتعلق أحدهما ببيع كمية من الأوراق المالية ويتعلق الثاني بشراء الكمية نفسها من ذات الأوراق. في هذه الحالة يشتري الوسيط للثاني ما يبيعه للأول؛ وفي جميع الأحوال يجب عليه التأكد بواسطة أحد أعضاء الغرفة النقابية من أنه لا يوجد هناك عرض أو طلب أكثر ملائمة لعملائه (الحمزة، 2010، صفحة 73).

ثانياً: التسعير المستمر: وفي هذه التقنية نجد نوعان؛ هما (عطية، 2015، صفحة 67):

- أ- **التسعيرة المستمرة بالخبراء:** "وتعتمد هذه الطريقة في كل من سوق لندن والسوق المالية الأمريكية، بحيث يتخذ خبراء مكان معين في مقصورة البورصة ويقومون بتسجيل القيم والأسعار المتوسطة المقترحة بين الأسعار المعروضة ويتفاوضون مع أكبر عارض؛"
- ب- **التسعيرة المستمرة بالإعلام الآلي:** هذه الطريقة تعتمد بالأساس على نظام المعلوماتية في تحديد السعر، والتي تتمثل في المقابلة المستمرة للأوامر المدخلة مباشرة من طرف الوسطاء في البورصة في التسعيرة الإلكترونية المضبوطة من طرف الحاسوب المركزي، هذا الأخير يقوم بتحديد سعر التوازن عند التقاء العرض بالطلب والذي يتغير بوفود أي أمر جديد، علاوة على ذلك تعمل التسعيرة المستمرة على تسجيل عدة أسعار توازن خلال يوم واحد وذلك عند كل نقطة التقاء بين العرض والطلب، والجدير بالذكر أن الحاسوب -حالياً- أصبح هو المسعر الرئيسي للقيم حيث تستقبل ذاكرته المركزية عدة أوامر ويتم حينئذ نشر الأسعار خلال ثواني.

هذا وتنوع الأسعار التي تعلنها البورصة للأوراق المالية على النحو التالي (غازي، بدون تاريخ):

- ✓ **سعر الفتح (Opening Price):** وهو أول سعر يحدد بعد افتتاح البورصة؛
- ✓ **أعلى سعر للورقة المالية (Higher price):** وهو أعلى ما تصل إليه أسعار الورقة المالية خلال فترة التداول؛
- ✓ **أدنى سعر للورقة المالية (Lower Price):** وهو أقل ما تصل إليه أسعار الورقة خلال فترة التداول؛
- ✓ **سعر الإقفال (Closing Price):** وهو آخر سعر سجل للورقة المالية المعنية في جلسة البورصة.

وعموماً يمكن أن نلخص آليات التسعير في البورصة إلى تقنيتين أساسيتين. تتفان في الجوهر وتختلفان في الأسلوب؛ هما: التسعير الدوري (التقليدي) والتسعير المستمر (الحديث)، هذا وتتخذ الأسعار التي تعلنها البورصة عدة أنواع أهمها؛ سعر الفتح وسعر الإقفال.

المطلب الثالث: العمليات المرتبطة بسوق الأوراق المالية

يتم التعامل في سوق الأوراق المالية وفق العديد من العمليات، والتي يمكن تقسيمها حسب معيار الزمن إلى عمليات عاجلة وأخرى آجلة؛ بالشكل التالي:

الفرع الأول: العمليات العاجلة

العمليات العاجلة؛ "وتسمى أيضا العمليات الآنية، وهي عمليات بيع وشراء للأوراق المالية وبعد تمامها يسلم البائع فيها الأدوات ويسلم المشتري ثمنها حالا، وتكون في أغلب الأسواق خلال مدة لا تتجاوز 48 ساعة على الأكثر" (بن ابراهيم و بن ضيف، 2019، صفحة 136). هذه العمليات يجب أن يبين كل أمر من خلالها ما يلي؛ نوع الصفقة وموضوعها، طبيعة الورقة المالية والكمية المعروضة/ أو المطلوبة منها، وأخيرا السعر المرغوب فيه من طرف العميل لتنفيذ أوامره (بن حاسين، 2013، صفحة 40)، ويرجع لجوء المتعاملين في سوق الأوراق المالية لهذا النوع من العمليات للسببين التاليين: الأول هو؛ الاحتفاظ بالأوراق المالية من أجل تحصيل توزيعات الأرباح عليها، والثاني هو؛ المضاربة على ارتفاع أسعارها متى تحققت توقعات المستثمر (قط، 2016، صفحة 38).

وتتمثل أهم أشكال هذه العمليات في ما يلي (الداوي، 2012، صفحة 24، 25):

أولا: البيع على المكشوف Short selling: ونعني به قيام المتعاملين في السوق المالي ببيع الأوراق المالية المقترضة على أمل أن ينخفض السعر، فإذا انخفض هذا الأخير قام المتعاملون مرة أخرى بشراؤها وإعادتها للمالكها الأصلي، ويساعد السماسرة الذين يتربحون لعملية الشراء في تسهيل تنفيذ هذا النوع من العمليات؛

ثانيا: الشراء الهامشي **Marginal purchase**: والمقصود به قيام المشتري بدفع نسبة من القيمة السوقية للأوراق المالية التي يرغب في شرائها، على أن يعتبر باقي القيمة قرضا يقدمه له الوسيط؛ بمعنى أن ترهن الأوراق المشتراة لدى الوسيط كضمان للقرض، والذي يقوم بدوره بالافتراض بضماتها من البنوك بسعر فائدة أقل.

الفرع الثاني: العمليات الآجلة

العملية الآجلة؛ "هي عملية يتم بموجبها إتمام صفقة دون تسلم أو استلام على أن تتم الإجراءات الأخرى في أجل لا يزيد عن شهر، حيث تسوى كل الصفقات مرة كل شهر، لكن يشترط على المتعامل في هذه السوق تقديم ضمان مالي حتى أجل تسوية الصفقة" (بن لخضر، 2015، صفحة 20)، "وذلك حتى لا يتم إلحاق الضرر بالمتعاملين في البورصة كذلك من أجل تخفيض درجة المخاطر" (الداوي، 2012، صفحة 25). كما أن هناك ثلاثة أغراض للمتعاملين بالمعاملات الآجلة، في مقدمتها: المضاربة، بالإضافة إلى الاحتياط والموازنة (آل سليمان، 2005، صفحة 795).

ومن أهم الأشكال التي تتخذها هذه العمليات؛ ما يلي:

أولاً: **العمليات الباتة (القطعية)**: وهي: "عمليات يلتزم بموجبها كل من البائع والمشتري على تصفيتها بتاريخ معين" (صافي و البكري، 2009، صفحة 235)، "حيث يقوم المشتري بدفع الثمن ويلتزم البائع بتسليم الأوراق المالية محل الصفقة ولا يمكن الرجوع عن تنفيذ العملية، إلا أنه يجوز للمتعاقدين في هذه العملية تأجيل موعد التسوية النهائية حتى موعد تسوية لاحق" (بن ابراهيم و بن ضيف، 2019، صفحة 144).

ثانيا: **العمليات الآجلة الشرطية**: وهي العمليات التي تتضمن في طياتها شروطاً" (بن ابراهيم و بن ضيف، 2019، صفحة 147). يمكن تقسيمها إلى (آل سليمان، 2005، الصفحات 850 - 901):

- أ- **العمليات الآجلة الشرطية البسيطة**: ويمكن تعريفها بأنها: "بيع أوراق مالية مؤجلة، بثمان مؤجل، مع شرط الخيار لأحد المتعاقدين في إمضاء العقد أو فسخه، مقابل عوض يدفعه مقدما ولا يرد إليه بحال؛"
- ب- **العمليات الآجلة بشرط التعويض**: ويمكن تعريفها بأنها: "بيع أوراق مالية مؤجلة، بثمان مؤجل، مع شرط الخيار لأحد المتعاقدين في إمضاء العقد أو فسخه، مقابل عوض يدفعه عند إرادة الفسخ؛"
- ت- **العمليات الآجلة بشرط الانتقاء**: وهي: "عقد بين طرفين، يكون فيه لأحدهما الخيار -في موعد أجل محدد- في أن يبيع الطرف الآخر أوراقا مالية معينة بسعر محدد، أو أن يشتري منه تلك الأوراق بسعر أعلى منه؛"
- ث- **العمليات الآجلة الشرطية المركبة**: وهي: "عقد بين طرفين، يكون فيه لأحدهما الخيار -في موعد أجل محدد- في أن يبيع الطرف الآخر أوراقا مالية معينة، أو أن يشتري منه تلك الأوراق، أو أن يفسخ العقد، مقابل عوض يدفعه للطرف الآخر، ولا يرد إليه بحال؛"

ج- العمليات الآجلة الشرطية المضاعفة: ويمكن تعريفها بأنها: "بيع أوراق مالية مؤجلة، بضمن مؤجل، مع اشتراط أحد المتعاقدين الخيار في مضاعفة الكمية المباعة أو المشتراة بالسعر المتفق عليه، مقابل عوض يدفعه للطرف الآخر، ولا يسترده بحال".

وعلى العموم يمكن تلخيص صور التعامل على الأوراق المالية في البورصة من وجهة الأجل إلى صورتين أساسيتين؛ هما: عمليات عاجلة تجري في السوق الحاضرة وعمليات آجلة تجري في السوق الآجلة.

المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية

حتى تتمكن سوق الأوراق المالية من تأدية وظائفها على أكمل وجه لا بد أن تتميز بالكفاءة، هذه الأخيرة من شروطها توفير المعلومات عن السوق لكل المتعاملين في نفس الوقت ودون تكاليف بما يؤدي إلى تحديد قراراتهم الاستثمارية بناء على هذه المعلومات. يتناول هذا المبحث وبشكل أساسي كل ما يتعلق بكفاءة سوق الأوراق المالية؛ وبالأخص علاقة المعلومات بالكفاءة بالإضافة إلى السيولة وعلاقتها بالكفاءة.

المطلب الأول: مفهوم ومتطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

نحاول من خلال هذا المطلب إعطاء مفهوم عام للكفاءة، مع ذكر لأهم متطلباتها.

الفرع الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

من خلال هذا الفرع سيتم التطرق إلى؛ بعض تعاريف سوق الأوراق المالية الكفؤة، أهم أنواعها، بالإضافة إلى أهميتها بالنسبة للاقتصاد والمجتمع الاستثماري.

أولاً: تعريف سوق الأوراق المالية الكفؤة (**The efficient stock market**): هناك العديد من التعاريف والمفاهيم المتعلقة بكفاءة سوق الأوراق المالية نذكر البعض منها؛ في الآتي:

تشير كفاءة سوق الأوراق المالية إلى؛ الدرجة التي تعكس بها أسعار الأسهم جميع المعلومات المتاحة وذات الصلة في أي وقت (Ariwa, Ani, Onyele, Ekeleme, & Okwuchukwu, 2017, p. 73).

وحسب **Eugene F. Fama (1970)** تكون السوق كفؤة: "إذا عكست أسعار الأوراق المالية بشكل كامل وفوري جميع المعلومات المتاحة عنها والمتعلقة بالأحداث الماضية، الجارية، التوقعات المستقبلية، حيث أن السعر يعكس القيم الاقتصادية التي تستند إليها قيمة السهم" (خضير و زهوان، 2019، صفحة 101).

كما تعرف: "بأنها السوق التي تتميز بسرعة استجابة أسعار الأسهم وبطريقة غير متحيزة للمعلومات المتاحة للعامّة، وبذلك تصبح أسعار الأسهم دالة للمعلومات المتاحة، لذا فإن هذه المعلومات سوف تؤدي إلى تقلب أسعار الأسهم" (الجنابي، 2013، صفحة 133).

أما **Delkaoui** فقد عرف: "السوق الكفاء بأنه السوق الذي تكونت فيه حالة توازن مستمر بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيه مساوية تماما لقيمتها الحقيقية وتتحرك بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها" (مسعداوي، 2018).

مما سبق نستنتج أن سوق الأوراق المالية الكفوءة هي السوق التي تستجيب فيها أسعار الأوراق المالية المتداولة (وخاصة الأسهم) لكافة المعلومات المتاحة عنها، بشكل كامل وفوري وبطريقة غير متحيزة، تؤدي في النهاية إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية للورقة المالية وقيمتها الحقيقية. وبذلك تصبح أسعار الأسهم دالة في المعلومات الواردة إلى السوق.

ثانيا: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية: يوجد نوعان من الكفاءة؛ هما:

أ- **الكفاءة الكاملة full efficiency**: يشير مفهوم الكفاءة الكاملة إلى عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية (السهم) بمعنى قدرة السوق على جعل هذا السعر يتعدل وبشكل فوري وفقا لمحتوى تلك المعلومات الواردة، ومن ثم فهي تمنح للمستثمر فرصة لا تتاح لغيره من المستثمرين (حنفي ع، 2004، صفحة 185). وتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية (هندي، 2004، صفحة 10):

1- أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي ذات اللحظة وبدون تكاليف أي؛ مماثل للمعلومات؛

2- عدم وجود أي قيود على التعامل مثل؛ تكاليف المعاملات، الضرائب، القيود التشريعية... وغيرها؛

3- وجود عدد كبير من المستثمرين في السوق، ومن ثم فإن تصرفات أي منهم لا يحتمل أن تؤثر تأثيرا ملموسا على أسعار الأصول المالية (الأسهم)؛

4- اتصاف المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء استغلال ثروتهم.

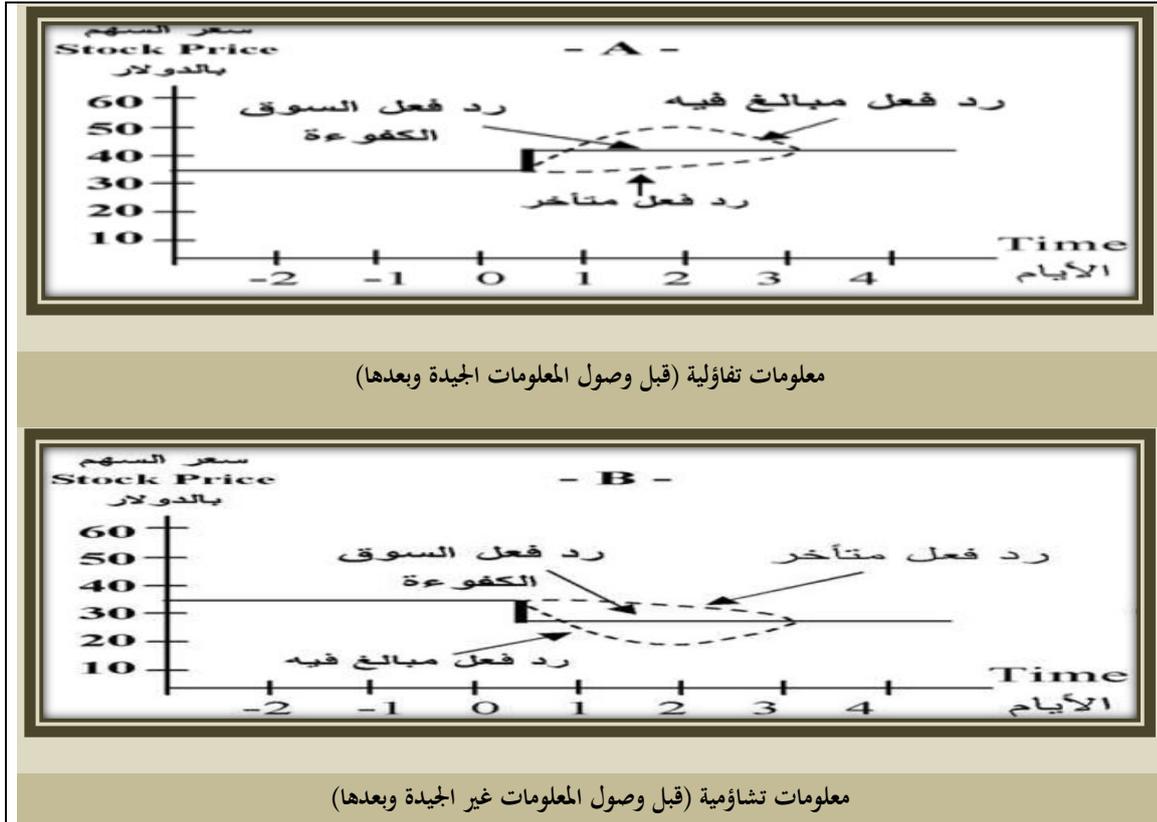
ب- **الكفاءة الاقتصادية Economic efficiency**: على خلاف النوع الأول يتوقع في ظل هذه الكفاءة أن

بمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم، وعليه فالقيمة السوقية للورقة المالية (السهم) قد تبقى -على الأقل- ولفترة من الزمن أعلى أو أقل من قيمتها الحقيقية، وبسبب تكلفة

المعلومات والضرائب وغيرها قد لا يكون الفارق بين القيمتين كبيراً لدرجة تجعل المستثمر يحقق من ورائها أرباحاً غير عادية على المدى الطويل (حسين، 2008، صفحة 32).

والشكل التالي يعكس مفهوم الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية ويصور حركة الأسعار واستجابتها للمعلومات:

شكل رقم (02): التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية



معلومات تفاعلية (قبل وصول المعلومات الجيدة وبعدها)

معلومات تشاؤمية (قبل وصول المعلومات غير الجيدة وبعدها)

المصدر: (الدعيمي، 2010، صفحة 216).

يشير الشكل أعلاه إلى؛ التغير في سعر السهم في ظل كل من الكفاءتين؛ الكاملة والاقتصادية ويصور حركة الأسعار واستجابتها للمعلومات، والذي يتضح من خلاله أن القيمة السوقية للسهم كانت 35 دولار، وعند وصول أنباء جيدة إلى السوق بشأن الشركة المعنية أصبحت القيمة الحقيقية (العادلة) للسهم 40 دولار، أي أن سعر السهم قد ارتفع وبشكل فوري بـ (05) دولار في ظل الكفاءة الكاملة وهو ما يعكسه الخط الداكن -في الشكل (02)-، أما في ظل النوع الثاني من الكفاءة (الاقتصادية) فإن الأمر يختلف إذ وكما أشرنا سلفاً أنه؛ لا بد أن يمضي بعض الوقت (وجود فاصل زمني) منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم أي؛ إلى أن يرتفع سعر السهم إلى مستوى قيمته الحقيقية، وهو ما يعكسه المنحني والخط المتقطع -في الشكل (02)-، إذ يعكسان ردود أفعال المستثمرين وفقاً لطبيعة المعلومات المستلمة (التفاعلية والتشاؤمية) (الدعيمي، 2010، صفحة 216، 217).

ثالثا: أهمية السوق المالية الكفؤة: وجود سوق مالي كفؤ له أهمية اقتصادية واستثمارية يمكن حوصلتها؛ في النقاط التالية (التميمي، 2010، صفحة 50، 51):

- ✓ يدل السوق الكفاء على أن الأسعار المطروحة للورقة المالية تمثل قيمتها العادلة، كما تساعد المتعاملين في السوق على تحديد استراتيجياتهم الاستثمارية برشادة اقتصادية مع التخصيص الكفاء للموارد؛
- ✓ كما تكمن أهميتها في أن كل المتعاملين فيها يستفيدون من جميع المعلومات الواردة إليها، وعليه فلا يوجد هدر بالمعلومات الواردة كونها تنعكس بالكامل على السعر؛
- ✓ كذلك في ظل السوق الكفاء يعتقد كل من طرفي الصفقة (البائع والمشتري) أن سعر الورقة المالية هو سعر عادل ومقبول من قبل الطرفين، وبالتالي فليس هناك أي غبن أو تضليل؛
- ✓ أن السوق الكفاء هو دال لحالة توازنه، لأن المعلومات متاحة للجميع بمعنى؛ أن جميع المتعاملين يحصلون عليها وفي الوقت ذاته، ما يجعل توقعاتهم لمستقبل الاستثمارات متماثلة؛
- ✓ أيضا في ظل السوق الكفاء نجد أن أوامر البيع والشراء تتدفق بشكل مستمر ومتوازن وصوب الاستثمارات المنتجة؛
- ✓ كما يحقق السوق الكفاء أيضا ما يسمى بتمائل المعلومات وبالتالي فهو يساهم في تقييد دور المطلعين لضمان الاستجابة العادلة والصحيحة والمنتجة للمعلومات؛
- ✓ أخيرا ومن أهميتها أيضا أن رؤوس الأموال تتدفق في ظلها بحرية وانسيابية عالية، فيتحقق ما يسمى بالتخصيص الكفاء للموارد.

ومما سبق يتبين الدور المهم للسوق المالية الكفؤة وفعاليتها في الاقتصاد، ففي ظل السوق الكفاء تتدفق رؤوس الأموال التي يحتاجها المستثمرون بسهولة ويسر فيتحقق التخصيص الكفاء للموارد، مما يعزز آفاق النمو الاقتصادي من خلال تأثيره في إنتاجية الاستثمار (أي؛ توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية).

الفرع الثاني: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

تهدف السوق الكفؤة وكما سبق الإشارة له إلى تحقيق التخصيص الأمثل للموارد أي توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وفي هذا الصدد يفترض أن تؤدي الكفاءة دورين بارزين؛ هما (مفتاح و معارفي، 2009، صفحة 186):

أولا: 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؛

ثانيا: الدور غير المباشر:

يعد 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.

ولكي تتحقق الكفاءة في سوق الأوراق المالية ينبغي توافر سمتان أساسيتان؛ هما: **كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل**، وسنقدم فيما يلي شرحا موجزا لها (موصلي و سليمان، 2013، صفحة 300).

أ- **كفاءة التسعير Price Efficiency**: "يقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى السوق بسرعة ودون فاصل زمني كبير مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة وبدون تكلفة أي أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على المعلومات وبذلك تصبح السوق عادلة أمام الجميع"؛

ب- **كفاءة التشغيل Operational Efficiency**: "يقصد بها أن السوق قادرة على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون تكلفة عالية للسمسة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (صناع السوق) فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مبالغ فيه".

ومما سبق يتضح أن هناك إرتباط وثيق بين **الكفاءتين** (التسعير والتشغيل) فلكي تحقق سوق الأوراق المالية كفاءة التسعير يجب أن تحقق كفاءة التشغيل أي؛ حتى تعكس أسعار الأوراق المالية المعلومات الواردة إليها بشكل كامل وفوري فإنه لا بد أن تكون التكاليف التي يدفعها المستثمرون لتنفيذ الصفقة منخفضة أي؛ (عند حدودها الدنيا)، الأمر الذي يدفعهم لبذل المزيد من الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها وذلك بغض النظر عن حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على سعر الورقة المالية.

المطلب الثاني: مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية والعلاقة بينها

سنقدم في هذا المطلب عرضا للمستويات المتعلقة بكفاءة سوق الأوراق المالية كل على حدا، ثم نبين بعدها العلاقة بينها.

الفرع الأول: مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية

تتدرج كفاءة سوق الأوراق المالية وتتخذ عدة مستويات وذلك بناء على طبيعة المعلومات وشموليتها؛ إذ صنفت معظم الأدبيات المالية كفاءة السوق المالي إلى ثلاثة أشكال. يمكن تحديد المتفق عليها؛ كالآتي (التميمي، 2010، صفحة 47، 48):

أولاً: كفاءة السوق بالشكل الضعيف **Weak- Form Efficiency**: ينظر هذا الشكل للأسعار السابقة للورقة المالية على أنها معلومات تاريخية، وبالتالي فلا قيمة لها عند المستثمر للتنبؤ من خلالها بالأسعار المستقبلية بشكل يسمح لعموم المستثمرين من تحقيق عوائد إضافية، وبناءً عليه فتحركات الأسعار أو العوائد المستقبلية تكون مستقلة تماماً عن التحركات السابقة كما تكون موزعة بشكل متماثل؛ أي أن التحركات المستقبلية للأسعار تستجيب فقط للمعلومات والأحداث الاقتصادية الجديدة، كما يتضح من مضمون هذا الشكل أن قواعد التحليل الفني وأدواته غير قادرة على اكتساح السوق وتحقيق المستثمرين لعوائد إضافية نظراً لأن كل المتعاملين فيه قد تحصلوا على المعلومات التاريخية والتي لا تحقق أية ميزة معلوماتية لمشارك على الآخر؛

ثانياً: كفاءة السوق بالشكل شبه القوي **Semi-Strong Form**: يكتسب السوق المالي هذا المستوى من الكفاءة عندما تنعكس كل المعلومات العامة والمتاحة للجميع، بشكل كامل وفوري بالأسعار السوقية، وطبقاً لهذا المفهوم فإن الأسعار السابقة والمعلومات العامة والمتاحة للجميع بشكل علني لا يمكن لأي مستثمر من خلالها تحقيق أرباح غير عادية، وبالمقابل تبقى الفرصة متاحة أمام المطلعين على المعلومات غير المعلنة بالانتفاع منها وتحقيق عوائد غير عادية والتي تنتج عن تغير الأسعار في الأمد القصير، ويبقى أفضل اختبار لهذه الصيغة هو دراسة الحدث (Event studies) والذي يتضمن دراسة سلوك الأسعار أو العوائد قبل وبعد يوم الحدث للتعرف على استجابة السوق؛

ثالثاً: كفاءة السوق بالشكل القوي **Strong- Form**: هذه الصيغة من الكفاءة تقضي أن الأسعار السوقية للورقة المالية تعكس المعلومات المتاحة للجميع وبشكل علني، وأيضاً تلك التي تتدفق من قنوات خاصة أين (يصنفها البعض بالسرية)؛ بمعنى أنه لا يستطيع أي مستثمر تحقيق عوائد إضافية حتى لو استعان بخبرات محلي ومستشاري الأسواق المالية ذلك لأن التغيرات الحاصلة في الأسعار تكون ذات طابع عشوائي ومستقل، وعليه فمن يمتلك ميزة معلوماتية ذات طبيعة سرية تكون بلا جدوى أي؛ (عديمة الفائدة) لأنها بالتأكيد سوف تأخذ طريقها إلى السوق ومن ثم تنعكس بالأسعار وبسرعة عالية.

ومما سبق يتضح بأن الأسواق المالية سواء كانت في شكلها الضعيف، شبه القوي، أو القوي فهي جميعاً أسواق كفاءة إلا أن مستوى ودرجة كفاءتها تختلف باختلاف درجة المعلومات المتاحة والملاحظة التي تعكسها (بوعبد الله، 2014، صفحة 37)، والجدول أدناه يلخص ما سبق شرحه حول المستويات المتعلقة بالكفاءة على النحو التالي:

جدول رقم (01): مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية

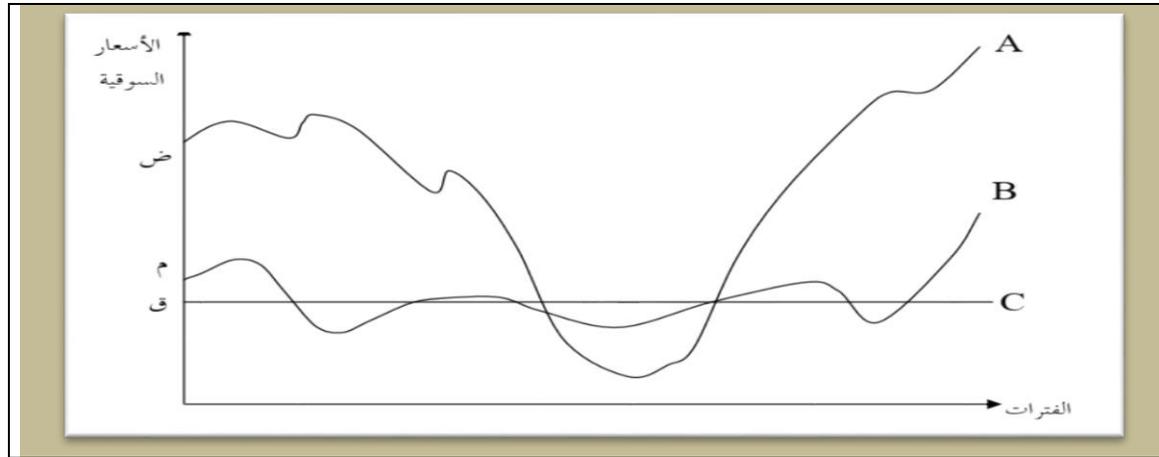
المعلومات / الأشكال	الضعيف	شبه القوي	القوي
تاريخية	✓	✓	✓
عامة (متاحة للجميع)		✓	✓
خاصة (سرية)			✓

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على المعلومات السابقة.

الفرع الثاني: العلاقة بين مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية

يتضح من خلال المستويات المختلفة للكفاءة أن هناك خلاف حول حقيقة المستويين القوي وشبه القوي للكفاءة، في حين يحظى الشكل الضعيف بالقبول العام بين محلي الأوراق المالية وعموم الأطراف المشاركة في السوق، ويعزى ذلك إلى طبيعة التداخل الحاصل بنوع ومستوى المعلومات الخاصة بكل شكل منها (التميمي، 2010، صفحة 48، 49)، وبعد التعرف على كل شكل منها في الفرع السابق سنخصص هذا الفرع لدراسة العلاقة بينها، والشكل الآتي يوضح طبيعة العلاقة بين الصيغ الثلاثة لكفاءة سوق الأوراق المالية.

شكل رقم (03): العلاقة بين أشكال كفاءة سوق الأوراق المالية



المصدر: (حجاج، 2012، صفحة 47)

من الشكل أعلاه نلاحظ أن؛ سوق الأوراق المالية حتى يكون كفوًا بالمستوى شبه القوي لا بد أن يكون كفوًا بالمستوى الضعيف أولاً، ونفس الكلام ينطبق على المستوى القوي للكفاءة أي حتى يكون هذا الأخير كفوًا في هذا المستوى لا بد أن يكون كفوًا بالمستويين السابقين "شبه القوي والضعيف" (التميمي، 2010، صفحة 49، 50)، فالمنحني A يشير إلى التباين الكبير بين سعر الورقة المالية في السوق وقيمتها الحقيقية ليعكس بذلك الصيغة الضعيفة للكفاءة، في حين يوضح المنحني B الفجوة بين القيمتين (السوقية والحقيقية) ويتباين أقل عن "المنحني A" مشيراً بذلك

إلى الصيغة شبه القوية للكفاءة، ليعكس في الأخير المنحني C (عبارة عن خط مستقيم) الشكل القوي للكفاءة أين يتساوى تقريبا السعر السوقي للورقة المالية (السهم) وقيمتها الحقيقية في أي وقت ودون أي فروق تذكر (حجاج، 2012، صفحة 48).

المطلب الثالث: المعلومات وعلاقتها بكفاءة سوق الأوراق المالية

تؤدي المعلومات دورا مهما في سوق الأوراق المالية ذلك أن الاستثمار المالي يعتمد وبدرجة كبيرة على دقة وجودة المعلومات المتاحة والتي تؤثر كثيرا على قرارات المستثمرين وبالتالي على كفاءة السوق، وعليه سنقوم في هذا المطلب بتقديم مفهوم بسيط للمعلومات وأهم خصائصها، ثم نبين أهميتها في سوق الأوراق المالية.

الفرع الأول: مفهوم المعلومات

المعلومات هي عبارة عن؛ "مجموعة من البيانات التي تم تجهيزها للمتفاعلين، وهي ذات قيمة حقيقية أو متوقعة عن العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرار، وتعمل على تنمية وزيادة المعارف وتخفيض مخاطر عدم التأكد لأي حالة" (مفتاح و معارفي، 2009، صفحة 183). وحتى تكون المعلومات التي توفرها القوائم المالية والتقارير، قواعد البيانات،.... وغيرها ذات فائدة لمتخذي القرار -خاصة في مجال القرارات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية والعوائد المتوقعة استلامها منها-، لا بد وأن تشتمل هذه الأخيرة على مجموعة من **الخصائص** والمحددة؛ في (مسعودي، 2012، صفحة 26):

أولا: دقة المعلومات: يمكن تحديدها بمدى تمثيلها للموقف أو الحدث الذي تصفه، وتتوقف درجة الدقة المطلوبة في المعلومات على احتياجات المستخدم وطبيعة المشكلة ومرحلة صنع القرار؛

ثانيا: حداثة المعلومات: يقصد بها الكفاءة في تجهيز المعلومات، وينبغي ألا يستغرق تجهيزها وقتا طويلا حتى لا تفقد المعلومات حداثة ونفعها؛

ثالثا: جودة المعلومات: يمكن أن تتحقق جودة المعلومات بأمرين، أحدهما الموضوعية أي عدم التحيز في معالجة البيانات وطريقة عرضها، والآخر تجنب الأخطاء والتزوير؛

رابعا: تكامل المعلومات: لا بد أن تتكامل المعلومات لأن عدم تكاملها يجعلها غير صالحة للوصول إلى الهدف المطلوب؛

خامسا: تركيز المعلومات: يقصد بذلك تلخيص البيانات في جداول ورسوم بيانية توضح الاتجاهات العامة؛

سادسا: دلالة المعلومات: المعلومات ذات الدلالة هي المعلومات التي تشبع حاجة الإدارة إلى المعرفة التي تساعد في اتخاذ القرارات.

وعموما يمكن القول أن من أهم خصائص المعلومات من وجهة نظر الباحثة؛ الدقة والجودة، فإذا توفرت هاتان السمتان في المعلومات ستنعكس بالإيجاب على قرارات المستثمرين وبالتالي على كفاءة السوق المالي.

الفرع الثاني: أهمية المعلومات في سوق الأوراق المالية

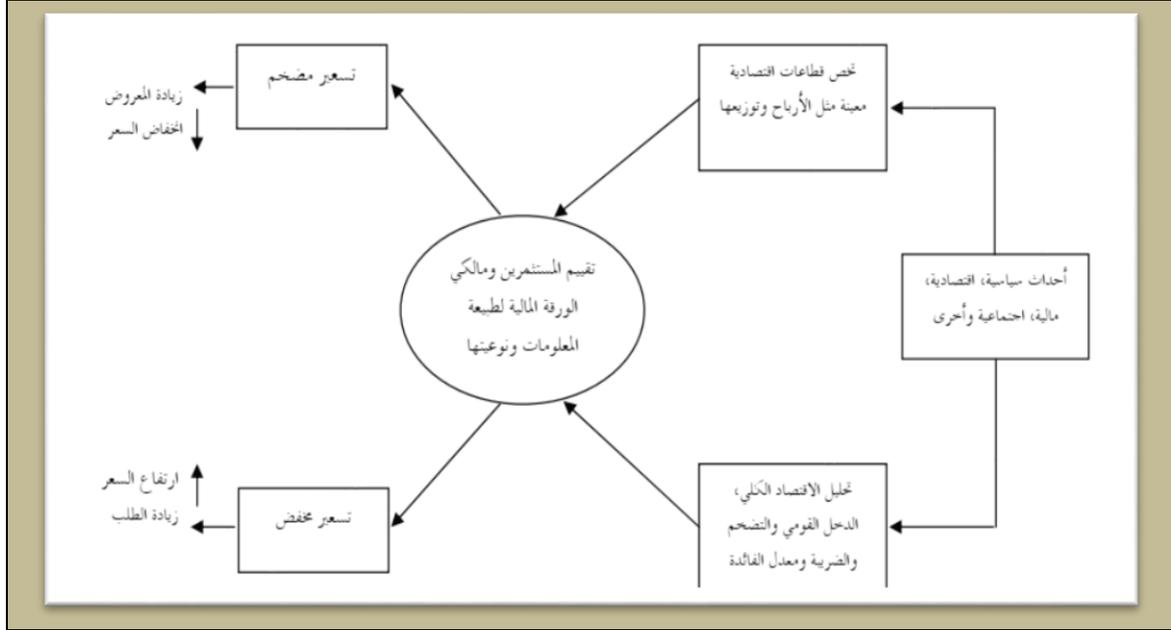
تعد المعلومات من أهم الأركان السائدة لنجاح وتطور أسواق الأوراق المالية، فهي بمثابة المحرك الأساسي لتوجيه المدخرات نحو الفرص الاستثمارية وكذا التخصيص الكفاء للموارد المالية، وتنعكس أهميتها على ثقة كل من المستثمرين والمتعاملين بكفاءة البورصة. هذه الثقة تتحدد درجتها بنوعية وكمية المعلومات المتاحة لعموم المستثمرين بكلفة أقل ومنفعة أعلى شريطة أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للورقة المالية وظروف سوق تداولها بالإضافة إلى الوضع الاقتصادي العام في البلد المعني (الدعوي، 2010، صفحة 214). علاوة على ذلك توفر هذه المعلومات للمستثمرين القدرة على توقع العائد المبني على أساس مستوى مخاطر معينة لورقة أو محفظة استثمارية، كما تمكن المستثمر من تحديد القيمة المحورية أساس القرار الاستثماري، وفي الوقت ذاته وعلى الرغم من كونها متاحة للجميع فهذا لا يعني أنهم يصلون إلى توقعات متشابهة، فقرارات بعضهم قد تكون أدق بسبب الخبرة مقارنة بآخرين، ولكن في الأمد الطويل لا بد وأن تعكس أسعار الأوراق المالية مضمون المعلومات وتقترب توقعات المستثمرين من القيمة الحقيقية (حجاج، 2012، صفحة 43).

والأسباب التي تزيد من أهمية المعلومات في سوق الأوراق المالية كثيرة ومتنوعة، أهمها ما يلي (مسعداوي، 2016، صفحة 31):

- ✓ الأسواق المالية لها درجة عالية من الحساسية تجاه كل ما يتعلق بالتطورات الاقتصادية المحلية والتي تمتد إلى المستوى الدولي، ذلك أن التطورات الحاصلة في الاقتصاد الدولي تظهر آثارها وبشكل أسرع في الأسواق المالية من القطاعات الاقتصادية الأخرى؛
- ✓ الأسواق المالية لها درجة عالية من الخطورة، وسبب هذه الخطورة يكمن في؛ نوع السلع موضع التبادل، التطورات السريعة في هذا السوق، بالإضافة إلى الآثار التي تترتب على هذا السوق؛
- ✓ بعض التوقعات في هذا السوق تستند إلى عناصر موضوعية، ولكن قد تكون توقعات أخرى كثيرة وخطيرة لا تستند إلى عناصر موضوعية؛
- ✓ يستهدف المتعاملون في هذا السوق الحصول على ربح، وقد يكون المستهدف هو الربح السريع دون الحكم على ذلك أي على سرعة الحصول على ربح فإن هذا يتطلب معلومات تستند إليها القرارات السريعة؛
- ✓ نوع السلع موضع التبادل في هذه الأسواق وآليات التعامل فيها تتيح درجة عالية من المضاربات، والمضاربات كما هو معروف تحتاج إلى معلومات سريعة وفورية.

والشكل التالي يوضح أهمية المعلومات ومدى انعكاسها في سلوك المستثمرين وحاملي الأوراق المالية عند تسعير الورقة المالية:

شكل رقم (04): دور المعلومات في آلية تسعير الورقة المالية



المصدر: (حجاج، 2012، صفحة 44)

من الشكل أعلاه يتضح أن؛ دراية المستثمرين وكذا معرفتهم بظروف السوق والبيئة العامة للاقتصاد يسهم في تحديد دقيق لتوقعاتهم المستقبلية والعوائد المتوقع استلامها نتيجة الاستثمار في الأوراق المالية، فإذا كان التشاؤم يسيطر على الموقف طبقاً لطبيعة المعلومات المستلمة فإن الأسعار المطروحة في السوق ضمن لحظة زمنية معينة لا تعكس جدوى الاستثمار بالأوراق المالية، مما يدفع المتعاملين فيه بعرض كميات كبيرة منها في محاولة منهم للحد من الخسائر المحتملة، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض الأسعار، والعكس إذا كان التفاؤل يسيطر على الموقف أي على (التوقعات) وفقاً لطبيعة المعلومات المستلمة سواء ما تعلق منها بالاقتصاد ككل أو على مستوى القطاع أو الشركة المصدرة للورقة المالية، فإن الأسعار المطروحة في السوق تعد منخفضة (تسعير منخفض) من وجهة نظر المتعاملين (أي أنها لا تعكس القيمة الحقيقية للورقة)، الأمر الذي يترتب عنه زيادة في الطلب فترتفع الأسعار رغبة من المستثمرين بشراء التمددات النقدية المتوقع استلامها (الدعمي، 2010، صفحة 215، 216).

مما سبق يتضح أن كفاءة السوق المالي تتوقف على كفاءة نظم المعلومات المالية السائدة التي تتدفق من خلالها المعلومات المناسبة لكل المتعاملين في الوقت وبالتكلفة المناسبين والتي يمكن استخدامها في المقاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة، وفي حالة عدم تكافؤ فرص حصول المتعاملين عليها تسمى هذه الحالة بعدم تماثل المعلومات أي؛ امتلاك بعض المتعاملين لمعلومات لا يمتلكها آخرون، ما يمنحهم ميزة التفرد بتحقيق أرباح غير عادية.

المطلب الرابع: سيولة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالكفاءة

يتمحور هذا المطلب حول دراسة طبيعة العلاقة بين السيولة وكفاءة سوق الأوراق المالية، باعتبارها أحد مقومات السوق الجيد (الكفاءة)، ولكن قبل ذلك ينبغي إعطاء مفهوم عام للسيولة مع إبراز لأهم خصائصها، ليتم في الأخير تناول اتجاهات رفع الكفاءة وتحسين السيولة.

الفرع الأول: مفهوم سيولة سوق الأوراق المالية

نحاول في هذا الفرع تقديم مفهوم عام حول السيولة في سوق الأوراق المالية مع ذكر لأهم خصائصها.

أولاً: تعريف سيولة سوق الأوراق المالية **stock market liquidity**: وردت العديد من التعاريف بشأن السيولة؛ نذكر منها:

عرفت السيولة (**Liquidity**) على أنها؛ السهولة والسرعة التي يشتري بها الوكلاء الاقتصاديون الأوراق المالية ويبيعونها في سوق الأوراق المالية (Kemboi & Tarus, 2012, p. 59).

كما عرفت بأنها؛ الدرجة التي يمكن من خلالها تصفية (بيع) الأوراق المالية بسهولة دون خسارة القيمة (Madura, 2015, p. 05).

وفي تعريف آخر هي؛ الدرجة التي يمكن عندها تداول الأدوات المالية بسرعة في السوق دون تغيير أسعار الأصول، بمعنى أن سوق الأوراق المالية يجب أن يكون لديه القدرة على تسهيل شراء وبيع الأصول، مع ضمان عدم وجود تغيير جذري في أسعار الأصول المالية (Ariwa, Ani, Onyele, Ekeleme, & Okwuchukwu, 2017, p. 73).

وعرفها البعض بأنها؛ "سهولة تسويق الأوراق المالية بأدنى تكلفة ممكنة، إضافة لذلك توفر سمة الانتظام أي استقرارها وعدم تعرضها لتغيرات كبيرة من صفقة إلى أخرى" (براق و بن صوشة، 2013، صفحة 95).

ومما سبق يمكن أن نعرف السيولة بأنها؛ قدرة الوكلاء الاقتصاديون على شراء وبيع الأوراق المالية في السوق؛ بسرعة، وبأدنى تكلفة ممكنة، ودون تغيير في الأسعار (توفر سمة الانتظام) أي؛ استقرارها وعدم تعرضها لتغيرات كبيرة من صفقة إلى أخرى.

ثانياً: خصائص سيولة سوق الأوراق المالية: هناك عدة خصائص إن توفرت في سوق الأوراق المالية فإنها تتصف بالسيولة. هذه الخصائص يمكن حصرها في (هندي، 2009، صفحة 534، 535):

أ- عمق السوق **Market Depth**: ويقصد به أن هناك أوامر بيع وشراء مستمرة للورقة المالية المعنية على عكس السوق غير العميق الذي يتصف بعدم استمرارية التعامل في الورقة المالية، ونتيجة لهذا التعامل النشط بيعا وشراء فإن أي خلل في التوازن في الكميات المطلوبة أو المعروضة يؤدي إلى تغيرات طفيفة في الأسعار، وهو ما يعني ضالة الخسائر الرأسمالية إذا ما حدثت، ومما يذكر أن من أهم متطلبات السوق العميقة وجود وسائل اتصال جيدة بين المتعاملين، حتى لا توجد أوامر شراء/ أو بيع حائرة لا تجد الطريق للتنفيذ؛

ب- اتساع السوق **Breadth Market**: وبخلاف السوق المحدود تكون السوق متسعة عندما يكون هناك عدد كبير من أوامر البيع والشراء للورقة المالية المعنية، بما يحقق استقرارا نسبيا في سعرها وبالتالي يقلل من مخاطر التعرض للخسائر الرأسمالية. وفي مثل هذا النوع من الأسواق يضعف الدافع لدى البائع/ أو المشتري المحتمل لتأجيل القرار، كما يتوقع أن يقبل صانع السوق هامش صغير على أمل أن يعوض ذلك في ارتفاع معدل دوران الورقة المالية المعنية؛

ت- سرعة استجابة السوق **Resiliency**: ويقصد بها أن أي خلل محتمل في العرض والطلب على الورقة المالية المعنية يمكن معالجته بسرعة من خلال تغير طفيف في الأسعار، وهو ما يؤدي إلى ضالة الخسائر الرأسمالية التي قد يتعرض لها حامل الورقة المالية، وتتطلب خاصية سرعة الاستجابة توفر وسائل اتصال فعالة تربط بين المتعاملين.

وكنتييجة لما سبق فإن توفر هذه الخصائص أو السمات في السوق مجتمعة سيؤدي إلى تحقيق السيولة بمعنى؛ سيجعل الورقة المالية سهلة التسويق.

الفرع الثاني: السيولة وكفاءة سوق رأس المال

نحاول من خلال هذا الفرع إبراز اتجاهات رفع الكفاءة وتحسين السيولة، ولكن قبل ذلك ينبغي معرفة طبيعة العلاقة بين السيولة والكفاءة،

أولا: **طبيعة العلاقة بين السيولة والكفاءة**: لمعرفة طبيعة العلاقة بين السيولة والكفاءة، يمكن أولا التمييز بين نوعين أساسيين من التغيرات السعرية؛ يتمثل الأول في تغيرات سعرية عارضة ترجع إلى تصرفات فريق الضوضاء وتحدث خلا مؤقتا بين العرض والطلب، أما الثاني فيتمثل في تغيرات سعرية غير عارضة تحدث نتيجة المعلومات الجديدة وهي تدوم وتبقى إلى أن تصل إلى السوق معلومات أكثر حداثة (الخديري، 2018، صفحة 334).

في ظل النوع الأول تتأرجح الأسعار في حدود المدى بين سعر شراء الورقة المالية وسعر بيعها وهذا قد لا يصاحبه تغير في الهامش، وإن حدث فعادة ما يكون محدودا وسرعان ما يعود إلى ما كان عليه بعد عدد قليل من الصفقات (الخديري، 2018، صفحة 334). وعلى العكس من ذلك ففي ظل النوع الثاني عادة ما يترتب على المعلومات

الجديدة تحرك في الأسعار إلى مستوى جديد، فإذا كانت المعلومات سارة تكون الحركة بالزيادة أي؛ تتجه الأسعار نحو مستوى أعلى مما كانت عليه، والعكس إذا لم تكن كذلك أي؛ أن الأسعار ستتجه حتما نحو مستوى أقل مما كانت عليه، ليس هذا فقط بل أن التغير في السعر قد يكون كبيرا حتى في ظل الصفقات الصغيرة، وذلك عندما تعكس المعلومات درجة عالية من التفاؤل/ أو التشاؤم بشأن الشركة أو المؤسسة المصدرة للسهم (براق و بن صوشة، 2013، صفحة 96).

وبالتالي فإن الانسجام بين السيولة والكفاءة يكون واضحا في ظل النوع الأول؛ ذلك أن التغيرات السعريّة التي يحدثها فريق الضوضاء لا تقوم على أساس من المعلومات، ومن ثم ينبغي أن تكون في أضيق الحدود أو لا تكون على الإطلاق، وهو ما ينسجم مع مفهوم الكفاءة للسوق، وأيضا مع متطلبات السيولة، ما يعني بالتبعية أن أدوات تحقيق السيولة؛ كسمة الانتظام وإجراءات إيقاف التعامل في حالة وجود خلل في التوازن ما بين العرض والطلب، هي الأدوات نفسها التي تسهم في تحقق الكفاءة بالسوق خلال الفترات التي لا ترد فيها معلومات جديدة (لخديري، 2018، صفحة 335). وعلى خلاف ما سبق فإن التعارض بين السيولة والكفاءة يبدو واضحا في ظل النوع الثاني من التغيرات؛ ذلك أن أحد المتطلبات الضرورية للسيولة هو توفير سمة الانتظام، والتي في ظلها نجد أن الأسعار لا تصل إلى مستوى التوازن الذي يعكس القيم الحقيقية للأوراق المالية، بل ستتحرك تدريجيا في هذا الطريق، الأمر الذي يتعارض مع سمة الكفاءة، حيث لن تعكس الأسعار في هذه الحالة المعلومات المتاحة بالسرعة المطلوبة، وهو ما يمنح بعض المستثمرين ميزة التفرد لتحقيق أرباح غير عادية على حساب البعض الآخر (حجاج، 2012، صفحة 50، 51).

وباختصار يبدو أن التوافق بين السيولة والكفاءة؛ يظهر واضحا في حالة التغيرات السعريّة التي يحدثها فريق الضوضاء، أكثر من تلك التي يحدثها أصحاب المعلومات (علاقة عكسية بين السيولة والكفاءة)، مما أدى إلى تكثيف الجهود للبحث عن الآليات والسبل التي من شأنها أن تحقق للأسواق المالية السيولة والكفاءة معا.

ثانيا: اتجاهات رفع الكفاءة وتحسين السيولة: في هذه الجزئية سنسلط الضوء على أهم الآليات والأساليب المستخدمة في أسواق رأس المال الأمريكية لتحسين السيولة والكفاءة معا؛ وهي (حجاج، 2012، صفحة 51):

- أ- ترك حرية تحديد قيمة عمولة السمسرة للتفاوض بين العميل والسمسار: تسمح هذه الطريقة بتخفيض تكلفة المعاملات بشكل يسهم في تحقيق ميزتي العمق والانتساع للسوق وبالشكل الذي يخلق السيولة به. كما أن تخفيض تكاليف المعاملات يؤدي إلى توافر أحد الشروط اللازمة لتحقيق الكفاءة الكاملة للسوق؛
- ب- استخدام الأدوات المالية المستحدثة: يؤدي استخدام هذا النوع من الأدوات في مجال التداول بالأسواق المالية وكما نعلم إلى تخفيض تكلفة المعاملات، ما ينعكس بالإيجاب على اتجاه كفاءة وسيولة السوق المالي أي؛ يساهم في رفع كفاءة وسيولة هذه الأخيرة؛

ت- ربط الأسواق بشبكة اتصالات متطورة: كذلك و لرفع كفاءة وسيولة السوق معا تسعى معظم الدول وفي محاولة منها إلى توحيد كافة أسواقها المالية (المنظمة وغير المنظمة) في سوق قومي واحد من خلال ربط كافة الأسواق بشبكة اتصالات الكترونية متطورة من شأنها أن تزيد من حجم المعلومات المتاحة وضمان سرعة وصولها إلى الأطراف المتعاملة.

وعموما تبقى هذه الاتجاهات واحدة من بين العديد من السياسات والأساليب المستخدمة في كثير من الأسواق المالية للدول خاصة المتقدمة منها لتحسين السيولة والكفاءة معا، مما يكون له من الأثر الإيجابي على مستويات أدائها مستقبلا.

المبحث الرابع: أداء سوق الأوراق المالية ومؤشرات قياسه

وبعد التطرق لكفاءة سوق الأوراق المالية في المبحث السابق نسلط الضوء في هذا المبحث على أداء سوق الأوراق المالية ومؤشرات قياسه، وذلك من خلال؛ استعراض عام لمفاهيم أساسية حول الأداء وتقييمه، ثم تقديم شامل لمؤشرات أداء سوق الأوراق المالية وأساليب بنائها كونها تعكس اتجاه السوق واتجاهات الأسعار، ليتم في الأخير التطرق إلى المؤشرات الرئيسية لأهم الأسواق المالية العالمية والعربية.

المطلب الأول: أساسيات حول الأداء وتقييمه

في هذا المطلب سنحاول تقديم مختصر لمفاهيم أساسية حول الأداء وتقييمه من خلال؛ البحث في معنى الأداء والعوامل المؤثرة فيه، ثم التعرّيج على معنى تقييمه وأهميته بالنسبة للمؤسسة.

الفرع الأول: مفهوم الأداء والعوامل المؤثرة فيه

يتناول هذا الفرع بشكل عام كل من مفهوم الأداء ثم أهم العوامل المؤثرة فيه.

أولاً: مفهوم الأداء: تعددت التعاريف والمفاهيم المقدمة بشأن مصطلح الأداء نذكر منها؛ الآتي:

"يعرف الأداء (Performance) بشكل عام على أنه القيام بتنفيذ جزء من العمل أو كله وتحقيق النجاح فيه" (آل طعمة، 2007، صفحة 11).

ويعرف أيضا على أنه؛ "المخرجات أو الأهداف التي يسعى النظام إلى تحقيقها، وهو مفهوم يعكس كلا من الأهداف والوسائل اللازمة لتحقيقها، أي أنه يربط بين أوجه النشاط وبين الأهداف التي تسعى المؤسسة إلى تحقيقها" (عوادي، 2015، صفحة 51).

وفي تعريف آخر هو؛ "النشاط الشمولي المستمر الذي يعكس نجاح المنظمة، واستمراريتها وقدرتها على التكيف مع البيئة، وفشلها وانكماشها وفق أسس ومعايير محددة تضعها المؤسسة، وفقا لمتطلبات نشاطاتها وفي ضوء الأهداف طويلة الأمد" (بوجمان، 2015، صفحة 45).

كما أعتبر كمتغير تابع لعاملين هما؛ **الكفاءة والفعالية**، فلقد حصر بعض الباحثين الأداء في بعد واحد هو **الكفاءة** فقط، أي الاستخدام الأمثل للموارد. كذلك ركز بعض الباحثين في تعريفهم للأداء على **الفعالية** لوحدها، فلقد أعتبر بأنه مدى تحقيق أهداف المؤسسات (يجياوي، 2007، صفحة 152).

وبناء على ما سبق يمكن القول أن الأداء هو فعل يعكس مدى نجاح المؤسسة/ أو التنظيم في تحقيق أهدافه بالاستخدام الأمثل للموارد المتاحة؛ سواء في جزء من العمل أو كله، فالأداء إذن هو؛ **الكفاءة والفعالية** معا.

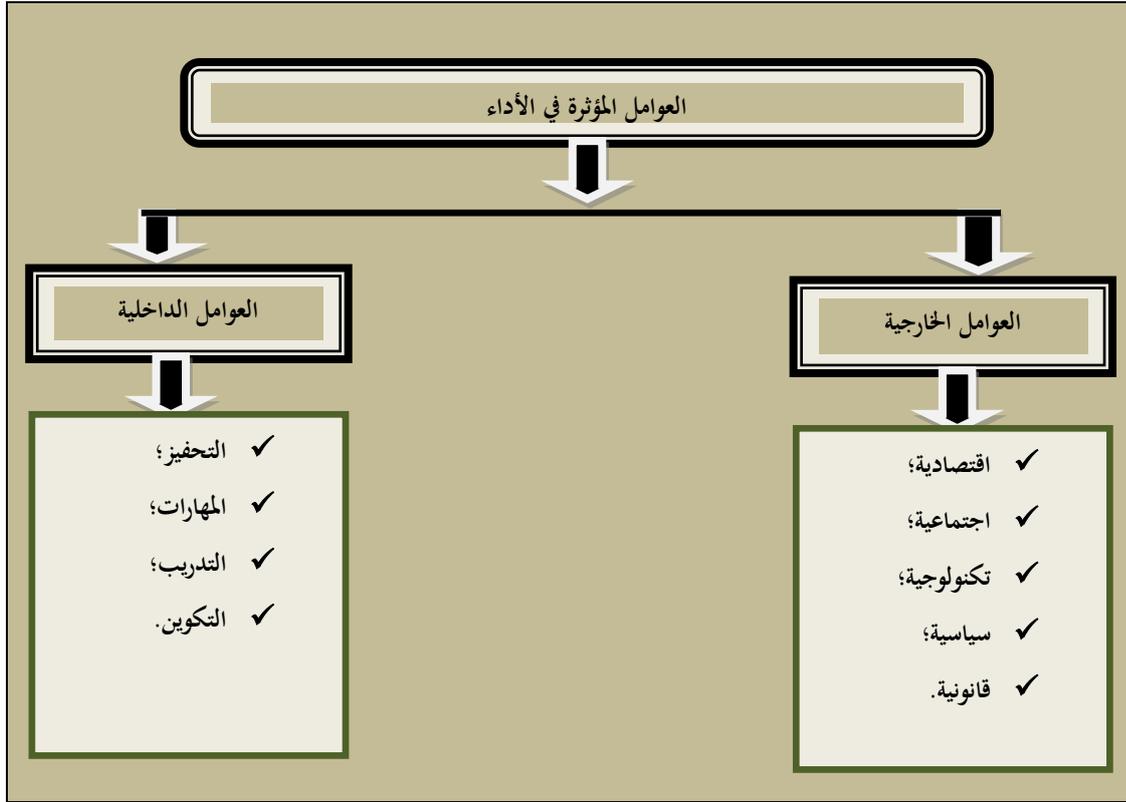
ثانيا: **العوامل المؤثرة في الأداء**: العوامل المؤثرة في الأداء متعددة ومتجددة ولصعوبة حصرها اعتمد الكثير من الباحثين في تصنيفهم لها وفقا لمصدرها إلى؛ عوامل خارجية وأخرى داخلية (بوجمان، 2015، صفحة 47):

أ- **العوامل الخارجية (العوامل غير الخاضعة لتحكم المؤسسة)**: وهي العوامل المتعلقة عموما بالمحيط الخارجي والتي يصعب التحكم فيها وبالتالي التكيف معها فقط؛ كالعوامل الاقتصادية، الاجتماعية، التكنولوجية، العوامل السياسية والقانونية..... وغيرها؛

ب- **العوامل الداخلية (العوامل الخاضعة لتحكم المؤسسة نسبيا)**: وهي العوامل التي تكون ذات طبيعة داخلية والتي يمكن التحكم فيها، فيكون هنا دور المسير هو تعظيم تأثيراتها الايجابية والتقليل من تأثيراتها السلبية، ويمكن ذكر أهمها في؛ التحفيز، المهارات، التدريب والتكوين.... الخ، وهي بمثابة عناصر رئيسية في تمكين العاملين وزيادة دافعيتهم وأدائهم.

والشكل أدناه يوضح العوامل المؤثرة في الأداء وفقا لمصدرها والمحددة في؛ عوامل خارجية وأخرى داخلية:

شكل رقم (05): العوامل المؤثرة في الأداء



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على؛ المعلومات السابقة.

ومما سبق يمكن القول أن الأداء في المؤسسة هو دالة في العديد من العوامل المؤثرة (داخلية وخارجية)، المتحكم في بعض منها وغير المتحكم في البعض الآخر، وتماشيا مع ما تم ذكره وبالإسقاط على سوق الأوراق المالية نستنتج أن أداء هذه الأخيرة قد يتأثر هو الآخر بالعديد من العوامل المؤثرة؛ منها ما هو ذاتي (داخلي) ومنها ما هو خارجي؛ كمتغيرات الاقتصاد الكلي، الأزمات المالية.... وغيرها، من المؤثرات التي قد تلعب دورا محوريا في تقلبات أسعار الأسهم والسندات.

الفرع الثاني: مفهوم تقييم الأداء وأهميته

يعد تقييم الأداء أمر غاية في الأهمية وذلك لماله من أهمية اقتصادية قصوى في تطوير النشاطات والمشاريع الاقتصادية، وجاء هذا الفرع ليوضح وبشكل عام مفهوم تقييم الأداء وأهميته بالنسبة للمؤسسة.

أولا: مفهوم تقييم الأداء: اختلفت وجهات نظر المفكرين والباحثين في وضع تعريف محدد لتقييم الأداء، وفي الآتي سنحاول تقديم البعض منها.

عرف تقييم الأداء بأنه؛ "عملية إشراف ومراجعة من قبل سلطة أعلى بقصد معرفة كيفية سير الأعمال والتأكد من استخدام الموارد المتاحة وفقا للخطة الموضوعة" (المومن و وآخرون، 2021، صفحة 173).

وعرف أيضا بأنه: "عملية تحليل نتائج أعمال المنشأة بهدف الوقوف على مواطن الخلل والانحراف وبيان أسباب هذه الانحرافات ومن ثم اتخاذ الإجراءات اللازمة لتصحيحها" (البطاط و الحميدي، 2017، صفحة 94).

وفي تعريف آخر: "هو خطوة رئيسية في عملية الرقابة، ويكمن جوهر عملية التقييم في مقارنة الأداء الفعلي بمؤشرات محددة مسبقا، والوقوف على الانحرافات وتبريرها" (بومجان، 2015، صفحة 57).

ويعرفه البعض بأنه: "التأكد من كفاية استخدام الموارد المتاحة أفضل استخدام لتحقيق الأهداف المخططة، وذلك بتوجيه مسارات الأنشطة بالمؤسسة بما يحقق الأهداف المرجوة منها" (تيمجغدين، 2013، صفحة 57).

وفي نفس السياق وبالإسقاط على سوق الأوراق المالية نستنتج أن تقييم الأداء لهذه الأخيرة هو عبارة عن عملية التحليل والتقييم لنتائج تطور الأداء باستخدام مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية، بهدف التوصل إلى نقاط القوة والضعف وبهدف الحكم على كفاءتها وبالتالي تحديد مسيرة السوق.

ثانيا: أهمية تقييم الأداء: تحظى عملية تقييم الأداء في المؤسسات الاقتصادية بأهمية بالغة، وفي جوانب ومستويات مختلفة يمكن اختصارها؛ في النقاط التالية (المومن و آخرون، 2021، صفحة 173):

- أ- يساعد تقييم الأداء على توجيه الإدارة العليا إلى مراكز المسؤولية التي تكون بحاجة أكثر إلى الإشراف؛
- ب- يوفر معلومات حول سير العمليات في المؤسسة ومعدل اقترابها من تحقيق الأهداف، فيركز بذلك جهودها صوب اتخاذ قرارات سليمة؛
- ت- يساهم في تحسين الاتصالات الداخلية والخارجية للمؤسسة فيؤثر إيجابا على عملياتها الداخلية والخارجية، كما يساهم في وضع الخطط التدريبية لمختلف الأفراد والأقسام؛
- ث- يمكن المؤسسة من الحصول على صورة واضحة حول كفاءة وفعالية البرامج والعمليات والأفراد؛
- ج- يحسن عملية إدارة المنتجات والخدمات وتلبية حاجات الزبائن؛
- ح- يساهم في تطوير المؤسسة من خلال التنسيق بين وحداتها وخلق جو من المنافسة بين أقسامها المختلفة، فيزيد من مستوى أدائها ويقلص بذلك من نقاط ضعفها ويعزز نقاط قوتها.

وتمشيا مع ما تم ذكره وبالإسقاط على سوق الأوراق المالية نستنتج أن لعملية تقييم الأداء أهمية كبيرة في السوق المالي، وذلك لأنها تخدم مختلف الأطراف الفاعلة في السوق هذا من جهة، ومن جهة أخرى فهي تلعب دورا مهما في زيادة كفاءة السوق، فعندما نقوم بتقييم أداء سوق معين ونقارنه بأداء سوق متطور آخر، فهذا سوف يدفع السوق الأول إلى تطوير وتحسين نشاطه.

المطلب الثاني: مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية

يقوم هذا المطلب بتسليط الضوء على أهم المفاهيم النظرية المتعلقة بمؤشرات الأداء في سوق الأوراق المالية من؛ مفهوم، أنواع، واستخدامات.... وغيرها من المفاهيم الأخرى المرتبطة بها.

الفرع الأول: تعريف مؤشرات سوق الأوراق المالية وأهم استخداماتها

في هذا الفرع سيتم تقديم مفهوم عام لمؤشرات سوق الأوراق المالية مع استعراض لأهم استخداماتها.

أولاً: تعريف مؤشرات سوق الأوراق المالية (stock market indices): تعددت التعاريف الواردة بشأن مؤشرات سوق الأوراق المالية نتناول منها؛ الآتي:

عرف مؤشر السوق (market index) بأنه: رقم يقيس التغير في قيمة مجموعة من الأسهم التي تشكل المؤشر خلال فترة زمنية معينة. وبشكل أكثر تحديداً هو القيمة النسبية الحالية للمتوسط المرجح لأسعار مجموعة محددة مسبقاً من الأسهم (central board of secondary education, 2007, p. 158).

وعرف أيضاً بأنه: "قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية، ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة البداية، ثم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة رسمية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء إلى أعلى أو إلى أسفل" (بن سمينة، 2017، صفحة 155).

وفي تعريف آخر: "هو أداة لتحديد اتجاه المتغيرات في السوق أو في قطاع معين من السوق ويكون المؤشر جيداً إذا كان يعطي فكرة عن الاتجاه العام في السوق وليس لورقة مالية كما أنه يعطي مؤشراً لوضع الاقتصاد" (صافي و البكري، 2009، صفحة 244).

في حين يعرف البعض مؤشرات سوق الأوراق المالية بأنها: مقاييس لأداء أسعار محافظ الأوراق المالية، والتي يتم تشكيلها لتمثيل سوق الأوراق المالية ككل أو جزء معين منه، أو مؤشرات فرعية (DARŠKUVIENĖ, 2010, p. 100).

وبشكل عام يمكن القول أن مؤشرات سوق الأوراق المالية هي عبارة عن أداة يتم من خلالها رصد تطور أداء السوق ككل أو جزء معين منه وقياس درجة فعاليته أي؛ "تقييم أدائه" وذلك من أجل التعرف على تحركات الأسعار واتجاهات السوق سواء كانت لأعلى أو إلى أسفل، وتتبعها بصدق لمقارنتها باتجاهات وأداء غيرها من الأسواق الأخرى.

وتنقسم المؤشرات إلى نوعين رئيسيين؛ هما (آل شبيب، 2019، صفحة 94):

- أ- مؤشرات عامة: وهي التي تقيس حالة السوق بصفة عامة مثل؛ مؤشر داو جونز (DJIA) في أمريكا، ومؤشر ستاندر آندبور (SFCP) الذي يضم 500 شركة أمريكية؛
- ب- مؤشرات قطاعية: وهي التي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع معين مثل؛ مؤشر ناسداك (NASDAQ) المجمع وهو مؤشر 500 شركة صناعية أمريكية يتم تبادل أسهمها عبر المنصة أو مؤشر البنوك الأردنية في بورصة عمان.

أما من حيث إمكانية التداول فتقسم المؤشرات؛ إلى (شنافة، 2018، صفحة 67):

- أ- مؤشرات متداولة: وهي مؤشرات يتم تداولها في أسواق الأوراق المالية؛ منها مؤشر (Nikkei 225) ومؤشر (Nasdaq 100).
- ب- مؤشرات غير متداولة: وهي مؤشرات لا تتداول في البورصات مثل مؤشر (Dow Jones) وكافة مؤشرات البورصات العربية، وقد وصل التنوع والتطور بها إلى درجة إنشاء مؤشرات المؤشرات.

ثانيا: استخدامات المؤشر في سوق الأوراق المالية: للمؤشر استخدامات عديدة تحم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي لها علاقة بالسوق نحدد في؛ النقاط التالية (آل شبيب، 2019، صفحة 108):

- أ- إعطاء فكرة عن أداء المحفظة الاستثمارية للأسهم المختارة لأن المؤشر يعتمد كمعيار للمقارنة بين التغير في عائد المحفظة الاستثمارية مع التغير في مؤشرات السوق التي تعد محفظة جيدة للتنويع؛
- ب- كذلك الحكم على أداء المديرين المحترفين فإذا حقق المدير المحترف عائدا يعادل تقريبا عائد السوق فإنه يكون مديرا جيدا، أما إذا حقق عائدا أعلى من متوسط عائد السوق فهذا معناه أنه ممتاز لأنه يستخدم أساليب متقدمة في التنويع تمنحه نتائج ذات عائد مرتفع؛
- ت- إضافة إلى معرفة الحالة التي سيكون عليها السوق مستقبلا، لأن المؤشر يعطينا إمكانية على التنبؤ بالمستقبل، خاصة إذا تم استخدام أسلوب التحليل الفني والتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق أي أنها توصل المحلل إلى التنبؤ باتجاه حركة الأسعار في السوق؛
- ث- وأخيرا تقدير مخاطر الاستثمار أو مخاطر المحفظة الاستثمارية من خلال استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية أي مخاطر السوق بعد إيجاد علاقة بين معدلات العائد لأسهم محفظة معينة مع معدل العائد لمحفظة السوق.

ومما سبق يمكن القول أنه حتى نستطيع معرفة حالة السوق أو التنبؤ بما ستكون عليه الحالة الاقتصادية العامة لفترة من الزمن فإن الأداة المالية الأكثر تعبيرا عن هذه الحالة هي مؤشرات البورصة كونها أداة نافعة للتنبؤ، والتي تستخدم في؛ إعطاء

فكرة عن أداء المحفظة الاستثمارية، كذلك الحكم على أداء المديرين المحترفين القائمين على إدارتها، وأيضا تقدير مخاطر الاستثمار في المحفظة... وغيرها.

الفرع الثاني: أهم مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية

نحاول في هذا الفرع التعرف على أهم مؤشرات قياس تطور الأداء في سوق الأوراق المالية، والتي تسمح بمعرفة درجة تقدم السوق ونضجها؛ والمتمثلة في:

أولاً: **المؤشر العام لأسعار الأسهم**: "هو عبارة عن مؤشر إحصائي يستخدم لقياس الأداء الكلي للسوق، والذي يتكون من معدل أسعار مجموعة من الأسهم يفترض أن تستخدم كمقياس للحركة العامة للسوق المالي" (مداحي و ترقو، 2017، صفحة 99).

ثانياً: **مؤشرات حجم السوق**: وتتمثل في مؤشرين أساسيين؛ هما:

أ- **مؤشر القيمة السوقية market value index**: يشير هذا المؤشر إلى إجمالي قيمة الأوراق المدرجة في السوق، ويقاس غالباً بمعدل رسملة السوق من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق المالي على الناتج المحلي الإجمالي (مداحي و ترقو، 2017، صفحة 99)؛ بالشكل التالي:

$$\text{رسملة السوق} = (\text{القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق} / \text{الناتج المحلي الإجمالي})$$

ب- **مؤشر عدد الشركات The number of companies index**: ويقصد به عدد الشركات المدرجة في السوق المالي، ويستخدم هذا المؤشر للتعرف على حجم السوق من ناحية كبره وصغره بالموازاة ومؤشر القيمة السوقية، فقد يكون عدد الشركات المسجلة في السوق كبيراً ولكن إجمالي قيمتها السوقية صغيراً أو العكس (الفكي أحمد، 2017، صفحة 148).

ثالثاً: **سيولة سوق الأوراق المالية**: توفر السيولة فرصة للمستثمرين لبيع أداة مالية، حيث يشار إليها على أنها مقياس للقدرة على بيع الأصل بقيمته السوقية العادلة في أي وقت (DARŠKUVIENĖ, 2010, p. 07)، ويمكن أن تقاس سيولة السوق المالي بمؤشرين أساسيين؛ هما:

أ- **نسبة حجم التداول Trading volume percentage**: وتمثل قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي، وتشير تلك النسبة إلى حجم التعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة لحجم الاقتصاد الوطني، فهي تعكس بشكل كبير مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني" (بصيري، 2016، صفحة 89). ويستخرج هذا المؤشر بالصيغة الآتية (آل شبيب، 2019، صفحة 132):

$$\text{نسبة حجم التداول} = \text{قيمة الأوراق المالية المتداولة} / \text{الناتج المحلي الإجمالي}$$

ب- **معدل الدوران turnover rate**: "هو قيمة الأوراق المالية المتداولة مقسومة على قيمة رأس المال السوقي، فهو يقيس حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق، فالسوق الصغيرة التي تتميز بارتفاع درجة السيولة تنخفض بها نسبة حجم التداول بينما يرتفع بها معدل الدوران" (بصري، 2016، صفحة 89). ويستخرج هذا المؤشر بالصيغة الآتية (آل شبيب، 2019، صفحة 132):

معدل الدوران = قيمة التعاملات في السوق المالي / قيمة رأس مال السوق

رابعا: **مؤشر درجة التركيز**: ويقصد بدرجة التركيز فيما إذا كان حجم التداول مركزا في عدد محدد من الشركات المسجلة في البورصة أو موزعا على عدد كبير فيها، هذا المؤشر يمكن قياسه من خلال حساب نصيب أكبر عشر شركات من إجمالي رأس المال السوقي، وإجمالي قيمة التداول (مداحي و ترقو، 2017، صفحة 99)، ويستخرج هذا المؤشر بالصيغة التالية (آل شبيب، 2019، صفحة 132):

درجة تمركز السوق المالي = نصيب أكبر عشر شركات / قيمة رأس مال السوق

ومن خلال القراءة الأولية لما سبق نستطيع القول أن مؤشرات القياس المقدمة سلفا تعمل على توضيح الميل والاتجاه العام لتطور السوق وأدائه؛ أي تساعد على تقييم أدائه وبالتالي مدى تقدمه ونضجه خلال فترة زمنية معينة، ومقارنته ببقية الأسواق المالية الأخرى.

المطلب الثالث: أساليب بناء مؤشرات سوق الأوراق المالية وأهميتها

في هذا المطلب نحاول التفصيل في طرق وأساليب بناء مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، مع التطرق لأهميتها من خلال المزايا التي تتمتع بها.

الفرع الأول: أساليب بناء مؤشرات سوق الأوراق المالية

على الرغم من التباين الحاصل في كيفية احتساب وبناء مؤشرات الأداء في السوق المالي إلا أنها تقوم جميعا على ثلاثة أسس رئيسية؛ وهي:

أولا: **ملاءمة العينة**: نقصد بالعينة فيما يتعلق ببناء المؤشر مجموع الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر (حسين، 2008، صفحة 41)، والتي ينبغي أن تكون ملائمة من ثلاث جوانب؛ وهي (آل شبيب، 2019، صفحة 93، 94):

أ- **الحجم (Size)**: ونعني به عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر، فكلما كان المؤشر بأعداد كبيرة كلما كان أكثر تمثيلا وصدقا لواقع السوق؛

ب- **الاتساع (Breadth)**: وفيما يتعلق بهذا الجانب (الاتساع) فنقصد به أن تمثل العينة المختارة مختلف القطاعات المشاركة في السوق المالي، وكذلك الاقتصاد القومي هذا في حالة المؤشرات العامة، أما إذا كان المؤشر خاصا بقطاع معين (المؤشرات القطاعية)، فتكون العينة المختارة في هذه الحالة مكونة من عدد من الشركات التي تمثل ذلك القطاع؛

ت- **المصدر (Source)**: أما المصدر فنقصد به مصدر الحصول على الأسعار أي؛ أسعار الأوراق المالية التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر في هذه الحالة؛ السوق الأساسية أين يتم تداول الأوراق المالية.

ثانيا: **الأوزان النسبية**: تعرف الأوزان النسبية -هي الأخرى- فيما يتعلق ببناء المؤشرات على أنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة (حسين، 2008، صفحة 42)، وهناك أربع مداخل شائعة لتحديد هذا الوزن النسبي؛ وهي (السيد متولي، 2010، صفحة 196):

أ- **مدخل الوزن على أساس السعر**: ونعني به نسبة سعر السهم الواحد للمنشأة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى المكونة لهذا المؤشر، ويؤخذ عليه أي؛ مدخل السعر أن الوزن النسبي يقوم على أساس سعر السهم وحده، في حين أن هذا الأخير قد لا يكون مؤشرا على أهمية المنشأة أو حجمها؛

ب- **مدخل الأوزان المتساوية**: ويتم تحديد الوزن النسبي حسب هذا المدخل بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر، ويعتبر مؤشر FT30 الذي يجمع 30 من الأوراق المالية الأكثر أهمية في بورصة لندن من المؤشرات التي تعتمد في أسلوب بنائها على هذا المدخل؛

ت- **مدخل الأوزان حسب القيمة**: ويكون بإعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر، وهو ما يعني تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر حيث لم يعد سعر السهم المحدد الوحيد للوزن النسبي؛

ث- **مدخل السعر التناسبي**: ووفقا لهذا المدخل يتم حساب المؤشر بشكل يومي من خلال ضرب قيمته في اليوم السابق في الوسط الهندسي للأسعار التناسبية اليومية للأسهم المكونة لهذا المؤشر، حيث يقصد بالسعر التناسبي سعر اليوم مقسوما على سعر الأساس (بن سميعة، 2017، صفحة 163).

ثالثا: **طرق حساب قيمة المؤشر**: إن قيمة المؤشر المراد احتسابه ينبغي أن تتم بوحدات قياس بسيطة وسهلة وقادرة في الوقت ذاته على التعبير عن طبيعة الحركة الحاصلة في السوق، فهناك مجموعة من المؤشرات تحتسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية، وأخرى على أساس المتوسطات أي؛ متوسط أسعار الأسهم التي يشملها المؤشر والذي يحسب إما على أساس المتوسط الحسابي أو المتوسط الهندسي (سراي، 2017، صفحة 50)، كما أن لمؤشرات الأداء في السوق المالي طرق وأساليب عديدة لاحتسابها نكتفي بالتطرق لأكثرها شيوعا واستخداما؛ في التالي:

أ- المؤشرات المبنية على أساس السعر: "يعتبر المؤشر المبني على أساس السعر أقدم الطرق المستعملة لحساب مؤشر البورصة" (سراي، 2017، صفحة 50)، كما يعتبر مؤشر داو جونز Dow Jones ونيكايي Nikkei 250 من أهم المؤشرات المحسوبة على أساس السعر (قبلان، 2011، صفحة 98). ويمكن حساب قيمته أي؛ المؤشر المبني على أساس هذا المدخل من خلال قسمة مجموع أسعار الأسهم المكونة للمؤشر المراد حسابه على عددها، والتفصيل يكون بالشكل التالي (غراية و السهلاوي، 2018، صفحة 221،222):

$$\text{قيمة المؤشر} = \text{مجموع أسعار الأسهم} / \text{عدد الأسهم}$$

والجدول التالي يوضح كيفية حساب المؤشر المبني على أساس السعر بالمتوسط الحسابي، حيث نفترض أن المؤشر يتضمن ثلاثة أسهم لشركة ما كما هو موضح في الجدول التالي:

جدول رقم (02): كيفية حساب المؤشر على أساس السعر

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

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على (غراية و السهلاوي، 2018، صفحة 221،222).

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

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

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

ويفسر ذلك بأن ارتفاع سعر السهم A، B - كما يظهر في الجدول أعلاه - قد أدى إلى ارتفاع عائد السوق في اليوم الثاني مقارنة باليوم الأول بمقدار 0.16 نقطة، وهذا يعني أن اتجاه السوق هو؛ اتجاه صعودي.

ب- المؤشرات المبينة على أساس القيمة: المؤشر المبني على أساس القيمة هو المؤشر الذي يتم بناؤه بالقيمة السوقية للأسهم مع الأخذ بعين الاعتبار عدد الأسهم للشركة المختارة، أي معدل الرسملة الخاص بالأسهم وسعر سهم كل شركة في السوق، كما يعتبر مؤشر كولس ومؤشر ستاندرند أند بور من أشهر المقاييس التي تعتمد على أساس القيمة (سراي، 2017، صفحة 51)، وبالعودة للمثال السابق (جدول رقم 02) وبالاعتماد على المعادلات التالية يمكننا حساب المؤشر المبني على أساس هذا النوع من الأساليب؛ بالشكل التالي (غراية و السهلاوي، 2018، الصفحات 222-224):

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

$$\text{الوزن لكل سهم} = (\text{القيمة السوقية للسهم} / \text{القيمة السوقية الكلية للأسهم}) \times 100$$

$$\text{قيمة المؤشر} = [(\text{أسعار الأسهم} \times \text{أوزانها في اليوم المعلن}) / (\text{أسعار الأسهم} \times \text{أوزانها في يوم الأساس})] \times 100$$

$$\checkmark \text{ إذا افترضنا أن قيمة المؤشر في بداية الفترة (فترة الأساس) } = 100\%$$

$$\checkmark \text{ فإن قيمة المؤشر في اليوم الثاني } = \{ ((13 \times 53\%) + (20.5 \times 33.5\%) + (11 \times 13.5\%)) / ((10 \times 12\%) + (20 \times 32\%) + (14 \times 56\%)) \} \times 100 = 98.71\%$$

$$\checkmark \text{ عائد السوق } = (100\% - 98.71\%) / 100 = -0.013 \text{ نقطة.}$$

إذن؛

نما سبق نلاحظ أن؛ سعر السهمين A, B قد ارتفع في حين أن سعر السهم C قد انخفض، ما جعل قيمة المؤشر تنخفض من 100% إلى 98.71%، وذلك بسبب التحيز للقيمة السوقية الأعلى، وكنتيجة لذلك انخفض عائد السوق بمقدار -0.013 نقطة.

ت- المؤشرات المبينة على أساس الأوزان المتساوية: يعتمد هذا النوع من المؤشرات في حسابه على افتراض أن الاستثمار يكون بمبالغ متساوية في الأسهم المكونة للمؤشر المراد حسابه عند بداية تكوينه، هذا المؤشر عكس المؤشر المبني على أساس القيمة فهو يعزل فكرة التحيز للأسعار، وبالتالي فإن التغيرات اللاحقة في قيمته تعكس اتجاهها حقيقيا للتغيرات الحادثة في أسعار مجموعة الأسهم التي يتكون منها السوق، كما يعتبر مؤشر فايننشال تايمز 30 من المؤشرات التي تستخدم هذا المدخل (لعصامي، 2021، صفحة 62).

والجدول التالي يوضح كيفية بناء هذا المؤشر، حيث نفترض أن المؤشر يتضمن ثلاثة أسهم لشركة ما كما يلي (غراية و السهلاوي، 2018، صفحة 224، 225):

جدول رقم (03): كيفية حساب المؤشر على أساس الأوزان المتساوية

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

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على (غراية و السهلاوي، 2018، صفحة 224، 225).

واستنادا لما سبق، نلاحظ أنه؛ في بداية تكوين هذا المؤشر نستخدم قيمة متساوية لكل سهم، وهي: 20.

✓ قيمة المؤشر في يوم الأساس = $60=(1/8 \times 160)+(1/4 \times 80)+(1 \times 20)$	إذن؛
✓ قيمة المؤشر في اليوم الثاني = $65=(1/8 \times 160)+(1/4 \times 100)+(1 \times 20)$	
✓ عائد السوق = $[60 / (60-65)] = 0,083$ نقطة.	

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

ما يعاب على هذا الأسلوب أنه يعطي أوزاناً متساوية للأسهم رغم إحتمال تباين حجم وأهمية المؤسسات التي أصدرتها، كما يعاب عليه أيضا أنه لا يعكس القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المكونة للمؤشر، بمعنى؛ أن الترجيح يقتصر فقط على سعر السهم بغض النظر عن عدد الأسهم التي يتكون منها هذا الأخير، بالإضافة إلى تغير الوزن النسبي للسهم مع تغير سعره في السوق (لعصامي، 2021، صفحة 63).

ث- المؤشرات المبنية على أساس الأسعار النسبية: تقوم فكرة هذا المدخل على أساس تحديد العائد النسبي لكل سهم من الأسهم التي يشملها المؤشر، والذي يتم حسابه بقسمة سعر السهم في اليوم الثاني مطروحا منه سعر السهم في اليوم الأول على السعر في اليوم الأول، ثم يتم بعد ذلك حساب الوسط الهندسي للأسعار في أساس المؤشر الذي يتم تكوينه من قبل الخبراء القائمين على بناء المؤشر (آل شبيب، 2019، صفحة 102)، والذي يمكن بناؤه وفق الخطوات التالية (آل شبيب، 2019، صفحة 102، 103).

1- حساب العائد النسبي لكل سهم: ويكون بالصيغة التالية:

$$\text{العائد النسبي لكل سهم} = (\text{سعر السهم في اليوم الثاني} - \text{سعر السهم في اليوم الأول}) / \text{سعر السهم في اليوم الأول}$$

أ- حساب الوسط الهندسي للأسعار:

$$\text{الهندسي الوسط} = (X1 \times X2 \times X3 \dots \times Xn)^{1/n}$$

قيمة المؤشر = الوسط الهندسي للأسعار × الأساس

والجدول التالي يوضح كيفية بناء المؤشر على أساس الأسعار النسبية، حيث نفترض أن المؤشر يتضمن أسهما خمسة شركات كما يلي:

جدول رقم (04): كيفية حساب المؤشر على أساس الأسعار النسبية

اسم الشركات	السعر في اليوم الأول (دينار)	السعر في اليوم الثاني	نسبة العائد	العائد الموزون
A	10	10.5	05%	01%
B	20	21.375	6.875%	1.375%
C	35	33	-5.71%	-143%
D	27	28.5	5.56%	111%
E	109	114	4.587%	0.917%
المؤشر	100	103.26		3.26%

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على؛ (آل شبيب، 2019، صفحة 103)

من الجدول أعلاه نلاحظ أن المؤشر قد ازداد بمقدار 03.26%، أي من 100 نقطة (قيمة المؤشر الأساس) إلى 103.26 نقطة في اليوم الثاني، وهو ما يعكسه معدل العائد الموزون للأسهم 03.26%.

وخلاصة القول أن أهم المؤشرات العالمية مبنية على أساس السعر؛ "كمؤشر داو جونز، ونيكاي"، أو القيمة؛ "كمؤشر ستاندرد آند بورز، نازدك، الفايينشال تايمز....الخ"، وأن عملية حساب المؤشرات تعتمد إما على؛ الأرقام القياسية، أو المتوسط الحسابي، أو المتوسط الهندسي.

الفرع الثاني: أهمية مؤشرات سوق الأوراق المالية

تبرز أهمية مؤشرات سوق الأوراق المالية من خلال المزايا التي تحققها للسوق وللأطراف المتعاملة معه والتي نذكر منها؛ الآتي (الداوي، 2012، صفحة 59):

✓ يلخص المؤشر الأداء الإجمالي للسوق، حيث يتكون من أسهم الشركات في مختلف القطاعات المكونة للاقتصاد، لذا فهو يمثل أسلوباً سهلاً لتحويل أداء الاقتصاد إلى صورة كمية، كما تعكس المؤشرات الظروف الاقتصادية السائدة في سوق الأسهم، ويمكن أن تعكس أيضاً الأداء الاقتصادي لقطاع معين؛

✓ كذلك تساعد المؤشرات السوق المالي على قيامه بإعادة تنظيم نفسه وعملياته مرة أخرى، إذ يستطيع المراقبون في السوق تحديد المشكلات التي من الممكن أن تؤدي إلى حدوث إنحرافات في الأسعار وتصويب اتجاه السوق، بالشكل الذي يعكس أسعار الأوراق المالية بدقة؛

✓ كما تعتبر التدفقات النقدية المستقبلية من بين أهم الاتجاهات المحددة لسعر السهم، فإذا كان من المحتمل أو المتوقع أن يحدث تغيراً في هذه التدفقات سواء بالسلب أو الإيجاب فسوف يعكس المؤشر هذه التوقعات للمساهمين والمستثمرين في السوق المالي؛

✓ وأخيراً يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر لسوق مالي معين بمؤشرات الأسواق المالية في العالم، الأمر الذي يساعد في تحديد اتجاهات هذا السوق مقارنة بالأسواق الأخرى، مما قد تنجم عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية وبخاصة في حالة أن يكون هذا الأخير من الأسواق الواعدة.

وإضافة للمزايا التي توفرها المؤشرات المالية للأطراف المتعاملة مع السوق فإن هناك العديد من **العوامل** التي قد تؤثر على أداء وحركة هذه المؤشرات؛ منها (آل شبيب، 2019، صفحة 92، 93):

- ✓ مدى دقة وشفافية الأخبار في السوق المالي؛
- ✓ قدرة المتعاملين على استخدام الإشاعات في التأثير على حركة الأسعار وحجم التداول؛
- ✓ التوقيت أو الزمن وطبيعة المتغيرات الاقتصادية؛
- ✓ طبيعة المنافسة والمضاربة في السوق المالي (الشركات الكبيرة تؤثر على الشركات الصغيرة).

مما سبق نستنتج أن من أهم مزايا المؤشرات أنها؛ تعكس الظروف الاقتصادية السائدة في سوق الأسهم، وكذا الأداء الاقتصادي لقطاع معين، كذلك استخدامها في عملية المقارنة بين أداء مختلف أسواق الأوراق المالية يعتبر من أهم مزاياها، كما تعتبر الإشاعات، المعلومات وتوقيتها، المتغيرات الاقتصادية.... وغيرها من أهم **العوامل** التي قد تؤثر على أداء وحركة هذه المؤشرات المالية.

المطلب الرابع: المؤشرات الرئيسية لأهم الأسواق المالية العالمية والعربية

تنقسم مؤشرات أسواق الأوراق المالية إلى عدة أنواع وتختلف من دولة لأخرى، وهذا ما سنحاول توضيحه في هذا المطلب أين سنقوم بالقاء نظرة سريعة على أهم المؤشرات المستخدمة والتي نبدوها بالأسواق المالية العالمية ثم العربية.

الفرع الأول: أهم مؤشرات الأسواق المالية العالمية

في هذا الفرع نستعرض مجموعة من المؤشرات التي تعتبر الأكثر شيوعاً في الأسواق المالية العالمية وهذا حسب كل دولة.

أولاً: مؤشرات أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية: ومن بين أبرز المؤشرات نجد:

أ- **مؤشر داو جونز الصناعي**: يعد مؤشر داو جونز الصناعي أقدم المؤشرات وأشهرها في العالم، حيث قام شارل هنري داو أحد مؤسسي شركة "داو جونز" التي تقوم بإصدار جريدة وول ستريت الشهيرة بتصميم مؤشر داو جونز الصناعي والذي سمي بإسمه وبدأ بنشره في 1884/07/03. يدخل في تركيب هذا المؤشر 30 شركة من كبار شركات أمريكا وتسمى BLEU CHIPS والتي يتم التعامل بأسهمها في بورصة نيويورك (عبد الجواد و الشديفات، 2006، صفحة 135). وعلى الرغم من الشهرة العالمية لهذا المؤشر والاستعمال الكبير له، فإن طريقة حسابه كأى متوسط حسابي؛ أي بقسمة مجموع أسعار أسهم 30 شركة صناعية أمريكية على عددها (سراي، 2017، صفحة 53).

ب- **مؤشر ستاندر آند بور 500**: بدأ تكوين مؤشر ستاندر آند بور في 1957/03/04. يعتبر من المؤشرات التي تعتمد أساس القيمة في أسلوب بنائها، كما يعتبر الأكثر شهرة واستخداماً من بين المؤشرات، وأصبح الآن يعرف باسم S & P 500 (بن سمينة، 2017، صفحة 167). يدخل في تركيبه 500 ورقة مالية تمثل 80% من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك، منها؛ 400 شركة صناعية و40 شركة منافع عامة، 20 شركة نقل، وأخيراً 40 شركة في مجال المال والبنوك والتأمين (حسين، 2008، صفحة 50). وعلى الرغم من بعض الانتقادات الموجهة إليه، كتأثره الشديد بالشركات الكبرى وتحيزه لها، يبقى من المؤشرات الأكثر شهرة واستخداماً لدى المتعاملين، كما يعتبر من بين المؤشرات التي تحاول أن تعكس اتجاهات الأسعار بصدق (سراي، 2017، صفحة 53).

ثانياً: مؤشرات أسواق الأوراق المالية في اليابان: تناول مؤشرين؛ هما:

أ- **مؤشر نيكاي**: يعتبر من المؤشرات الرئيسية بسوق طوكيو، يتكون من 225 شركة تمثل 70% من الشركات الرائدة في سوق طوكيو. يستخدم كمقياس لمدى التغير الحاصل في مستوى حجم الأوراق المالية وكمقياس للعوائد كما يساعد أيضاً المستثمرين على تكوين محافظهم الاستثمارية (أبو موسى، 2005، صفحة 218). من نقائص هذا المؤشر أنه يتأثر بالأسعار المرتفعة نسبياً والتي قد لا تكون بالضرورة أسعار أسهم الشركات ذات القيمة السوقية الكبيرة (بوكساني، 2006، صفحة 120).

ب- **مؤشر تويكس**: تم إنشاء هذا المؤشر بتاريخ 1968/01/04 كما أعطيت له قيمة 100 بنفس التاريخ الذي اعتبر سنة الأساس. يعتبر أهم من سابقه (مؤشر نيكاي) كونه يغطي 1165 شركة تمثل كل قطاعات الاقتصاد الياباني. جاء موزوناً على أساس القيمة السوقية بكافة الشركات الداخلة في تكوينه، وعليه فهو يعكس وضعية البورصات اليابانية بصورة أكثر صدقاً من مؤشر نيكاي (بوكساني، 2006، صفحة 120).

ثالثا: مؤشرات أسواق الأوراق المالية في بريطانيا: يوجد مؤشران أكثر إستخدامًا؛ هما (أبو موسى، 2005، صفحة 218):

- أ- مؤشر الفاييننشال تايمز 30: يقيس هذا المؤشر معدل أسعار 30 شركة كبرى قوية من الشركات التي تقود السوق ذات النشاط الصناعي والتجاري والمقيدة في بورصة لندن؛
- ب- مؤشر الفاييننشال تايمز 100: أنشئ عام 1984 وهو مؤشر يحتوي على أسهم 100 شركة إنجليزية كبرى يعطي صورة واضحة عن قيمة التحركات في سوق المال.

هذا ويعتمد مؤشر الفاييننشال تايمز 30 في حسابه على المتوسط الهندسي، في حين يتم حساب مؤشر الفاييننشال تايمز 100 من خلال المتوسط الحسابي المرجح (بوعبد الله، 2014، صفحة 44، 45).

رابعاً: مؤشرات أسواق الأوراق المالية في فرنسا: نتناول أهمها (بوعبد الله، 2014، صفحة 45):

- أ- مؤشر كاك 40: يتشكل هذا المؤشر من 40 ورقة مالية لأهم وأكبر الشركات في بورصة باريس، وهو موزون على أساس القيمة السوقية وذلك لقياس التغير في القيمة السوقية لعينة المؤشر بالنسبة لقيمتها السوقية في سنة الأساس بتاريخ 1987/01/31 بقيمة مقدرة بـ 1000 نقطة أعطيت له في نفس التاريخ، ويحسب هذا المؤشر بالصيغة التالية:

$$\text{مؤشر كاك 40} = (\text{القيمة السوقية الحالية} / \text{القيمة السوقية سنة الأساس}) \times 1000$$

- ب- مؤشر كاك لكافة الأسهم: هذا المؤشر يعتبر أكثر تمثيلاً كونه يعبر عن سوق الأوراق المالية ككل. يتم استعماله من طرف شركة البورصات الفرنسية. يضم 300 مؤسسة سنة 1991، وقيمة المؤشر في سنة الأساس مقدرة بـ 100 نقطة وذلك بتاريخ 1981/12/31.

خامساً: مؤشرات أسواق الأوراق المالية في بعض الدول الأوروبية والآسيوية الأخرى: نلخصها في الآتي:

- أ- مؤشرات الأسواق في بعض الدول الأوروبية: ونذكر منها التالي (الدعمي، 2010، صفحة 193):
- 1- مؤشر آيبكس الاسباني (IBEX): وهو المؤشر الرئيسي للسوق الاسباني. أعطيت له قيمة أساس مقدرة بـ 3000 نقطة سنة 1989 كما يضم المؤشر 35 شركة من أكثر الشركات سيولة في السوق الاسباني؛
- 2- مؤشر داكس الألماني (DAX): يضم أسهم لـ 30 شركة الأكثر تميزاً في بورصة فرانكفورت بألمانيا، وضع عام 1987 بقيمة أساس قدرت بـ 1000 نقطة؛

3- مؤشر ميب الإيطالي (MIB): يتكون من 30 شركة في إيطاليا، ويتداول هذا المؤشر في سوق ميلانو بأساس مقدرا بـ 10000 نقطة وضعت عام 1992؛

4- مؤشر آس-أم-أي السويسري (SMI): مؤشر (SMI) هو مؤشر مرجح برأسمال سوقي لأكثر من 21 شركة وأكثرها سيولة، يتم تداولها بنظام السوق الالكترونية السويسرية للأوراق المالية بقيمة أساس مقدرة بـ 1500 نقطة وضعت سنة 1988.

ب- أهم مؤشرات الأسواق الآسيوية الناشئة: والتي نكتفي فقط بالإشارة إليها في الجدول أدناه:
جدول رقم (05): أهم مؤشرات الأسواق الآسيوية الناشئة

الدولة	المؤشر
سنغافورة	OCBC Index
كوريا الجنوبية	KCS Index
تايلاند	SET Index
تايوان	TSE Index
هونك كونغ	HANA SANG Index
إندونيسيا	JSE Index
ماليزيا	KLSE Index

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على (حسين، 2008، صفحة 51)

الفرع الثاني: أهم مؤشرات الأسواق المالية العربية

في هذا الفرع نستعرض أكثر المؤشرات شيوعا في الأسواق المالية العربية حسب كل بلد عربي.

أولا: مؤشر سوق عمان المالي (الأردن): في سنة 1992 شرع سوق عمان المالي في احتساب رقم قياسي مرجح بالقيمة السوقية وبفترة أساس بدأت بـ 100 نقطة. يقوم هذا المؤشر على أساس اختيار عينة مكونة من 50 شركة ممثلة للسوق، وفي سنة 1994 أصبحت 60 شركة، ثم 70 شركة سنة 2001؛

ثانيا: مؤشر مازي (MAZI) المغرب: يعد هذا المؤشر مؤشرا شاملا للأسهم المغربية، كونه مؤشرا شاملا للرسملة، فهو يضم كافة الأسهم في سوق الدار البيضاء؛

ثالثا: مؤشر بلوم في لبنان (BLOM 30): وضع هذا المؤشر سنة 1996 من قبل بنك لبنان وبقيمة أساسية حددت بـ 1000 نقطة مع تثبيت القيمة الأساسية لإجمالي الأسهم بـ 2.3 بليون دولار؛

رابعاً: مؤشر كاس (CASE) في مصر: يضم مؤشر (CASE) 30 شركة مدرجة في سوقى القاهرة والإسكندرية، وفي سنة 1998 تم وضع هذا المؤشر بقيمة أساسية بلغت 1000 نقطة (قبلان، 2011، صفحة 107).

خامساً: مؤشرات الأسواق الخليجية: أهم المؤشرات المعتمدة في أسواق المال الخليجية؛ هي (قبلان، 2011، صفحة 107):

أ- مؤشر بنك أبو ظبي الوطني (الإمارات العربية المتحدة): هو مؤشر مرجح بطريقة القيمة أي؛ القيمة السوقية/ أو ما يسمى برسملة السوق، ويضم هذا المؤشر 38 شركة مدرجة في سوق أبو ظبي ودي للأوراق المالية،

ب- مؤشر سوق البحرين المالي (البحرين): بدأ إنشاؤه سنة 1989، ويعتبر كسابقه (مؤشر بنك أبو ظبي) كونه يحتسب بطريقة القيمة (رسملة السوق) وهو مرجح بـ 24 شركة؛

ت- مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية (الكويت): هو مؤشر لأسعار الأسهم ومرجحا أيضا بالقيمة السوقية لـ 35 شركة؛

ث- 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، والتي كان عددها سنة 2001 يقدر بـ 76 شركة؛

ج- مؤشر مسقط للأوراق المالية (عمان): يضم هذا المؤشر 33 شركة وهو مؤشر عام للسوق في عمان؛

ح- مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية في قطر: تم إطلاقه سنة 1986 بـ 100 نقطة، ويحتسب بناء على المعادلة التالية:

$$\text{مؤشر سوق الدوحة} = (\text{إجمالي القيمة السوقية للتداول لـ 20 شركة المدرجة في المؤشر} \times \text{مؤشر الأسعار ليوم الأساس}) / \text{إجمالي القيمة السوقية ليوم الأساس لـ 20 شركة المدرجة في المؤشر}$$

ومن خلال متابعة أهم مؤشرات حالة السوق على الصعيدين العالمي والعربي، نخلص إلى أن المؤشرات ليست من شكل واحد بل على عدة أشكال تختلف حسب كل دولة وداخل الدولة الواحدة من سوق لأخرى. أبرزها؛ مؤشر داو جونز، فايننشال تايمز ونيكاي... إلخ على المستوى العالمي، في حين تبقى المؤشرات الخليجية هي الأبرز عربياً.

ملخص الفصل الأول

من خلال قراءتنا لهذا الفصل المعنون بـ؛ -سوق الأوراق المالية: مدخل نظري مفاهيمي-. نستخلص أن:

- ✓ سوق الأوراق المالية، تعتبر بمثابة العمود الفقري لسوق رأس المال، الذي يمثل هو وسوق النقد القسامين الأكثر شيوعاً للسوق المالية؛
- ✓ سوق الأوراق المالية هي سوق المعاملات المالية طويلة الأجل، أو هي الآلية التي يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعاً وشراءً، بحيث تشكل هذه السوق إحدى القنوات الرئيسية التي ينساب عن طريقها المال وبكفاءة من أصحاب الفوائض المالية إلى أصحاب العجز المالي، بشكل يساعد على تعبئة المدخرات وتنميتها وتميئتها للمجالات الإستثمارية التي يحتاجها الإقتصاد.
- ✓ يتطلب قيام سوق الأوراق المالية في أي دولة توفر مجموعة من الشروط والمقومات التي تعد ركائز أساسية لازمة لنجاحها واستمراريتها، كما أنها تضطلع بأداء وظيفتين أساسيتين، هما التجميع والتمويل؛
- ✓ تمارس سوق الأوراق المالية عملياتها من خلال مجموعة متنوعة من المتعاملين؛ عارضين للأوراق المالية وطالبن عليها، إضافة للوسطاء الماليين الذين يقومون بتنفيذ الأوامر الصادرة عن العملاء؛
- ✓ ينقسم نظام التسعير في البورصة إلى تقنيتين أساسيتين؛ هما: التسعير الدوري (التقليدي) والتسعير المستمر (الحديث)، كما يتم التعامل على الأوراق المالية في البورصة وفق صورتين أساسيتين؛ هما: العمليات العاجلة والعمليات الآجلة.
- ✓ يقصد بكفاءة سوق الأوراق المالية الدرجة التي تعكس بها أسعار الأسهم جميع المعلومات الواردة إلى السوق. وهي نوعان؛ كفاءة كاملة (مفهوم نسبي وليس مطلق) وكفاءة اقتصادية؛
- ✓ لكي تتحقق الكفاءة في السوق المالي ينبغي توافر سمتان أساسيتان هما؛ كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل، هذا وتتخذ الكفاءة ثلاث مستويات أساسية هي؛ كفاءة ضعيفة، شبه قوية، وقوية؛
- ✓ يعد مفهوم تقييم الأداء أمر غاية في الأهمية وذلك لتوضيح نقاط القوة والضعف في الأسواق وبالتالي تحديد مسيرة السوق؛
- ✓ مؤشر البورصة هو عبارة عن أداة مالية تهدف إلى قياس أداء البورصة وتطوراتها ومقارنته بأداء غيرها من الأسواق الأخرى، كما تستخدم المؤشرات في التنبؤ بالحالة الاقتصادية ووضعيتها السوق مستقبلاً؛
- ✓ أهم مؤشرات البورصات العالمية تبنى على أساس السعر السوقي وعلى أساس القيمة السوقية، كما يعتبر كل من؛ مؤشر داو جونز، فايننشال تايمز، نيكاي..... إلخ المؤشرات الأبرز على المستوى العالمي، في حين تبقى المؤشرات الخليجية هي الأبرز عربياً.

الفصل الثاني

المداخل الرئيسية لتحليل الأوراق المالية: التحليل

الفني والتحليل الأساسي

تمهيد

توفر سوق الأوراق المالية للمستثمر الذي يتعامل في أوراقها المالية والذي يسعى جاهدا لإيجاد أسلوب علمي جديد وجيد يساعده على اتخاذ القرار الاستثماري المناسب وفي الوقت المناسب له وبالتالي تحقيق أهدافه الاستثمارية أدوات وطرق عديدة للاستثمار أبرزها؛ **التحليل الفني والتحليل الأساسي** المستعملين في عملية تحليل الأوراق المالية. هذان المدخلان يمكن القول أنهما يسيران في نفس الاتجاه وهو تحقيق الأهداف المأمولة منهما في اتخاذ المستثمر للقرار المناسب في أسواق الأوراق المالية هذا من جهة، ومن جهة أخرى يختلفان تماماً من حيث أساليب ومنهج التحليل، الافتراضات والمبادئ التي يقوم عليها كل أسلوب، الأدوات وإستراتيجيات الاستثمار.... وغيرها، فإذا كان الأول؛ يسعى إلى التنبؤ بمستقبل واتجاهات السوق والأسعار من خلال استخدام الرسوم والخرائط البيانية بشكل أساسي، فإن الثاني؛ يبحث في إيجاد القيمة الجوهرية/ أو الحقيقية للورقة المالية من خلال الدراسة الاقتصادية والدراسة القطاعية والدراسة المالية للمؤسسة المنتمية لهذا القطاع/ أو هذه الصناعة، ما جعل من النهجين محل **جدل ونقاش** في الأسواق المالية عن أيهما **أفضل**؛ الفني أم الأساسي؛ وفي هذا الإطار سيتم تقديم الفصل الثاني من الدراسة على النحو التالي:

- ✓ **المبحث الأول: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية؛**
- ✓ **المبحث الثاني: مدخل للتحليل الفني للأوراق المالية؛**
- ✓ **المبحث الثالث: مدخل للتحليل الأساسي للأوراق المالية؛**
- ✓ **المبحث الرابع: مقارنة بين المدخلين: التحليل الفني أم التحليل الأساسي.**

المبحث الأول: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

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

المطلب الأول: أدوات الملكية "الأسهم Stocks"

تتسم أدوات الملكية بعدة خصائص كما يندرج ضمنها عدة أنواع. في هذا المطلب سنسلط الضوء على هذه الأداة التمويلية من حيث تعريفها، مختلف قيمها، خصائصها، وأخيرا أهم أنواعها.

الفرع الأول: تعريف السهم ومختلف قيمه

سنحاول في هذا الفرع تقديم بعض التعريفات الواردة بشأن هذا النوع من الأدوات المالية (الأسهم) ومختلف القيم التي تأخذها.

أولاً: تعريف السهم: للسهم عدة تعاريف نذكر منها؛ الآتي:

عرف السهم بأنه؛ "صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويعطي الحق للمساهم لتمثيل حصته في رأس مال الشركة" (صافي و البكري، 2009، صفحة 121).

وعرف أيضاً بأنه؛ ملكية جزئية في شركة، مع المشاركة الكاملة في نجاحها أو فشلها من قبل حاملي أسهم الشركة (SOKPO, IOREMBER, & USAR, 2018, p. 05).

وفي تعريف آخر؛ يمثل السهم ملكية جزئية في الشركة التي تصدره. يتم تصنيفه على أنه ورقة مالية لسوق رأس المال، لأنه ليس له تاريخ استحقاق وبالتالي فهو بمثابة مصدر طويل الأجل للأموال (Madura, 2015, p. 07).

ويعرفه البعض بأنه؛ "ورقة مالية تثبت امتلاك حائزها لجزء من رأس مال المؤسسة التي أصدرته مع الاستفادة من كل الحقوق وتحمل كل الأعباء التي تنتج عن امتلاك هذه الورقة" (لطرش، 2003، صفحة 82).

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

يتمتع السهم بمجموعة من الخصائص تميزه عن غيره من الأوراق المالية الأخرى؛ أهمها (بن سمينة، 2017، صفحة

:84،83)

- ✓ السهم هو ورقة تثبت ملكية صاحبها لجزء من رأس المال في حدود قيمته الاسمية، وعلى هذا الأساس فحامل السهم هو شريك في المؤسسة؛
- ✓ القابلية للتداول؛
- ✓ تساوي القيمة بالنسبة لأسهم كل الشركة؛
- ✓ يسمح السهم لصاحبه بالاستفادة من عائد هو ربح السهم أو الحصة، كذلك يتحمل جزءاً من الخسارة في حالة تحقيق المؤسسة للخسائر؛
- ✓ الدخل الذي يدره السهم هو دخل متغير، وهو مرتبط بالنتائج التي تحققها المؤسسة وبالأفق الاقتصادي لها؛
- ✓ السهم هو ورقة مالية غير محددة الأجل، وأجله النظري هو حياة المؤسسة ذاتها، وبالتالي فالسهم يعتبر بالنسبة للمؤسسة مصدر تمويل دائم؛
- ✓ صاحب السهم له الحق في المشاركة في تسيير المؤسسة، وذلك عن طريق المشاركة في عملية التصويت عن القرارات المتخذة الخاصة بأمور مثل الانتخاب.

ثانياً: قيم الأسهم: ويأخذ السهم عدة قيم يمكن إيجازها؛ كما يلي (رمضان و شموط، 2008، صفحة 100، 101):

- أ- القيمة الإسمية **Par Value**: "وهي القيمة التي تتحدد عند تأسيس الشركة وتثبت في شهادة الأسهم الصادرة لمالكها وهي قيمة لا تمثل التقييم الحقيقي للسهم"؛
- ب- القيمة الدفترية **Book Value**: وهي التي تستخرج من سجلات ودفاتر الشركة على أساس قيمة الأصول في دفاتر الشركة، وسميت بهذا الاسم لاستخراج قيمتها من الدفاتر؛
- ت- القيمة السوقية **Market Value**: وهي قيمة السهم في سوق رأس المال، أي السعر الذي يتم التعامل به بين المتعاملين في السوق، وتتميز بعدم الثبات تبعاً لتغير العوامل المحددة لها؛
- ث- القيمة التصفوية **Liquidation Value**: "وهي القيمة التي يتوقع حامل السهم الحصول عليها في حال تصفية أصول المشروع وإنهاء أعماله بالكامل".

وفي الأخير يمكن القول أن القيمة السوقية تبقى أكثر قيمة تهم المستثمرين والمساهمين في السوق المالي، ذلك أن الأرباح الرأسمالية التي يتوقع أن يجنيها المستثمر أو الخسائر التي قد يتحملها تحدث جراء تقلبات هذه القيمة في السوق.

الفرع الثاني: أنواع الأسهم

في هذا الفرع سنتعرف على الأنواع المختلفة للأسهم حيث تنقسم إلى أنواع عديدة، ومن حيث زوايا مختلفة إلى:

أولاً: أنواع الأسهم حسب شكل الإصدار: وتنقسم إلى (بن ابراهيم و بن ضيف، 2019، صفحة 154):

أ- أسهم إسمية: "وهي الأسهم التي اقترنت باسم صاحبها، وبذلك يقيد اسمه على شهادة السهم وعلى سجل الشركة، ويتم تداولها ونقل ملكيتها إلى مشتريها بتقييد اسمه في تلك السجلات؛"

ب- أسهم لحاملها: وهي الأسهم المدونة بإسم (حاملها) ويعتبر حامل السهم هو المالك لها في نظر الشركة. يتم تداولها بمجرد المناولة أي التسليم من يد لأخرى، ولا يمكن أن تصدر إلا إذا دفعت قيمتها بالكامل؛

ت- أسهم إذنية أو لأمر: وهي التي يذكر إسم صاحبها في الشهادة مقترنا بشرط الأمر أو الإذن ويتم تداولها بالتظهير.

ثانيا: أنواع الأسهم حسب طبيعة الحصة التي يدفعها المساهم: وتنقسم إلى (مسعداوي، 2016، صفحة 61، 62):

أ- الأسهم العينية: وهي التي تمثل حصة عينية من رأسمال الشركات المساهمة العامة، كالمساهمة على شكل استثمار مادي أو مخزونات أو براءة اختراع.... إلخ؛

ب- الأسهم النقدية: وهي التي تدفع مقابلها مساهمات نقدية، ولا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية أي عند صدور العقد التأسيسي لها؛

ت- الأسهم المختلطة: "وهي الأسهم التي تدفع بعض قيمتها عيناً ويسدد الباقي منها نقداً".

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

أ- الأسهم العادية **Common Stocks**: السهم العادي هو صك ملكية (إسماعيل و حنفي، 2009، صفحة 90)، يعطي لحامله الحق في الحصول على توزيعات أرباح إذا ما حققت المنشأة أرباحا، وإذا ما اتخذت إدارتها قرارا بتوزيعها كلها أو جزءا منها، كما تخول هذه الأسهم لحاملها حقوقا أخرى يضمنها لهم قانون الشركات، وهي (السيد متولي، 2010، صفحة 147):

1- الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عند توزيعها وكذلك الحق في الأرباح المحتجزة؛

2- الحق في الحصول على نصيبه من قيمة موجودات الشركة عند التصفية؛

3- حق الحضور في اجتماعات الهيئة العامة للمساهمين وفي التصويت على القضايا المطروحة عليها؛

4- حق نقل الملكية إما؛ عن طريق البيع، إهدائها، أو توريثها؛

5- الأولوية في الاكتتاب عند طرح الشركة لأسهم جديدة؛

6- حق الترشيح لعضوية مجلس الإدارة، والحق في انتخاب مجلس الإدارة ومساءلتهم.

هذا وتأخذ هذه الأداة التمويلية عدة أنواع؛ نذكر منها (بوكساني، 2006، صفحة 60):

✓ الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: عادة في الأسهم العادية نجد التوزيعات ترتبط فيها بالأرباح التي حققتها

المؤسسة ككل، أما في هذا النوع من الأسهم فنجد التوزيعات ترتبط بقسم إنتاجي معين في المؤسسة؛

✓ الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: "حسب التشريع الأمريكي، فإنه يسمح للمؤسسات التي تبيع حصة من أسهمها العادية إلى عمالها بخضم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، أي أن هذه التوزيعات تعتبر كمصاريف ينبغي تخفيضها من الوعاء الضريبي؛"

✓ الأسهم العادية المضمونة: ظهرت لأول مرة في أمريكا سنة (1984) وهي أسهم عادية تعطي الحق للمالكها بطلب تعويض من المؤسسة إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين أو خلال فترة محددة عقب الإصدار، حيث يتم تعويض حاملها بإصدار أسهم إضافية وتوزيعها على المستثمرين.

ب- الأسهم الممتازة أو المفضلة **Preferred Stocks**: يمثل السهم الممتاز سند ملكية (إسماعيل و حنفي، 2009، صفحة 93). هذا النوع من الأسهم تلجأ إليه الشركات عند محاولتها تحفيز المستثمرين للاكتتاب بالمساهمة في توسيع رأسمالها وتمويل مشروعاتها الجديدة، أو في مواجهة بعض صعوباتها المالية (هوشيار، 2003، صفحة 100)؛ "وهي الأسهم التي يكون لحاملها الأولوية في الحصول على الأرباح، وفي الحصول على نصيبهم من ممتلكات الشركة عند التصفية قبل حملة الأسهم العادية" (آل فواز، 2010، صفحة 13). وتتميز الأسهم الممتازة عن الأسهم العادية ببعض المزايا تأتي على ذكر أهمها؛ في الآتي (بن سمينة، 2017، صفحة 90، 91):

- 1- حق الأولوية في الحصول على الأرباح في حال تحققها قبل حملة الأسهم العادية؛
- 2- حق الحصول على نسبة أرباح ثابتة لا تقل عن (5%) في حال تحققها؛
- 3- حق الحصول على فائدة سنوية ثابتة سواء ربحت الشركة أو خسرت؛
- 4- حق الحصول على فائدة شهرية متغيرة ومرتبطة بسعر الفائدة؛
- 5- حق المطالبة بالأرباح المجمعة المتأخرة في حال عدم كفاية الأرباح المحققة لدفع النسبة المقررة لهم؛
- 6- حق الأولوية في اقتسام موجودات الشركة عند التصفية؛
- 7- حق الأولوية في الاكتتاب للإصدارات الجديدة؛
- 8- حق التصويت داخل مجلس الإدارة؛
- 9- حق التحويل إلى أسهم عادية وحق استدعاء الأسهم.

وتصدر الأسهم الممتازة بفئات مختلفة حسب المزايا التي تحققها كل فئة؛ وتقسم إلى (الدعمي، 2010، صفحة 163):

✓ الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح: في هذا النوع من الأسهم يحق لحاملتها الحصول على الأرباح في السنة الثانية في حالة عدم توزيع الأرباح في السنة الأولى؛

✓ الأسهم الممتازة القابلة للتحويل: وهي التي تعطي لحاملها الحق في تحويله إلى عدد معين من الأسهم العادية عند ارتفاع القيمة السوقية للسهم العادي، ويحقق عائدا جيدا مع مراعاة الظروف المحيطة؛

- ✓ الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح: هذا النوع من الأسهم يعطي الحق لمالك السهم الممتاز بمشاركة المساهمين في الأرباح، إذ يمكن أن يكون هناك حد أقصى للمشاركة في الأرباح أو لا يكون؛
- ✓ الأسهم الممتازة القابلة للإستدعاء: وتكون إلزامية لصاحب السهم برده للشركة بسعر محدد ولمدة زمنية محددة من تاريخ الإصدار وذلك لتقليص عدد حاملي الأسهم الممتازة.

مما سبق ومن خلال استعراضنا لأدوات الملكية يتضح أنها تنقسم إلى عدة أنواع أشهرها؛ "الأسهم العادية والأسهم الممتازة"، والتي تشابه في عدة أوجه منها؛ أنها تمثل حصة في ملكية الشركة، يحق لحاملتها المطالبة بحصتهم من الأرباح الموزعة (في حالة توزيعها)، ليس لها تاريخ إستحقاق محدد.... إلخ.

المطلب الثاني: أدوات المديونية "السندات Bonds"

تحتاج الشركات لتمويل مشاريعها إضافة لأدوات الملكية (الأسهم) إلى نوع آخر من التمويل وهو الإقتراض، هذا الأخير يتم عن طريق إصدار ما يسمى بالسندات، وجاء هذا المطلب ليسلط الضوء على هذه الآداة التمويلية؛ من حيث تعريفها، خصائصها، وأخيرا أهم أنواعها.

الفرع الأول: تعريف السند وخصائصه

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

أولا: تعريف السند: على الرغم من تعدد التعاريف المقدمة حول هذا المصطلح إلا أن جميعها يصب في نفس المعنى؛ وفيما يلي بعضها:

عرف السند بأنه: "عبارة عن ورقة مالية تثبت دائنية حاملها للمؤسسة التي أصدرته، وعلى هذا الأساس، فالسند هو عبارة عن إثبات لعملية قرض. يستفيد حامل السند من كل الحقوق التي يستفيد منها دائنو المؤسسة الآخرين، وخاصة الاستفادة من الفائدة" (لطرش، 2003، صفحة 87).

وعرف أيضا أنه: "ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول تصدرها الشركة المساهمة العامة وتطرحها للحصول على قرض تتعهد الشركة بموجبها بسداد القرض وفوائده وفقا لشروط الإصدار" (مطر و تيم، 2005، صفحة 98).

وفي تعريف آخر هو: قرض يمنحه المشتري لمصدر الأداة حيث يمكن للشركات والمؤسسات المالية أو حتى الحكومة إصدار سندات، ويحق لحامل السند الحصول على القيمة الاسمية للأداة في تاريخ الاستحقاق المحدد، بالإضافة إلى مدفوعات الفائدة المقررة حسب وعند الاقتضاء، (central board of secondary education, 2007, p. 58).

وهناك من يعرفه على أنه: العقد أو الاتفاق أو الضمان، حيث يقوم المستثمر الذي يشتري السند بإقراض المال للمصدر والذي يقوم بدوره بدفع الفائدة وسداد أصل الدين وفقاً لشروط محددة (Levinson, 2005, p. 58).

مما سبق نستخلص أن السند هو عبارة عن أداة دين على الجهة المصدرة (منشأة كانت/ أو حكومة)، تعطي الحق لحاملها في الحصول على القيمة الإسمية للسند في تاريخ الإستحقاق، كما تعطي له الحق في الحصول على فوائد دورية - وفقاً لشروط محددة-.

ثانياً: خصائص السندات: وتتميز السندات هي الأخرى بمجموعة من الخصائص؛ نلخصها في (بن سمينة، 2017، صفحة 92، 93):

- أ- تدفع فوائد لحملة السندات سنويا سواء حققت الشركة أرباحاً أو خسائر؛
- ب- ليس هناك أي حق لحملة السندات للتدخل في شؤون تسيير المؤسسة؛
- ت- يشكل السند موضوعاً للمضاربة في البورصة مثله مثل السهم، إلا أن قيمته الجارية تتحدد بناء على سعر الفائدة السائد في السوق المالية لحظة اتخاذ قرار البيع؛
- ث- للسند فترة إطفاء محددة، إذ يتم إطفاء قيمته عند حلول موعد استحقاقه المثبت صراحة في وثيقة الإصدار، هذا ويرتبط معدل الفائدة على السند بفترة الإطفاء وسعر الفائدة السائد في السوق؛
- ج- قابلية التسديد الجزئي للسندات؛ وهنا تعرب الجهات المصدرة لها -وكتحفيز منها للمستثمرين- عن استعدادها لتسديد جزء من قيم السندات المعنية سنويا وقبل الموعد النهائي لإطفاء القيم الكلية، الأمر الذي يعمق من ثقة المستثمرين بهذه الأداة.

الفرع الثاني: أنواع السندات

في هذا الفرع سنتطرق لمختلف أنواع السندات والتي تصنف حسب معايير محددة؛ إلى:

أولاً: تقسيم السندات من حيث جهة الإصدار: وتنقسم حسب هذا المعيار إلى (صافي و البكري، 2009، صفحة 109):

- أ- سندات حكومية: تصدر عن الدولة ومؤسساتها مثل: سندات الخزينة وسندات البلدية، وتمتاز بأنها أقل مخاطرة وأكثر سيولة من بقية السندات، علاوة على ذلك تعفى فواتيرها من ضريبة الدخل؛
- ب- سندات أهلية: تصدر عن المؤسسات المالية أو الشركات المساهمة العامة في القطاع الخاص مثل: السندات العادية، والسندات المضمونة بعقار، وتمتاز بأنها تصدر بمعدلات فائدة أعلى من السندات الحكومية.

ثانياً: تقسيم السندات من حيث الشكل: وتنقسم إلى (مناصريه، 2016، صفحة 130):

أ- **سندات إسمية:** "وهي التي تحمل إسم صاحبها على صك السند وتقيد بحسب الشركة ولا تتداول إلا بعد موافقة الشركة وإثبات التنازل عنها في دفاتها"؛

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

ثالثا: تقسيم السندات من حيث تاريخ الإستحقاق: وتصنف إلى (بن محياوي، 2015، صفحة 42، 43):

أ- **سندات تسدد عند تاريخ استحقاقها:** "حيث تقوم الجهة المصدرة بتسديد حقوق حاملها عندما يصل تاريخ الاستحقاق"؛

ب- **سندات تسدد قبل تاريخ استحقاقها:** "وذلك بهدف التقليل من ديون الشركة وإعادة الحقوق لأصحابها".

رابعا: تقسيم السندات على أساس نوع وطريقة الضمان: وهي على نوعين (مجيد، 2008، صفحة 33):

أ- **سندات مضمونة بأصول معينة:** (كالأراضي، المباني، والتجهيزات....)، فعند تصفية الشركة المصدرة أو حالة عدم وفائها بالتزاماتها تجاه أصحاب السندات، فإنهم نظريا يستطيعون التصرف بهذه الأصول وإستيفاء حقوقهم؛

ب- **سندات غير مضمونة بأصول معينة:** فالضمانات الفعلية لهذه السندات هي؛ إجمالي أصول الشركة المصدرة لها وكذا مركزها المالي أي؛ قدرتها على مواجهة التزاماتها تجاه دائنيها.

خامسا: تقسيم السندات من حيث قيمة الإصدار: وتصنف إلى نوعين هما (بن ابراهيم و بن ضيف، 2019، صفحة 195، 196):

أ- **سندات تصدر بقيمتها الإسمية:** وهي التي تصدر بقيمة اسمية محددة، يدفعها المكتتبون وتعود عليهم بفائدة دورية وفي تاريخ الاستحقاق تعاد إليهم قيمتها الاسمية المدفوعة؛

ب- **سندات تصدر بأقل من قيمتها:** وتصدر من أجل جذب أكبر عدد ممكن من المستثمرين، حيث يدفعون أقل من قيمتها الإسمية ويحصلون على الفوائد اعتمادا على قيمتها الاسمية، وفي تاريخ الاستحقاق يتحصلون على القيمة الاسمية للسند وليس على ما تم دفعه، وتكون فيها أسعار الفائدة أقل من النوع الأول.

سادسا: تقسيم السندات من حيث معدل العائد: وتصنف حسب هذا المعيار إلى (عوادي، 2015، صفحة 36):

أ- **سندات ذات المعدل الثابت:** وهي التي تقدم عائدا مائثلا لكل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض، ويزداد الطلب على هذا النوع من السندات في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك، لكونها تمكن المستثمر من الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق؛

ب- **سندات ذات المعدل المتغير:** وهي التي يتغير معدل فائدتها حسب معدل الفائدة السائد في السوق أو معدل التضخم، وفي الغالب يكون بمعدلات فائدة تصاعدية.

سابعاً: تقسيم السندات من حيث الأجل: وهي على ثلاثة أنواع (صافي و البكري، 2009، صفحة 111):

أ- **سندات قصيرة الأجل:** وهي التي لا يتجاوز أجلها السنة الواحدة، وهي أداة تمويلية قصيرة الأجل تتداول في سوق النقد مثل: سندات الخزينة. تتمتع بدرجة عالية من السيولة بسبب انخفاض درجة المخاطرة وتصدر بمعدلات فائدة منخفضة؛

ب- **سندات متوسطة الأجل:** وهي التي تتراوح مدتها ما بين (01 إلى 07) سنوات وبمعدلات فائدة أعلى من السندات قصيرة الأجل؛

ت- **سندات طويلة الأجل:** وهي التي يزيد أجلها عن السبعة (07) أعوام. تتداول في سوق رأس المال وتصدر بمعدلات فائدة عالية مثل: السندات العقارية.

ثامناً: أنواع السندات من حيث المنطقة الجغرافية والأنظمة السائدة: وحسب هذا المعيار نجد (حنفي ع.، 2001، صفحة 287):

أ- **سندات محلية:** "تصدر في الدولة التي يقيم فيها المصدر (المقترض) تحت إشراف السلطات المحلية؛"
ب- **سندات دولية:** وهي التي تصدر عن مقترض أجنبي بهدف بيعها لمستثمرين محليين، وتخضع في الغالب للأنظمة والقوانين المعمول بها داخل دولة المقترض.

تاسعاً: تقسيم السندات حسب معيار القابلية للإستدعاء أو الإطفاء: وهي على نوعين:

أ- **سندات غير قابلة للإستدعاء:** وهي التي يكون لحاملها الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها ولا يجوز للجهة المصدرة استدعاؤها للإطفاء لأي سبب من الأسباب، والأصل في السندات أن تكون كذلك، إلا إذا نص قانون الإصدار على قابلية الاستدعاء للسند (قط، 2016، صفحة 103) ؛

ب- **سندات قابلة للإستدعاء:** وهي التي تعطي للجهة المصدرة الحق في السداد قبل تاريخ الاستحقاق، وتقوم المنشأة المصدرة بممارسة حق الإستدعاء اعتماداً على سعر الفائدة السائد في السوق (السيد متولي، 2010، صفحة 142).

عاشرا: تقسيم السندات حسب قابليتها للتحويل: وتنقسم إلى (مطر و تيم، 2005، صفحة 106):

أ- سندات غير قابلة للتحويل: مثلما هو الحال بالنسبة لشرط الاستدعاء فالأصل في السندات أن تكون غير قابلة للتحويل إلا إذا نص على خلاف ذلك، ويصدر هذا النوع من السندات عادة بمعدل فائدة أعلى من معدل فائدة السندات القابلة للتحويل؛

ب- سندات قابلة للتحويل: وهي التي تصدر بنص صريح في عقد الإصدار يعطي الحق لحاملها وضمن مهلة محددة في تحويل سندات إلى أسهم عادية بسعر محدد للسهم الواحد.

وبعد استعراضنا لأدوات المديونية وجدنا أن هذه الأخيرة تختلف وتنوع حسب المعيار المحدد لعملية التقسيم تلك، فمنها ما يقسم على أساس جهة الإصدار وشكله، ومنها ما يقسم على أساس الضمان والأجل، وآخر على أساس القابلية للاستدعاء والتحويل.... وغيرها.

ختاما ومن خلال دراسة مختلف الأوراق السابقة يمكن إجراء مقارنة بينها من حيث خصائصها. يلخصها لنا الجدول

أدناه:

جدول رقم (06): مقارنة بين السندات، الأسهم الممتازة والأسهم العادية

عامل المقارنة	السندات	الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
أولا: الحق في الحصول على دخل 1- من حيث الأسبقية 2- من حيث مبلغ الدخل أو العائد	الدرجة الأولى في السداد ثابت ومحدد	المرتبة الثانية ثابت ومحدد	المرتبة الثالثة المتبقي وغير محدد
ثانيا: الحق في الأصول عند التصفية 1- درجة الأسبقية 2- المبلغ	المرتبة الأولى محدد	المرتبة الثانية محدد	المرتبة الثالثة المتبقي وغير محدد
ثالثا: الحق في استرداد القيمة 1- تاريخ الاستحقاق	إجباري محدد مسبقا وله تاريخ سداد	(القيمة الاسمية) غير ملزم ليس له تاريخ استحقاق	المتبقي غير ملزم ليس له تاريخ استحقاق

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على؛ (عبد الجواد و الشديفات، 2006، صفحة 60).

المطلب الثالث: المشتقات المالية والأوراق الهجينة

إضافة لما سبق ذكره من أدوات "أسهم، سندات"، سنحاول من خلال هذا المطلب التعرف على بعض الأنواع الأخرى للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية والتي تستمد خصائصها من هذه الأدوات التقليدية... وغيرها، يطلق عليها؛ المشتقات. هذا ما سنحاول توضيحه في هذا المطلب الذي يتضمن **عنصرين** مهمين هما؛ المشتقات المالية والأوراق الهجينة.

الفرع الأول: المشتقات المالية Financial derivatives

في هذا الفرع سنقدم تعريفا شاملا للمشتقات المالية، أهم الخصائص التي تميزها، وأخيرا مختلف أنواعها.

أولا: تعريف المشتقات المالية: هناك عدة تعريفات للمشتقات المالية نورد بعضها في الآتي:

عرفت المشتقات المالية بأنها؛ منتجات تُشتق قيمتها من قيمة واحد أو أكثر من الأصول الأساسية تسمى القواعد، وبطريقة تعاقدية. يمكن أن يكون الأصل الأساسي (حقوق ملكية أو مؤشر أو سلعة أو أي أصل آخر... (central board of secondary education, 2007, p. 07).

وعرفت أيضا بأنها؛ "عقود تشتق قيمتها من الأصول الأصلية موضوع العقد (أسهم، سندات، وكذلك سلع وعمليات أجنبية... إلخ)، وبالتالي فإن أداء العقد مشتق من أداء الأصل المالي موضوع العقد" (الداغر، 2005، صفحة 124).

وفي تعريف آخر هي؛ أداة مالية تعتمد قيمتها على قيمة المتغير الأساسي أو مشتقة منه، ويمكن تداولها في أسواق المشتقات، أو تداولها إما في البورصة أو خارج البورصة (OTC)، وغالبًا ما يشير المتغير الأساسي إلى سعر الأصول المتداولة (Duc, Son, Anh, & Dao, 2019, p. 04).

ويعرفها البعض بأنها؛ "أدوات لتبادل المخاطر لا تعدو أن تكون في جوهرها عقد تأمين: طرف يدفع رسوما مقابل أن يتعهد الطرف الآخر بأن يدفع له قيمة الدين المؤمن عليه حال عجز المدين عن السداد" (السيد متولي، 2010، صفحة 238).

ومما سبق نستنتج أن **المشتقات المالية** هي عبارة عن أدوات مالية تستمد قيمتها وبطريقة تعاقدية من قيمة واحد أو أكثر من المتغيرات الأساسية محل التعاقد (أوراق مالية، سلع، مؤشرات... إلخ) لذلك سميت بالمشتقات، كما أنها لا تعدو في جوهرها أن تكون عقد تأمين فهي تعتبر بمثابة أدوات لإدارة المخاطر.

وتتميز المشتقات المالية كغيرها من الأدوات الأخرى بجملة من **الخصائص**. يمكن حوصلتها في النقاط التالية (مسعداوي، 2016، صفحة 81):

أ- **طبيعة العمليات خارج الميزانية:** فهي عكس الأدوات المالية التقليدية كالأسهم والسندات لا تقيد داخل الميزانية كخصوم أو أصول مما يسهل التعرف على أرصدها وتتبع تغيراتها، فطبيعة التعامل فيها (أي؛ الأدوات المالية المشتقة) تقتضي تداولها بقيم نقدية ضئيلة بصورة لا تعكس ما تتضمنه من قيم نقدية كامنة الأمر الذي يجعل المجال مفتوحاً للتعرض لمخاطر عدم الإفصاح عن تلك القيم بالإضافة إلى مخاطر ضعف الرقابة عليها؛

ب- **التعقيد:** بمعنى أن هناك غموض في معظم الأحيان حول كيفية استخدام أداة بعينها وكيفية تقييمها، والحاسبة عنها، وهل يمكنها تحقيق الأغراض الاقتصادية أم لا، ذلك لأنه في الغالب يتم تصميمها للوفاء بأغراض خاصة للمستخدم النهائي لها، ناهيك عن المخاطر التي قد تتعرض لها المؤسسة نتيجة لعدم فهم شروطها وآثارها مما قد يعرضها لتناجح وخيمة؛

ت- **السيولة:** تتسم بعض عقود المشتقات بدرجة عالية من السيولة حيث يسهل تسويتها إما عن طريق البيع أو الشراء في تاريخ الاستحقاق المحدد لها، أو عن طريق إبرام صفقة عكسية بواسطة بيوت التسوية هدا من جهة، ومن جهة أخرى وفي الوقت ذاته قد يصعب أحياناً تسوية بعض أنواعها في أسواق المشتقات مما ينتج عنه مشاكل في عمليات تقييمها والمراكز المرتبطة بها.

وكإضافة لكل ما سبق فهذه العقود التي قدمتها مبتكرات الهندسة المالية في الفكر المالي الحديث يتم استخدامها لعدد من الأغراض؛ "كإدارة المخاطر، التحوط ضد المخاطر، المضاربة والمراجحة بين الأسواق... إلخ"، كما أن تداولها يتم في نوعين من الأسواق هما؛ "الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة".

ثانياً: أنواع المشتقات المالية: وتشتمل هذه المستحدثات المالية على عدة أنواع. نحاول أن نلقي نظرة سريعة على أهمها:

أ- **عقود الخيار option contracts:** عقد الخيار هو اتفاق بين طرفين أحدهما مشتري لحق الخيار والآخر بائعاً له (محرر الخيار)، وبموجب هذا الاتفاق يكون للمشتري الحق وليس الالتزام في أن يشتري أو يبيع للطرف الآخر (المحرر) أصلاً معيناً أو أداة مالية معينة بسعر محدد وفي تاريخ معين أو خلال فترة زمنية معينة حسب الاتفاق، وذلك مقابل علاوة أو مكافأة يدفعها مشتري حق الخيار للبائع لقاء التزامه بالتنفيذ (السيد متولي، 2010، صفحة 244). وتنقسم عقود الخيار إلى نوعين رئيسيين؛ هما (Bailey, 2005, p. 439):

1- **خيار الشراء Call Option:** هو عبارة عن ورقة مالية تمنح لمالكها الحق وليس الالتزام بشراء أصل محدد

بسرر محدد يُعرف بسرر الممارسة أو سرر التنفيذ؛

2- **خيار البيع Put Option:** وهو عبارة عن ورقة مالية تمنح لمالكها الحق وليس الالتزام، ببيع أصل محدد

بسرر محدد يُعرف بسرر الممارسة أو سرر التنفيذ.

أما بالنسبة لموعد التنفيذ للعقد المبرم فتأخذ عقود الخيار الأشكال التالية (DARŠKUVIENĖ, 2010, p. 132):

- 1- الخيار الأوروبي **European option**: وهو الذي لا يمكن ممارسته إلا في تاريخ انتهاء صلاحية العقد؛
- 2- الخيار الأمريكي **American option**: وهو الذي يمكن ممارسته في أي وقت؛ "في/ أو قبل تاريخ انتهاء الصلاحية"؛
- 3- خيار برمودا **Bermuda option**: وهو خيار يمكن ممارسته قبل تاريخ انتهاء الصلاحية ولكن فقط في التواريخ المحددة.

ب- العقود المستقبلية **future contracts**: يمكن تعريف العقد المستقبلي على؛ "أنه التزام قانوني متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر (أو يستلم منه) وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان محدد وزمان محدد وبموجب سعر محدد" (مطر و تيم، 2005، صفحة 270)، وعلى طرفي العقد أن يودعا لدى السمسار الذي يتم التعامل معه نسبة ضئيلة من سعر العقد تسمى الهامش المبدئي؛ الغرض منه إثبات الجدية وحسن النية من الطرفين، كما يستخدم لأغراض التسوية اليومية، إذا ما تعرض أحد الطرفين لخسائر تكون ناتجة عن تغير سعر الوحدة محل العقد في غير صالحه (حوحو، 2017، صفحة 32). وللعقود المستقبلية عدة أنواع تختلف حسب نوع الأصل الاستثماري محل التعاقد؛ نختصرها في (بن محياوي، 2015، صفحة 49):

- 1- عقود مستقبلية على أسعار الفائدة: وهي التي تتم بين مشتري العقد وبائعه، أغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن التي تم الاتفاق عنها في البداية، ولا يتم التسليم الفعلي للأصول المقترضة؛
- 2- العقود المستقبلية التي تنصب على مؤشرات السوق: وهي عبارة عن تسليم المؤشر المفترض في تاريخ وسعر محددين مسبقا، وتكون قيمة النقود الملزم دفعها من طرف المشتري تساوي قيمة ثانية تحددها البورصة مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر الإقفال لآخر يوم تم فيه التعامل في العقد وسعر شراء العقد؛
- 3- عقود مستقبلية على السلع: هذا النوع من العقود هو بمثابة عقد بين طرفين يلتزم بمقتضاه أحدهما على تسليم الآخر مقدارا محددًا من سلعة معينة بسعر محدد وفي تاريخ محدد.

ت- العقود الآجلة **futures contracts**: "العقود الآجلة أو الأمامية هي تلك العقود التي يلتزم فيها البائع أن يسلم المشتري السلعة محل التعاقد في تاريخ لاحق، بسعر يتفق عليه وقت التعاقد يطلق عليه سعر التنفيذ" (بن سمينه، 2017، صفحة 106). يمكن أن تكون السلعة في هذا السياق سلعة مادية أو أسهم في شركة أو عملة أجنبية أو أي شيء يمكن أن يكون موضوع اتفاق (Bailey, 2005, p. 337)، وهي في ذلك لا تختلف عن العقود المستقبلية إذا استثنينا معيار التداول حيث لا يتم تداولها أي؛ لا يوجد لها سوق ثانوي، وهو ما يجعلها غير قادرة على توفير الحماية لطرفي العقد ضد المخاطر في حالة عدم قدرة أي طرف على الوفاء بالتزاماته. حيث لا يمكن

التخلص منها في الأسواق المالية (قط، 2016، صفحة 120). هذا وتنقسم العقود الآجلة إلى (الريضي، 2015، صفحة 26، 27):

1- عقد شراء: هو عقد بين طرفين يلتزم فيه المشتري العقد بشراء أصل ما بسعر معين وبكمية محددة في تاريخ مستقبلي محدد ويلتزم بائع العقد بالتنفيذ (أي؛ بالبيع)؛

2- عقد بيع: هو عقد بين طرفين يلتزم فيه مشتري العقد ببيع أصل ما بسعر معين وبكمية محددة في تاريخ مستقبلي محدد ويلتزم بائع العقد بالتنفيذ (أي؛ بالشراء).

ث- عقود المبادلة swap contracts: هي اتفاق بين طرفين أو أكثر على تبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة لاحقة (مستقبلية)، لذلك فهي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، فصلية، نصف سنوية... الخ) (الداغر، 2005، صفحة 137). والمبادلات الأكثر استخداماً؛ هي:

1- مبادلات أسعار الفائدة interest rate swaps: تستلزم مبادلة التدفقات النقدية المتعلقة بالفائدة فقط بين الأطراف المقابلة في نفس العملة (central board of secondary education, 2007, p. 09). كأن يقوم أحد الأطراف بدفع سعر فائدة ثابت والطرف الآخر يدفع سعر فائدة متغير -وهي الشائعة-؛

2- مبادلات العملات Currency swaps: تستلزم مبادلة كل من رأس المال والفائدة بين الأطراف المقابلة على أساس عملات مختلفة (central board of secondary education, 2007, p. 09).

ومما سبق يمكن القول أن المشتقات المالية تتعدد وتباين أنواعها بحسب طبيعة تداولها في السوق المالي، فالبعض منها يتم تداوله في أسواق منظمة (عقود نمطية تخضع للأنظمة واللوائح) والبعض الآخر يتم تداوله في أسواق غير منظمة (عقود شخصية تخضع للتفاوض)، في حين أن هناك أخرى تتداول في السوقين معاً. هذا ويمكن تلخيص أهم أوجه المقارنة بين الأنواع الرئيسية لعقود المشتقات المالية في الجدول التالي:

جدول رقم (07): مقارنة بين الأنواع الرئيسية لعقود المشتقات المالية

العقود الآجلة	العقود المستقبلية	عقود الخيار	العنصر
البائع والمشتري	البائع والمشتري	البائع	الطرف الملتزم بتنفيذ العقد
غالباً حيث يتم إغلاق المركز بتسليم الأصل بتاريخ الاستحقاق	نادراً حيث يتم إغلاق المركز قبل أجل الاستحقاق	نادراً	التسليم الفعلي للأصل

عقود نمطية ومحددة القيمة	نعم	نعم	لا
نوع السوق	منظم	منظم	غير منظم
الطرف الملتزم بدفع الهامش	البائع	البائع والمشتري	البائع والمشتري
التسوية النقدية	كل يوم بيوم	كل يوم بيوم	آخر يوم بالتعاقد
مخاطر عدم السداد	منخفضة	منخفضة	عالية
مخاطر التسويق	منخفضة	منخفضة	عالية
تكلفة التعاملات	منخفضة	منخفضة	عالية
المرونة التي توفرها بالسوق	منخفضة	منخفضة	عالية
درجة تذبذب الأسعار	منخفضة	منخفضة	عالية

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على؛ (السيد متولي، 2010، صفحة 260).

الفرع الثاني: الأوراق الهجينة

في هذا الفرع سنحاول التطرق لمختلف أنواع الأوراق الهجينة، لكن قبل ذلك نقوم بتقديم تعريف مختصر لها.

أولاً: تعريف الأوراق الهجينة: تعرف الأوراق الهجينة بأنها أوراق مالية جديدة، مزجت بين خصائص وسمات كل من الأسهم والسندات، وبالتالي لا يمكن اعتبارها لا أسهم ولا سندات، حيث أنها خليط بينهما (بوعبد الله، 2014، صفحة 27).

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

أ- الأسهم الممتازة: وهي التي تقع بين السندات والأسهم العادية فهي تجمع في خصائصها بين الأداتين، فهي تشبه السندات من حيث ثبات العائد وأفضلية الحصول عليه قبل حملة الأسهم العادية والأمر نفسه عند التصفية، وتشبه الأسهم العادية في تواجدها فهي دائمة، كذلك تدفع التوزيعات بعد الضريبة كما يتم في الأسهم العادية فهي لا تعتبر في حكم النفقات كالفوائد المعفاة من الضريبة (حوحو، 2017، صفحة 46)؛

ب- شهادات الاستثمار: تلجأ إليها الشركة لتدعيم رأسمالها الخاص، فهي عبارة عن شهادات تمثل جزءاً من رأس مال الشركة المصدرة. تعطي لحاملها الحق في الحصول على عوائد مثلها مثل الأسهم العادية وفي المقابل لا تعطي له الحق في التصويت والمشاركة في الجمعية العمومية وتوجيه سياسة الشركة؛

ت- الأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي: وتشمل الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات ذات رأس المال المتغير والحصص التي تصدرها صناديق التوظيف الجماعي (عوادي، 2015، صفحة 45)؛

ث- سندات المساهمة: وهي عبارة عن أوراق هجينة تتوسط الأسهم والسندات، أي هي جزء من رأس المال لها عائد ثابت يمثل صفة من السندات وعائد متغير يمثل صفة من الأسهم (بوعبد الله، 2014، صفحة 28).

واستخلاصاً لما سبق يمكن القول أن سوق الأوراق المالية تؤدي وظيفتها الأساسية والتمثلة في؛ (الجمع بين المدخرين والمستثمرين) من خلال أدوات مالية تقليدية؛ كالأسهم والسندات وأدوات حديثة؛ كالمشتقات المالية والأوراق المهجنة، ولكي تساعد هذه السوق المستثمر على تحديد التوقيت الملائم لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب واختيار نوع الورقة المالية الملائمة، فهي توفر له أدوات وطرق عديدة للاستثمار فيها أبرزها؛ **التحليل الفني والتحليل الأساسي** المستعملين في عملية تحليل الأوراق المالية، وهذا ما سيتم تناوله في المباحث التالية.

المبحث الثاني: مدخل للتحليل الفني للأوراق المالية

يعد التحليل الفني أكثر الأدوات استخداماً من طرف المحللين الماليين فهو أسلوب يساعد المستثمر الذي يتعامل في سوق الأوراق المالية على اتخاذ القرار المناسب وبالتالي تحقيق أهدافه الاستثمارية، من خلال استخدام الرسوم والخرائط البيانية بشكل أساسي. يسعى هذا المبحث إلى تكوين صورة واضحة للقارئ عن التحليل الفني من حيث؛ مفهومه وفرضياته، فلسفته وأدواته، مميزاته وعيوبه وغيرها من المفاهيم الأخرى المرتبطة به.

المطلب الأول: التحليل الفني: المبادئ والأساسيات

ولتوضيح أكثر منهج التحليل الفني نخصص هذا المطلب للإلمام بأهم المفاهيم النظرية المتعلقة به من؛ مفهومه وافترضاياته (مبادئه)، إطاره العملي وأهم التحديات التي تواجهه.

الفرع الأول: مفهوم التحليل الفني وفرضياته

نتناول في هذا الفرع نشأة ومفهوم التحليل الفني أولاً ثم أهميته وبعض الافتراضات التي يقوم عليها.

أولاً: نشأة ومفهوم التحليل الفني: ونتناول ذلك وفق الآتي:

أ- نشأة التحليل الفني: يعود تاريخ هذا النوع من التحليل -الذي تطور بشكل كبير خلال القرن الماضي- إلى ما يقارب المئة (100) عام، أين لعب "تشارلز داو" - أول رئيس تحرير لجريدة وول ستريت - دوراً محورياً في تطويره، ففي البداية قدم "داو" ما يعرف باسم "الرسم البياني بالنقطة والرقم" (Point and Figure Charting) والذي يمثل حركة السعر دون أخذ عامل الزمن أو الحجم بعين الاعتبار، وهذه طريقة منطقية وبسيطة لتسجيل العلاقة بين العرض والطلب على أي سهم، ومن خلال تعريفه لماهية الاتجاه (Trend) وتركيزه على دراسة حركة الأسعار كوسيلة للمفاضلة بين الأسهم نجح "داو" في وضع أسس التحليل الفني بالشكل الذي نعرفه هذه الأيام ("أيهما أفضل .. التحليل الفني أم الأساسي؟"، 2019).

ب- مفهوم التحليل الفني (Technical Analysis): هناك الكثير من وجهات النظر المتباينة للعديد من

الباحثين والمحللين حول هذا المصطلح؛ أهمها:

يعرف التحليل الفني بأنه: "دراسة تحركات الأسعار الماضية والحالية في السوق المالية والتي قد تساعد في تحديد الاتجاه في المستقبل" (Wafi, Hassan, & Mabrouk, 2015, p. 213).

ويُعرف أيضا بأنه: "دراسة معلومات السعر، كمية التداول والصفقات الحالية من أجل التنبؤ باتجاه السعر في المستقبل، وبالتالي يمكن للمتداول استخدام التحليل الفني للتنبؤ باتجاه الأسعار في المستقبل وبالتالي تحقيق الفاعلية في قراراته" (Elbially, 2019, p. 4493).

وفي تعريف آخر هو: "أسلوب تسجيل بيانات التداول الفعلية والتاريخية ومتابعة تغيرات الأسعار وحجم المعاملات لسهم معين ثم الاستنتاج بالاتجاه المحتمل للمستقبل من خلال الصورة التاريخية للماضي" (آل شبيب، 2019، صفحة 265).

ويعرفه البعض بأنه: "فن أكثر من كونه علم، يعتمد على بناء التوقعات المستقبلية لأسعار الأسهم من خلال دراسة سلاسل زمنية لفترات ماضية لمعرفة الاتجاه السابق في تحركات حجم تداول السهم وسعره، ومن ثم التنبؤ باتجاهه المستقبلي بعد استنباط قانون أو قاعدة تمكن من التنبؤ بالسعر المستقبلي" (الفكي أحمد، 2017، صفحة 130).

ومما سبق يمكن تعريف التحليل الفني على أنه أسلوب تسجيل/ أو علم رصد وتسجيل لبيانات التداول الفعلية والتاريخية (معلومات السعر، كمية التداول، والصفقات الحالية) لمعرفة الاتجاه السابق في تحركات حجم تداول السهم وسعره، ومن ثم التنبؤ باتجاهه المستقبلي في شكل رسوم بيانية ومؤشرات فنية تساعد المحلل الفني وبالتالي المستثمر من تحديد التوقيت المناسب لاتخاذ القرار الاستثماري إما بالشراء وإما بالبيع.

ثانيا: أهمية التحليل الفني وفرضياته: وتتناولها على النحو الآتي:

أ- أهمية التحليل الفني: تتمثل أهمية التحليل الفني في أنه يساعد مستثمري الأسهم في معرفة عدة جوانب في السوق المالي بهدف اتخاذ القرار الاستثماري المناسب؛ من بينها (علوان، 2009، صفحة 262):

1- تحديد اتجاهات أسعار الأوراق المالية خلال الفترات الزمنية المقبلة؛

2- تحديد مستويات سعر الورقة المالية المستهدفة؛

3- دراسة السلوكيات النفسية للمضاربين والتي تكون مؤثرا على أداء الأسواق المالية؛

4- المساعدة في اتخاذ القرار الاستثماري المناسب في التوقيت المناسب.

ب- فرضيات التحليل الفني: يعتمد التحليل الفني على مجموعة من الافتراضات/ أو المبادئ نوجزها؛ فيما يلي (التميمي، 2010، صفحة 220):

1- تتحدد القيمة السوقية بناء على تفاعل قوى العرض والطلب، والتي تتحكم بها عوامل منطقية (معلومات مالية

ذات علاقة بالشركة) وغير منطقية (تعكس ميول ورغبات المستثمرين)؛

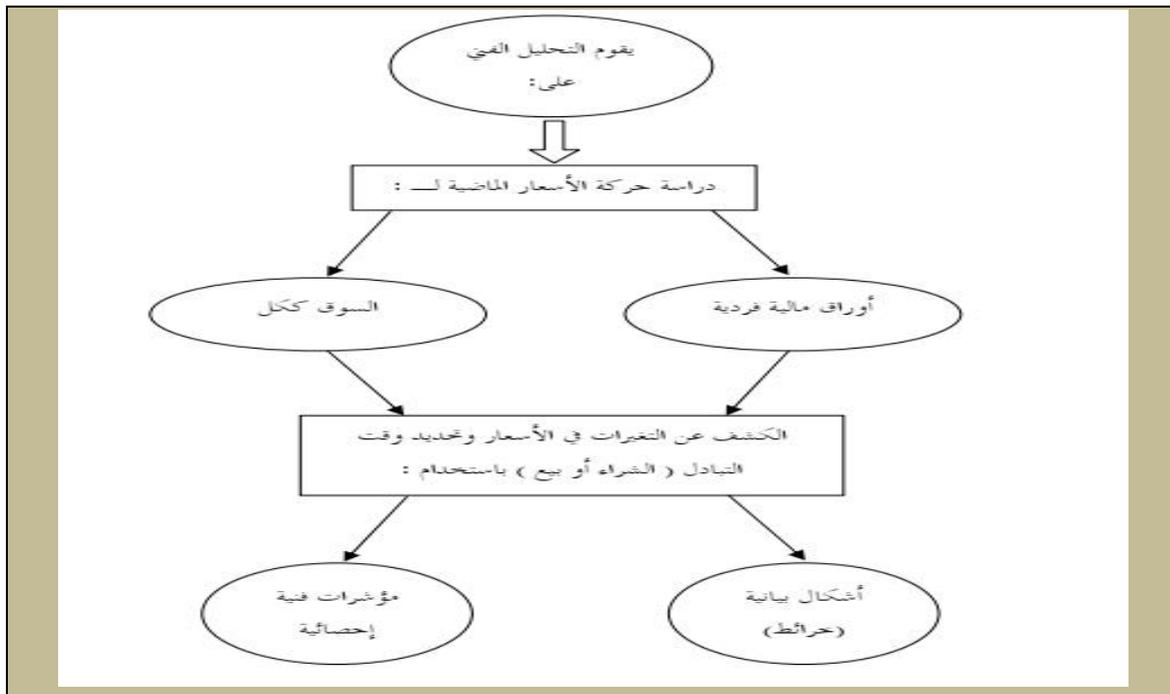
- 2- على الرغم من وجود التقلبات الصغيرة في السوق والتي تستمر لفترة قصيرة من الزمن إلا أن سعر الورقة المالية يميل للتحرك باتجاه محدد ولفترة زمنية طويلة؛
- 3- التحول في العرض والطلب يسبب تغيرا في اتجاه السوق وسوف يكتشف هذا التحول آجلا أم عاجلا من خلال تحرك السوق؛
- 4- بعض أنماط الاتجاهات للافتراضات الأساسية للتحليل الفني السابقة تميل إلى أن تكرر نفسها في المستقبل.

الفرع الثاني: إطار عمل التحليل الفني والتحديات التي تواجهه

من خلال هذا الفرع سنحاول توضيح الإطار التطبيقي لآلية عمل التحليل الفني مع استعراض لأهم التحديات التي تحول دون تطبيقه.

أولاً: إطار عمل التحليل الفني: يمكن استخدام التحليل الفني إما على مستوى السوق ككل أو على مستوى أوراق مالية فردية (خاصة الأسهم)، هذا الأخير يعتمد على عدة أدوات للتحليل؛ تصنف إلى: أشكال ورسوم بيانية تعرف بالتحليل الفني التقليدي، ومؤشرات فنية إحصائية تعرف بالتحليل الفني الحديث (زيد، 2015، صفحة 86)، وذلك لتحديد أنماط السوق وحركة الأسعار في الماضي على أمل التنبؤ باتجاهاتها مستقبلا، بشكل يساعد على اتخاذ القرار الاستثماري المناسب وفي الوقت المناسب (التميمي، 2010، صفحة 220). والشكل أدناه يوضح الإطار العام لآلية عمل التحليل الفني.

الشكل رقم (06): آلية عمل التحليل الفني



المصدر: (زيد، 2015، صفحة 87).

من الشكل أعلاه يتضح أن فلسفة التحليل الفني تنصب على دراسة التحركات الزمنية للأسعار الماضية لأوراق مالية فردية (أسهم) أو السوق ككل لغرض التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية لها من خلال التغيرات الحاصلة في الأسعار، ثم صب هذه المعلومات في أشكال بيانية (خرائط) ومؤشرات إحصائية تساعد المحلل الفني وبالتالي المستثمر على اتخاذ القرار الاستثماري المناسب وتحديد نوع الورقة المالية المراد شراؤها أو بيعها، ما يدعو للاستنتاج أن آلية التحليل الفني تستدعي تطبيق التحليلين معاً؛ تحليل أسعار الأسهم الفردية وتحليل أسعار السوق .

ثانياً: التحديات التي تواجه التحليل الفني: يواجه التحليل الفني العديد من التحديات نلخصها في؛ النقاط التالية (آل شبيب، 2019، صفحة 276):

- أ- أن عدم تكرار النماذج السابقة للأسعار أو العلاقات بين المتغيرات في سوق معين وأسعار الأسهم هو أحد تحديات التحليل الفني، وبالتالي يمكن لهذا الأسلوب أن يفشل في سهولة اتخاذ القرارات في السوق المالي، وهو ما دفع إلى استخدام أكثر من قاعدة تعامل تؤدي إلى اتفاق بينها حتى يستطاع التنبؤ بنموذج السوق المستقبلي؛
- ب- أن تصبح تنبؤات ذاتية التنفيذ لأن تصرفات العديد من الفنيين قد تدفع بالسعر إلى نفس ما تم التنبؤ به بالضبط، ولكن هذا السعر سيكون مؤقتاً وسرعان ما يعود إلى سعر التوازن الحقيقي؛
- ت- أن نجاح قواعد التعامل القائمة على التحليل الفني سيشجع العديد من المستثمرين على تبنيها. هذه الشهرة والمنافسة سوف تجعل قيمة هذا الأسلوب متعادلة، وعليه فإن التركيز على قاعدة تعامل فنية محددة سيجعل البعض يتوقع قبل النموذج المكتمل للسعر أو يدمر نموذج السعر التاريخي المتوقع أو تنخفض الأرباح عن طريق تغيير السعر بصورة أسرع؛
- ث- أن اختيار القواعد الفنية يتطلب قدراً كبيراً من الحكم الموضوعي وقد يؤدي إلى بلوغ نتائج متشابهة ولكن ربما تكون التغيرات مختلفة لنفس النماذج وبالتالي اتخاذ القرار سيكون مختلفاً؛
- ج- أن قواعد التعامل الفني تتغير بمرور الزمن، وعلى المحلل أن يقوم بتطوير قواعد التعامل الفني بمرور الوقت وبما يتناسب مع البيئة الجديدة.

ومما سبق نستنتج أن التحليل الفني يواجه مجموعة من التحديات والعراقيل المختلفة التي قد تحد من تطوره وزيادة إقبال المحللين الماليين والمستثمرين في الأوراق المالية على استخدامه، ولعل التحدي الأكبر لهذا النمط من التحليل من وجهة نظر الباحثة هو؛ عدم تكرار النماذج السابقة للأسعار أو العلاقات بين المتغيرات في سوق معين وأسعار الأسهم قد يجد من منفعة هذا الأسلوب، كذلك القواعد الفنية لهذا التحليل قد تحتاج باستمرار إلى تطوير لتناسب الظروف البيئية المتغيرة.... وغيرها.

المطلب الثاني: أدوات التحليل الفني ومؤشراته الرئيسية

يستخدم التحليل الفني مجموعة من الأدوات للتنبؤ باتجاه الأسعار في المستقبل، ولتشعبها وصعوبة حصرها سنقف على بعضها في هذا المطلب وهي؛ أدوات التحليل الفني لمؤشرات السوق، وأدوات التحليل الفني لأسعار الأسهم.

الفرع الأول: أدوات التحليل الفني لمؤشرات السوق

نتناول في هذا الفرع أدوات التحليل الفني لمؤشرات السوق وفي هذا الصدد هناك ثلاث مجموعات نستعرضها؛ بالشكل الآتي:

أولاً: مقاييس ميل واتجاه المستثمرين: "تعطي مؤشراً لاتجاه الحركة المستقبلية في أسعار الأسهم، حيث تمكن من التنبؤ بالحالة الاقتصادية العامة للدولة" (عبو، 2022، صفحة 99). ومن أبرز تلك المقاييس نجد:

أ- مؤشر الثقة لبارون **Barron's Confidence Index**: يقيس هذا المؤشر القوة النسبية (قوة الشراء وقوة البيع) لحركة السندات في سوق الأوراق المالية، والمعادلة التالية توضح كيفية احتسابه:

$$\text{مؤشر الثقة لبارون} = (\text{فوائد السندات مرتفعة الجودة} / \text{فوائد السندات متوسطة الجودة}) \times 100$$

من المتوقع ومن خلال المعادلة أعلاه أن قيمة المؤشر تكون أقل من 100%، والسبب هو أن قيمة الفوائد للسندات متوسطة الجودة أعلى من السندات مرتفعة الجودة، كما أن ثقة المستثمرين بالسوق المالي تزداد كلما اقتربت قيمة المؤشر من 100% والعكس كلما ابتعدت عن 100%، بمعنى كلما كانت قيمة المؤشر في ارتفاع فإن ذلك يعطي ثقة أكبر للمتداولين في السوق المالي، وأن التوقيت مناسب للشراء، أما إذا كان العكس أي؛ قيمة المؤشر في انخفاض مستمر فهذا يعني فقدان ثقة المستثمرين بالسوق المالي ما ينبئ بتدهور الحالة الاقتصادية (علوان، 2009، صفحة 272، 273).

ب- مؤشر المستويات العليا والدنيا (مؤشر أرمز) **(arms Index) high-low index**: ويتم فيه مقارنة عدد الأسهم التي بلغ سعرها مستوى مرتفع لم تصل إليه من قبل، بعدد الأسهم التي بلغ سعرها مستوى منخفض لم تصل إليه من قبل، ويعبر عنه رياضياً بالعلاقة التالية:

$$\text{مؤشر المستويات العليا والدنيا} = (د / د+د*) \times 100$$

حيث أن؛ د: تمثل عدد الأسهم التي حققت أسعارها مستوى مرتفع لم تصل له من قبل؛ د*: تمثل عدد الأسهم التي حققت أسعارها مستوى منخفض لم تصل له من قبل. أما قيمة هذا المؤشر فتتراوح ما بين الصفر والواحد الصحيح. فإذا كانت قيمة المؤشر قريبة من الواحد الصحيح، يكون ذلك دليلاً على أن عدداً أكبر من الأسهم ارتفعت أسعارها إلى مستوى لم تصل إليه من قبل، والعكس إذا كانت قيمة المؤشر قريبة من الصفر، حيث يعطي هذا المؤشر

للمستثمر المعلومات التي يريدها بشأن توقيت قرار الاستثمار، وما إذا كان قرارا بالبيع أو بالشراء (زيد، 2015، صفحة 101).

ت- نسبة الارتفاع والانخفاض **advance-decline ratio**: هذه النسبة يعبر عنها رياضيا بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة الارتفاع والانخفاض} = \text{عدد الأسهم التي حققت صعودا} / \text{عدد الأسهم التي حققت صعودا أو هبوطا}$$

ويدعي أنصار هذا المقياس أنه عندما تكون النسبة 0.6 أو أكثر فهذا يعد كمؤشر على أن الاتجاه الصعودي للسوق يقترب من نهايته، وإذا بلغت النسبة 0.35 فهذا يعني أن الاتجاه النزولي قد بلغ مداه، وأن الأسعار ستتجه في القريب نحو الارتفاع. أما إذا كانت النسبة 0.6 أو أكثر ثم بدأت في الانخفاض، فإن هذا يعد كمؤشر إلى اتجاه نزولي مضطرب في الأسعار، وبالطبع فإن هذه المعلومات تعد مفيدة لتوقيت قرارات الاستثمار (زيد، 2015، صفحة 101، 102).

ثانيا: **مقاييس وجهة النظر المضادة**: "تقوم على اعتقاد أن هناك مجموعة من المستثمرين عادة ما يتخذون قرارات استثمارية خاطئة خاصة عندما تكون أسعار السوق في طريقها إلى التحول، وبناءً عليه فإن الإستراتيجية الناجحة تقتضي معرفة قرارات هؤلاء المستثمرين، وعلى ضوءها تتخذ قرارات عكسية" (عبو، 2022، صفحة 99)، ومن أبرز تلك المقاييس نجد:

أ- **مؤشر توازن الكميات الكسرية Lot Balance Index- Odd**: يقصد بالكميات الكسرية في سوق التداول تلك الصفقات/ أو العمليات التي لا تزيد كمياتها على 100 سهم. هذا المؤشر يمكن التعبير عنه بالعلاقة التالية:

$$\text{مؤشر توازن الكميات الكسرية} = \text{مبيعات الكميات الكسرية} / \text{مشتريات الكميات الكسرية}$$

فإذا كانت قيمة المؤشر أقل من الواحد الصحيح فهذا مؤشر على ارتفاع كميات الشراء لصغار المستثمرين، والعكس إذا كان أكبر من الواحد الصحيح أي؛ ارتفاع كميات البيع لصغار المستثمرين على مشترياتهم. وتجدر الإشارة إلى أن هذا المؤشر يخدم كلا الفئتين من المستثمرين (الصغار والكبار) (علوان، 2009، صفحة 273).

ب- **البيع القصير (البيع على المكشوف) Short Selling**: ينظر المستثمر الصغير لهذا النوع من العمليات على أنها تنطوي على مخاطر كبيرة، لذلك فهو لا يقوم بعملية البيع القصير إلا إذا تأكد بأنها لا تنطوي على مخاطر مرتفعة، وعليه فإن الكميات الكبيرة لمثل هذه العمليات تدل على أن السوق يقترب من القاع (أي؛ السوق الهابط) لأن المستثمر الصغير لا يتشائم إلا بعد هبوط طويل بالأسعار، واقترب السوق من نقطة التحول، لذا يرى المحلل الفني أن المعدل المرتفع نسبيا لعمليات البيع القصير للكميات الصغيرة (3% أو أكثر) يشير إلى موقف تشاؤمي من قبل المستثمر الصغير، ومؤشرا على وصول الأسعار إلى القاع في الأجل القريب، وبالمقابل يتفائل الفنيون ويبدوون

عمليات الشراء حينما تنخفض النسبة إلى أقل من 01 % إذ يفسر ذلك؛ السلوك المتفائل للمستثمر الصغير (التميمي، 2010، صفحة 237، 238).

ثالثاً: مقاييس المستثمر المحترف (الذكي): من المعتقدات الشائعة أن الصفقات التي يبرمها المستثمرون المحترفون ينتج عنها غالباً عائد متميز، كما يمكن اعتبارهم بمثابة المستثمرين الذين لديهم معلومات عن المنشآت لا تتاح لغيرهم وهو ما يتيح لهم فرصة تحقيق أرباح متميزة (غير عادية) (عبو، 2022، صفحة 99). ومن المؤشرات التي تستخدم لمعرفة اتجاهات قرارات المستثمرين المحترفين نجد؛

أ- نسبة البيع على المكشوف للمتخصصين **short selling by specialists**: هذه النسبة يعبر عنها رياضياً بالعلاقة التالية:

نسبة البيع على المكشوف للمتخصصين = المبيعات على المكشوف للمتخصصين / مجموع المبيعات على المكشوف

وتمثل النسبة العادية للبيع على المكشوف بواسطة المتخصصين نحو 40%، وانخفاض هذه النسبة إلى أقل من 30% ينظر لها الفنيون على أنها علامة تفاعل، كونها تعني أن المتخصصين يقللون من عملية المشاركة في البيع على المكشوف، أما الزيادة في هذه النسبة عن 50% فتعتبر علامة تشاؤم وهي إشارة إلى السوق الهابطة (زيد، 2015، صفحة 103).

ب- مؤشر الكميات الكبيرة **Big Block Index**: يقصد بالكميات الكبيرة في السوق المالي صفقات التداول التي تكون كمياتها (حجم الصفقة) في حدود 50 ألف سهم أو أكثر، والتي عادة ما تقوم بإبرامها المؤسسات المالية أو الصناديق الاستثمارية المتخصصة، ويمكن التعبير عن هذا المؤشر بالمعادلة التالية:

مؤشر توازن الكميات الكبيرة = (عدد الصفقات بأعلى سعر / عدد الصفقات بأعلى سعر + عدد الصفقات بأقل سعر)

وتتراوح قيمة هذا المؤشر بين الصفر والواحد الصحيح، فإذا اقتربت قيمته من الواحد الصحيح فإن ذلك مؤشراً بأن اتجاه الأسعار يقترب من مرحلة السوق التصاعدي، وعليه كمستثمر اتخاذ قرار بالشراء، أما إذا كانت قيمة المؤشر تقترب من الصفر، فهذا يعني أن اتجاه الأسعار يقترب من مرحلة السوق الهبوطي، فعليه في هذه الحالة اتخاذ قرار بالبيع (علوان، 2009، صفحة 274).

الفرع الثاني: أدوات التحليل الفني لأسعار الأسهم

نستعرض في هذا الفرع أدوات التحليل الفني لأسعار الأسهم وفي هذا الإطار سيكون تركيزنا منصب على أهمها؛ وفق الآتي:

أولاً: مؤشر القوة النسبية (RSI) **Relative Strength Index**: يقوم هذا المؤشر بقياس معدل الحركات إلى الأعلى مقابل الحركات إلى الأسفل، كما يقوم بإجراء الحسابات بشكل طبيعي بحيث يتم التعبير عنه ضمن نطاق يتراوح ما بين (0 و100). يستخدم مؤشر RSI لتحديد قاع وقمة السهم، ويحتوي على خطين الأول يعرف بخط 70 والثاني بخط 30. إذا كان (RSI ≥ 70) فإن الأسعار سترتفع أكثر من توقعات السوق، أما إذا كان (RSI ≤ 30) فإن هذا يعني أن السهم يتم تصريفه بنسبة عالية، وعند تجاوز السعر لخط 70 تكون هي إشارة لوصول السهم لقمته وهي إشارة بيع، أما إذا اقترب من 30 نزولاً ثم بدأ في الصعود فهي إشارة لوصول السهم لقاعه وهي إشارة شراء للسهم (حسين، 2008، صفحة 172). والمعادلة التالية تبين لنا كيفية حساب هذا المؤشر (علوان، 2009، صفحة 290):

$$\text{مؤشر القوة النسبية} = 100 - \left(\frac{\text{التغيرات الموجبة} / \text{التغيرات السالبة} + 1}{100} \right)$$

كما يبين الشكل أدناه مؤشر القوة النسبية للأسعار:

الشكل رقم (07): مؤشر القوة النسبية للأسعار



المصدر: (علوان، 2009، صفحة 291)

ثانيا: المتوسط المتحرك **Moving Average**: يرى المحللون الفنيون أن الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاه معين، ولدراسة هذا الاتجاه يمكن حساب المتوسط المتحرك لسعر السهم خلال فترة زمنية معينة، فعلى المدى الطويل يمكن حسابه خلال فترة 200 يوم، وعلى المدى المتوسط يمكن حسابه لفترة 10 أسابيع، أما في المدى القصير والأغراض المضاربة يمكن حسابه لفترة 10 أيام، فهو إذن مؤشر لارتفاع السوق إذا ارتفع السعر فوق المتوسط المتحرك، وعلى انخفاضه إذا هبط السعر أسفله (عطية، 2015، صفحة 101، 102)، وهناك ثلاثة أنواع رئيسية من المتوسطات المتحركة؛ هي (المهيلمي، 2007، الصفحات 161-168):

أ- المتوسط المتحرك البسيط **Simple Moving Average**: يعتبر هذا المؤشر من أكثر المؤشرات شيوعا في التحليل الفني، ذلك أن مسار الأسعار يتحدد بمعادلة رياضية سهلة ودقيقة، إلا أنه يؤخذ عليها (أي؛ هذه الطريقة البسيطة في حسابه) أنها تعطي أوزانا متساوية (أي؛ أهمية واحدة) لكل الأسعار بغض النظر عن حداثة السعر أو قدمه، ويتم حسابه بجمع أسعار الإقفال لكل الفترات الزمنية وقسمتها على عددها (n). فإذا رمزنا لسعر الإقفال بـ (CP)، فإن معادلة الحساب لهذا المؤشر تكون كالتالي:

$$\frac{CP1 + CP2 + \dots + CPn}{n}$$

كما يبين الشكل أدناه المتوسط المتحرك البسيط:

الشكل رقم (08): المتوسط المتحرك البسيط



المصدر: (المهيلمي، 2007، صفحة 162)

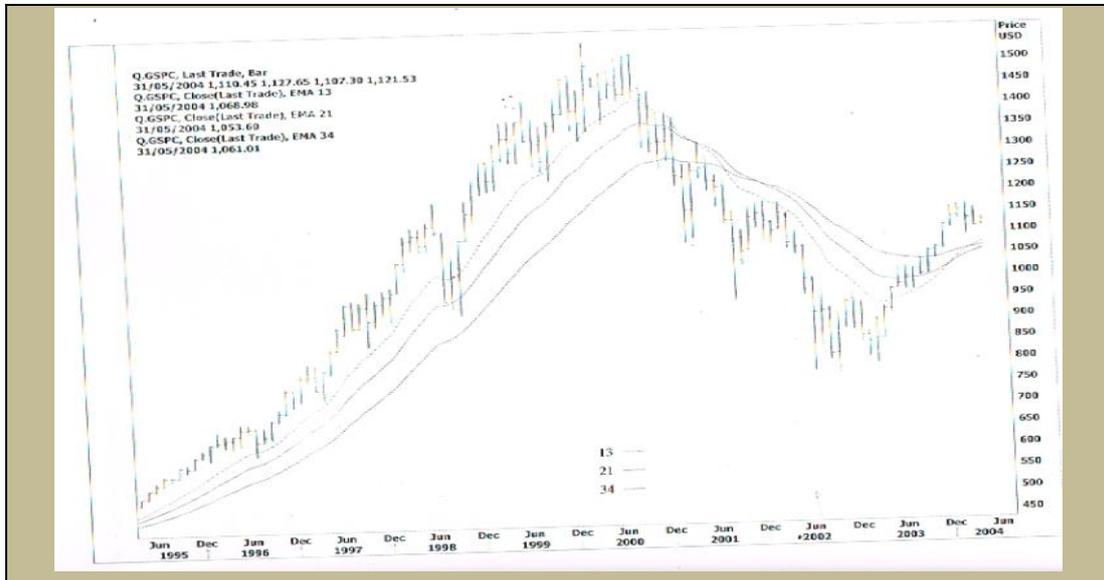
ب- المتوسط المتحرك المرجح **Weighted moving average**: يفضل البعض استخدام هذا المتوسط والذي يتم حسابه على أساس إعطاء أهمية نسبية مختلفة لكل سعر طبقاً لحداثته أو قدمه، آخذين في الاعتبار أن السعر الحديث له أهمية أكبر من السعر القديم في تأثيره على مجريات الأمور بالبورصة، وهو ما يعني ضرورة إعطاء وزن أكبر لآخر سعر عن السعر الذي سبقه في حساب المتوسط المتحرك بغرض تحليل اتجاه الأسعار، ويعبر عليه رياضياً بالعلاقة التالية:

$$\frac{1(CP1) + 2(CP2) + \dots + n(CPn)}{1 + 2 + \dots + n}$$

ت- المتوسط المتحرك الأسّي **Exponential Moving Average**: يعتقد بعض المحللين أنه من الخطأ تجاهل الأسعار التاريخية تماماً، فهي تظل ذات دلالة وإن كانت متناقصة الأهمية، لذلك اتجهوا إلى استخدام المتوسط الأسّي في تحليلاتهم، كون أن هذا الأخير لا يسقط أي سعر من الأسعار القديمة بخلاف النوعين السابقين، علاوة على ذلك فهذا النوع من المتوسطات يصعب حسابه بدون استخدام الحاسب الآلي، لأنه يحتاج إلى مجهود حسابي شاق ويستغرق وقتاً طويلاً.

كما يبين الشكل أدناه المتوسط المتحرك الأسّي:

الشكل رقم (09): المتوسط المتحرك الأسّي

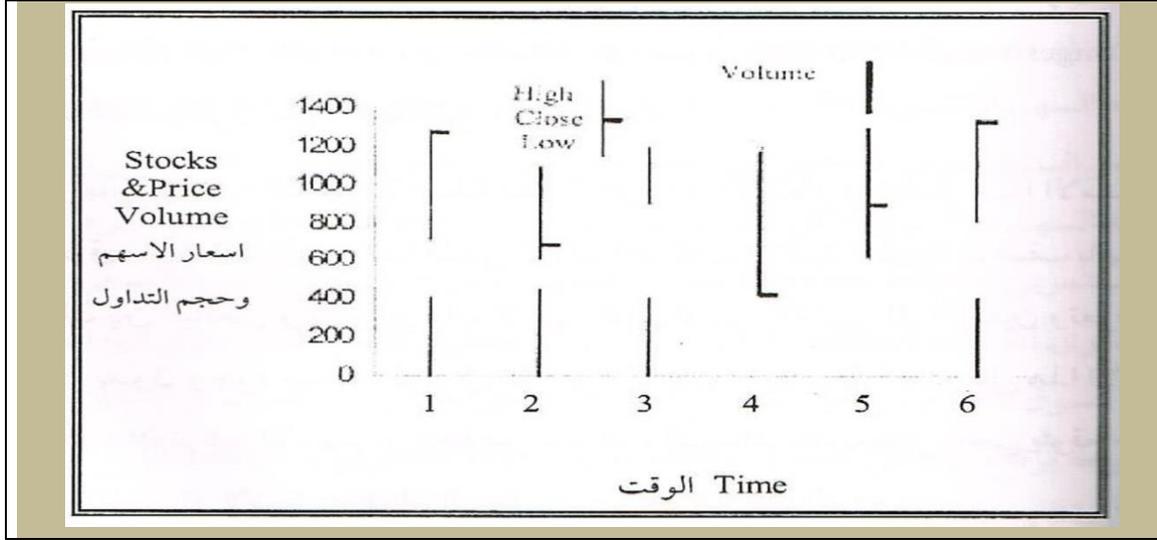


المصدر: (المهلمي، 2007، صفحة 166)

ثالثاً: الرسوم أو الخرائط البيانية **Graphics or charts**: ولتمثيل بيانات أسعار الأسهم أيضاً يعتمد المحللون الفنيون على أنواع متعددة من الخرائط/ أو الرسوم البيانية كونها الأداة الرئيسية في التحليل الفني للأوراق المالية؛ نتناول فيما يلي أشهرها:

أ- الرسوم البيانية المستطيلة **Bar Charts**: يوضح هذا النوع من الرسوم أعلى وأدنى سعر للسهم، حيث يقوم المحلل الفني بربط السعرين رأسياً لتشكيل عمود لرسم خط أفقي صغير عليه يشير إلى سعر الإغلاق، كما يمكن للمحلل الفني أيضاً وإلى جانب السعر استخدام الحجم لاكتشاف نمط معين بصورة مبكرة، لذلك يطلق على هذه الرسوم في بعض الأحيان بالرسم البياني المستطيل للسعر والحجم (التميمي، 2010، صفحة 227)، والشكل أدناه يبين آلية عمل هذا النوع من الرسوم.

الشكل رقم (10): الرسم البياني المستطيل



المصدر: (التميمي، 2010، صفحة 227)

ب- خطوط الدعم والمقاومة **Support and resistance lines**: تُعتبر نقاط الدعم والمقاومة من أهم مفاهيم التحليل الفني، التي يجب على المستثمرين الاهتمام بها حيث يمثل الدعم توافر طلب كاف لإيقاف الاتجاه النزولي للسعر، الأمر الذي يؤدي إلى عدم اختراق حد أدنى معين للسعر (أي؛ السعر الذي يصعب أن تنخفض دونه) وعلى العكس تُدل المقاومة إلى وجود عرض كاف يمنع ارتفاع الأسعار وعدم اختراق حد أعلى معين للسعر (أي؛ السعر الذي لا يجب أن ترتفع فوقه)، هذا وقد تأخذ خطوط الدعم والمقاومة عدة مستويات، إذ قد تتجه إلى الارتفاع في حالة وجود اتجاه صعودي للأسعار، وإلى الانخفاض في حالة وجود اتجاه نزولي (لعصامي، 2021، صفحة 180، 181). كما سنوضحه في الشكل التالي:

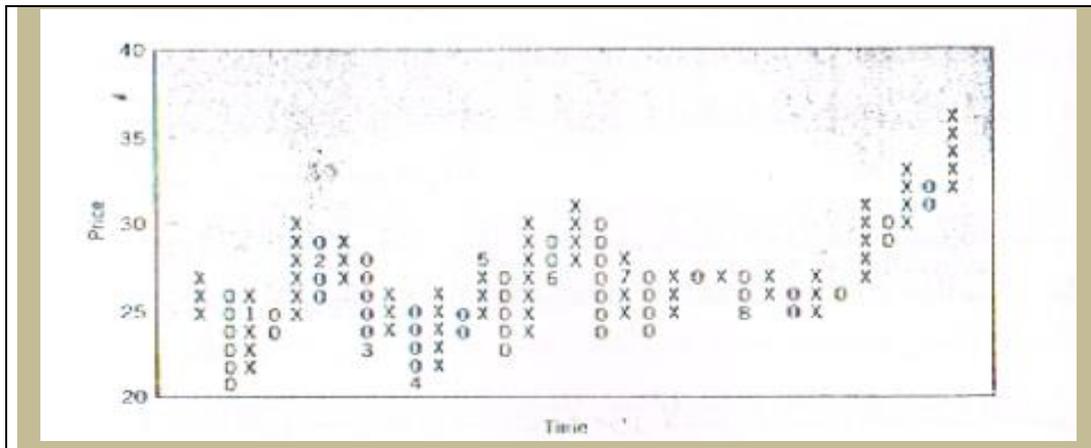
الشكل رقم (11): تبادل أدوار مستويات خطوط الدعم والمقاومة



المصدر: (لعصامي، 2021، صفحة 181)

ت- خرائط النقاط والأشكال **Points and Figure charts**: هذا النوع من الخرائط يعتبر من أكثر الأنواع تعقيدا حيث يوضح فقط التغيرات ذات الدلالة المعنوية في السعر، ولكنها لا تظهر بالمقابل حجم التعاملات حيث يحدد مستخدمها التغيرات في السعر (01 أو 02 دولار مثلا) والاتجاه المعاكس لهذا السعر والتغيرات التي حدثت. يعكس المنحني الأفقي عنصر الزمن بينما يعكس المنحني الرأسي التحركات السعرية؛ لأعلى ويعبر عنها بـ (X) ولأسفل ويعبر عنها بـ (O)، وكل تحرك في السعر سواء كان لأعلى أو لأسفل يعبر عنه بـ (01، 02، 05 دولار مثلا)، ويتوقف هذا على حجم التغير في السعر، ويتم رصد (X) أو (O) فقط عندما يحدث تحرك في السعر (حنفي ع.، 2004، صفحة 291)، والشكل أدناه يوضح هذا النوع من الرسوم البيانية:

الشكل رقم (12): خرائط النقاط والأشكال



المصدر: (حنفي ع.، 2004، صفحة 291)

ث- رسوم الشموع **Candle Sticks**: ويمثل هذا النوع من الرسوم البيانية طريقة قديمة لرصد وتسجيل حركة الأسعار في الأسواق المالية المختلفة لفترة تداول معينة، وتتكون كل شمعة من الأجزاء التالية؛ سعر الافتتاح وسعر الإغلاق، أعلى سعر وأدنى سعر، ويوجد نوعان من أشكال الشموع هما: الشموع البيضاء والشموع السوداء، حيث يكون في الأولى سعر الإقفال أكبر من سعر الافتتاح، والعكس في الثانية -أي؛ سعر الإقفال أقل من سعر الافتتاح- (علوان، 2009، صفحة 280، 281)، والشكل أدناه يوضح النوعين من الشموع.

الشكل رقم (13): رسوم الشموع



المصدر: (الفريح، 2018، صفحة 70).

في الختام وبعد استعراضنا لمختلف أنواع أدوات التحليل الفني ومؤشراته الرئيسية يمكن القول ومن وجهة نظر الباحثة أنه مهما تعددت أدوات التحليل الفني وتنوعت تبقى الرسوم والخرائط البيانية من أكثر الأدوات شيوعاً واستخداماً من طرف المحللين الفنيين.

المطلب الثالث: مميزات التحليل الفني والانتقادات الموجهة له

من خلال هذا المطلب سنحاول التعرف على أهم مميزات التحليل الفني، والانتقادات الموجهة له من طرف المعارضين لهذا النوع من التحليل.

الفرع الأول: مميزات التحليل الفني

يرى مؤيدو التحليل الفني أن هذا الأخير يتسم بعدد من المزايا نستعرضها؛ في الآتي (حسين، 2008، صفحة 164):

- ✓ القيادة: حيث أن كل التركيز منصب على محاولة التنبؤ بالأسعار المستقبلية عن طريق رصد التحركات السابقة للسعر، سواء أكانت هذه التحركات بسبب عمليات تجميع أو تصريف... أو غيرها؛

- ✓ **السهولة:** تعتبر هذه الطريقة أقل تعقيدا مقارنة بالأنواع الأخرى من التحليل ذلك أن المدخلات محدودة (العرض، الطلب، وردة فعل السعر)؛
- ✓ **التوقيت:** هناك شبه إجماع على أن التحليل الفني يدل على الوقت المناسب للقيام بالعملية الاستثمارية (وقت + نقطة الدخول)، على الرغم من أن الكثير من المحللين يرون العكس أي؛ أن هذه الطريقة من التحليل لا تساعد كثيرا في اختيار السلعة المستهدفة للمضاربة وأن التحليل الأساسي هو الأفضل للاختيار.

الفرع الثاني: الانتقادات الموجهة للتحليل الفني

ورغم المزايا التي يتمتع بها التحليل الفني إلا أن هذا الأخير تشوبه بعض العيوب دفعت معارضييه لتوجيه بعض الانتقادات له. نتناول الشائع منها في الآتي (زيد، 2015، صفحة 132، 133):

- ✓ أن المستثمر الذي يتبع قواعد التحليل الفني نادرا ما يحقق عوائد غير طبيعية (غير عادية) على استثماراته؛
- ✓ أن نماذج الأسعار أو العلاقات بين متغيرات سوق معين وأسعار الأسهم قد لا تتكرر، وعليه فإن الأسلوب الذي يكون قد نجح من قبل يمكنه أن يفشل في الدورات التالية للسوق، الأمر الذي دفع بالعديد من المحللين الفنيين لإتباع أكثر من قاعدة تعامل تؤدي إلى اتفاق بينها حتى يستطاع التنبؤ بنموذج السوق المستقبلي؛
- ✓ يمكن أن يصل المحلل الأساسي الذي تتوفر له المعلومات والقدرة التحليلية إلى نتائج أفضل، ذلك لأنه يتنبأ بالأحداث المستقبلية ويخرج منها بالقرار المناسب وفي الوقت المناسب، أما التحليل الفني فإنه ينتظر حتى وقوع الأحداث، ويرى بعينه التحول في حركة الأسعار ثم يتخذ القرار؛
- ✓ أن المحللين الفنيين هم الذين يخلقون بأنفسهم التوقعات التي يعتقدون في إمكانية حدوثها، فلو أن المئات منهم استخدموا نفس الأسلوب وذات البيانات، فإنهم سيتوصلون لنفس القرار، ولو كان القرار مثلا شراء سهم منشأة ما بسبب توقعهم ارتفاع سعره في المستقبل، في هذه الحالة ستندفق الأوامر لشراء ذلك السهم مما ينتج عنه ارتفاع في السعر؛ بعبارة أخرى فإن الارتفاع في السعر قد أحدثه في الأساس سلوك أولئك الذين يؤمنون ويستخدمون التحليل الفني، وليس أي شيء آخر؛
- ✓ من أكثر الانتقادات الموجهة لهذه الطريقة من التحليل -شيوعا- هي أنه لا يمكن للمعطيات التاريخية أن تستعمل في التنبؤ بالأحداث المستقبلية، على الرغم من أن المدخل الوحيد من أجل وضع صورة واضحة عن المستقبل هو التنبؤ، وهذا لن يكون ممكنا إلا إذا استعملت المعطيات التاريخية؛
- ✓ رغم اعتماد التحليل الفني على البيانات والجداول في إجراء التحليلات إلا أنه يغلب عليه طابع الذاتية، ذلك أن الوصول إلى نتائج عملية يتطلب تدخل المحلل الفني لتحليل وتفسير هذه المعطيات والمعلومات وعندئذ لا يمكنه تجنب الذاتية؛

✓ عند دخول مؤسسة جديدة للسوق لا يمكن للتحليل الفني تقديم المساعدة في اتخاذ أي قرار استثماري، والسبب هو عدم وجود أي بيانات تاريخية لسعر السهم، يستند عليها من أجل اتخاذ القرار الاستثماري، ما يضيع فرصة تحقيق عوائد جيدة في مدة زمنية قصيرة نسبياً؛

✓ في التحليل الفني للرسم الواحد قراءات مختلفة فبالرغم من وجود قواعد عامة لهذا النمط من التحليل إلا أنه وفي كثير من الأحيان لو أعطيت الرسم ذاته لاثنتين من المحللين الفنيين فقد يقرأ كل منهما الشارات (أي؛ الرسم) بطريقة مختلفة، ويرسم له سيناريو مختلف، وسوف يدعم كلاهما قراءته بنقاط دعم ومقاومة منطقية، ونقاط اختراق وانكسار كافية.

وعلى العموم يمكن القول أن التحليل الفني يتسم بعدد من المزايا والخصائص في مقدمتها؛ ميزة القيادة، السهولة، والتوقيت، كما تشوبه بعض العيوب دفعت معارضية لتوجيه بعض الانتقادات له أبرزها؛ أنه يغلب عليه طابع الذاتية، كما أنه لا يمكن للمعطيات التاريخية أن تستعمل في التنبؤ بالأحداث المستقبلية، كذلك لا يمكن لهذا النوع من التحليل تقديم المساعدة للمستثمر في اتخاذ أي قرار استثماري عند دخول مؤسسة جديدة للسوق..... وغيرها من الانتقادات.

المبحث الثالث: مدخل للتحليل الأساسي للأوراق المالية

وبعد تناول النوع الأول من مداخل تحليل الأوراق المالية في المبحث السابق، ننتقل إلى النوع الثاني ألا وهو التحليل الأساسي الذي يسير في نفس اتجاه النوع الأول وهو تحقيق الأهداف المأمولة منه في اتخاذ المستثمر للقرار المناسب في أسواق الأوراق المالية. وعليه سيتم التطرق في هذا المبحث إلى كل ما يتعلق بالتحليل الأساسي من؛ مفهوم وفرضيات، منهج عمل وطرق تحليل، مميزاته وعيوبه وغيرها من المفاهيم الأخرى المرتبطة به.

المطلب الأول: التحليل الأساسي: المبادئ والأساسيات

ولتوضيح أكثر منهج التحليل الأساسي سنحاول في هذا المطلب الإلمام بأهم المفاهيم النظرية المتعلقة به من؛ مفهومه وافترضااته الأساسية، منهج عمله وأهم أهدافه.

الفرع الأول: مفهوم التحليل الأساسي وفرضياته

نحاول من خلال هذا الفرع تناول نشأة ومفهوم التحليل الأساسي أولاً ثم أهميته والافتراضات (المبادئ) التي يبنى عليها.

أولاً: نشأة ومفهوم التحليل الأساسي: ويمكن تناول ذلك بالشكل الآتي:

أ- نشأة التحليل الأساسي: التحليل الأساسي قديم قدم الأسواق المالية نفسها، وفي العصر الحديث يعتبر كل من "بنيامين جراهام" و"ديفيد دود" من الآباء المؤسسين لمنهجية هذا النمط من التحليل، والتي تم استعراضها على نحو

مفصل في كتابهما الشهير "تحليل الأوراق المالية" الصادر سنة 1934. وضح الرجلان في هذا الكتاب العوامل التي يجب على المستثمر فحصها والانتباه لها قبل اتخاذ لأي قرار استثماري، وشملت هذه العوامل على سبيل المثال لا الحصر؛ الأرباح والإيرادات، معدلات النمو والتدفقات النقدية، وكإشارة فقط نجد أن معظم المستثمرين يستخدمون هذا النوع من التحليل سواء كانوا يدركون ذلك أم لا ("أيهما أفضل .. التحليل الفني أم الأساسي؟"، 2019).

ب- مفهوم التحليل الأساسي (Fundamental analysis): هناك مفاهيم مختلفة ومتنوعة للتحليل الأساسي نذكر منها؛ الآتي:

يعرف التحليل الأساسي بأنه: علم له قواعده الثابتة وخطواته لتحقيق أهدافه في تحديد القيمة الجوهرية للحصصة في سوق الأوراق المالية، من خلال إطار عام يأخذ شكل دراسة التوقعات الاقتصادية المتوقعة الوصول إلى القطاعات التي نتوقع منها زيادة المبيعات والأرباح. وبالتالي، يتم دراسة قوة الشركات مالياً بناءً على المعلومات المالية التاريخية وظروفها الحالية وقياس كفاءة إدارتها وفرصها التجارية وصولاً إلى تحديد القيمة الجوهرية للأسهم، ويتبع ذلك مقارنتها بقيم السوق الناتجة عن التفاعلات بين العرض والطلب لتحديد فرص الاستثمار (أرباح أو خسائر) (Wafi, Hassan, & Mabrouk, 2015, p. 213).

كما يعرف بأنه: ذلك التحليل الذي يعنى بتحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية بهدف التنبؤ بما ستكون عليه ربحية الشركة، بالإضافة إلى التعرف على حجم المخاطر التي تتعرض لها تلك الربحية، حيث تمثل تلك المعلومات الأساس في تحديد السعر الذي ينبغي أن يباع به السهم الذي تصدره المنشأة، وهو يعتمد على الاعتقاد القائل بأن قيمة السهم تعكس قوة الشركة المصدرة له لذلك فهو يهتم بدراسة نقاط قوة وضعف هذه الشركة وذلك من خلال؛ الدراسة المالية، الاقتصادية، والقطاعية (سعيد و حشماوي، 2018، صفحة 177).

وفي تعريف آخر هو؛ طريقة لتقييم الأوراق المالية من خلال محاولة قياس القيمة الجوهرية عن طريق دراسة العوامل الاقتصادية والمالية وغيرها من العوامل النوعية والكمية ذات الصلة، حيث يحاول المحللون الأساسيون دراسة كل ما يمكن أن يؤثر على قيمة الأمان، بما في ذلك عوامل الاقتصاد الكلي وظروف الصناعة وكذا العوامل الفردية المحددة؛ كالحالة المالية وإدارة الشركات (خضير، 2020، صفحة 161).

ويعرفه البعض بأنه: "ذلك التحليل الذي يهتم بتحليل المحددات المؤثرة على سعر السهم كتلك الخاصة بالأرباح المتوقعة، الأمر الذي يتطلب دراسة مستقبلية للظروف الاقتصادية الدولية والمحلية وتأثيرها على الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة، وتحليل ظروف الصناعة وتحليل المؤسسة ذاتها" (الداوي، 2012، صفحة 53).

ومما سبق يمكن تعريف التحليل الأساسي على أنه علم له قواعده الثابتة وخطواته لتحقيق أهدافه في تحديد القيمة الجوهرية للورقة المالية/ أو هو ذلك التحليل الذي يهتم بدراسة وتحليل المحددات المؤثرة على سعر السهم كتلك الخاصة بالأرباح المتوقعة، عن طريق دراسة وضعية الشركة المصدرة له وتحليل كل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية المتعلقة بها وبالصناعة التي تنتمي إليها والاقتصاد الذي تنشط به بهدف الوصول إلى نتائج تمكن المستثمر من اتخاذ القرار الاستثماري السليم.

ثانيا: أهمية التحليل الأساسي وفرضياته: وندناول في هذه الجزئية التالي:

أ- أهمية التحليل الأساسي: يكتسي التحليل الأساسي أهمية كبيرة في اتخاذ التوقيت الملائم للقرارات الاستثمارية؛ تبرز من خلال (الداوي، 2012، صفحة 54):

- 1- تحديد المعلومات المالية وقياسها وتوفيرها للمستثمرين والمحللين، وذلك حتى يتمكنوا من تحديد الأصول المالية التي ينبغي شراؤها أو بيعها والتوقيت الملائم لذلك؛
- 2- يهتم المستثمر في ظل هذا التحليل بالأرباح المستقبلية ونصيب السهم من الربح الموزع والمخاطر من وراء العائد، وذلك عن طريق القيام بالتحليل المالي للقوائم والتقارير المالية للمؤسسة، بهدف التعرف على درجة نمو المشروع وقدرته على تحقيق أرباح مستقبلية وأثر ذلك على سعر السهم؛
- 3- وفي الأخير يقوم المستثمر بدراسة النشاط الاقتصادي الكلي وتحليل السياسة النقدية والمالية التي تتبعها الدولة والخاصة بفرض الضرائب، أسعار الفائدة ومعدل التضخم وأثر كل ذلك على أسعار الأسهم.

وعليه، فإن أهمية التحليل الأساسي تبرز من خلال تقييم العوائد والمخاطر لاتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة، وتحديد الأسهم التي تم تسعيرها بأقل من قيمتها الحقيقية بغية ضمها إلى المحفظة الاستثمارية، ولذلك فإن هذا النوع من التحليل وبمستوياته الثلاث يهدف إلى تحديد القيمة الحقيقية للاستثمار (الداوي، 2012، صفحة 54).

ب- فرضيات التحليل الأساسي: يقوم التحليل الأساسي على فرضيتين رئيسيتين؛ هما (عطية، 2015، صفحة 82):

- 1- تتمثل الأولى في أن السوق المالية كفأ في شكلها الضعيف فقط، وأنه لا يمكن تحقيق عوائد غير عادية من خلال تحليل العوامل التاريخية ودراستها، ذلك أن الأسعار في الماضي لا تحدد الأسعار الحالية والمستقبلية، بل تتغير بوجود معلومات جديدة، وهذا غير متوفر في السوق ضعيفة الكفاءة؛
- 2- أما الثانية فتتمثل في إمكانية التنبؤ بأسعار الأوراق المالية بالاعتماد على تحليل المعلومات الواردة باستمرار، وذلك لتحديد القيمة الحقيقية للأوراق المالية ومقارنتها بسعرها السوقي، واكتشاف الخلل السعري لاتخاذ القرار المناسب.

الفرع الثاني: منهج التحليل الأساسي وأهدافه

نسعى من خلال هذا الفرع إلى توضيح المنهج العام الذي يعمل التحليل الأساسي في إطاره مع استعراض لأهم الأهداف التي يسعى إلى تحقيقها.

أولاً: منهج التحليل الأساسي: هناك أسلوبان/ أو مدخلان لتحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، هما (زيد، 2015، صفحة 126، 127):

أ- أسلوب التحليل من الأعلى إلى الأسفل (التحليل الكلي فالجزئي): حيث يتم بتحليل الظروف والعوامل الاقتصادية الكلية كخطوة أولى، ثم يليه تحليل ظروف القطاع الاقتصادي الذي تنشط فيه الشركة محل التقييم كخطوة ثانية، وبعد ذلك وكخطوة أخيرة تحليل عوامل الشركة ذاتها، من أجل البحث عن أفضل ورقة مالية للاستثمار فيها؛

ب- أسلوب التحليل من الأسفل إلى الأعلى (التحليل الجزئي فالكلي): وعلى خلاف الأسلوب الأول يستخدم هذا المدخل عندما تكون هناك ورقة مالية معينة يراد اتخاذ قرار بالاستثمار فيها، حيث يبدأ هذا الأسلوب بتحليل ظروف الشركة ثم ظروف القطاع وصولاً إلى تحليل الظروف الاقتصادية.

والشكل التالي يوضح لنا مدخلي/ أو أسلوب التحليل الأساسي للأوراق المالية:

الشكل رقم (14): منهج التحليل الأساسي



المصدر: (زيد، 2015، صفحة 128).

من الشكل أعلاه يتبين أن عملية تقدير القيمة الحقيقية أو العادلة للورقة المالية حسب منهج التحليل الأساسي تتم وفق تسلسل منطقي سواء كان ذلك من أعلى إلى أسفل وهو ما يطلق عليه اسم التحليل الكلي فالجزئي، أو التحليل من أسفل إلى أعلى وهو ما يطلق عليه اسم التحليل الجزئي فالكلي.

ثانياً: أهداف التحليل الأساسي: يسعى التحليل الأساسي إلى تحقيق عدة أهداف؛ من ضمنها (عطية، 2015، صفحة 84):

أ- دراسة وتفسير كل المتغيرات الاقتصادية التي من الممكن أن تؤثر على أسعار الأسهم، بهدف تحديد القيمة الحقيقية للشركات والقيمة العادلة لأسهمها، حيث يعتبر أهم طرق تقييم الشركات لأنه يأخذ بعين الاعتبار الأداء التاريخي للشركات وتوقعات الأرباح والمبيعات المستقبلية؛

ب- دراسة المناخ الاقتصادي بشكل متكامل من خلال وضع الاقتصاد الكلي وذلك من خلال تحليله ودراسته لبعض المؤشرات مثل؛ معدل التضخم، معدل الفائدة، ودراسة المعلومات والمؤشرات المرتبطة بالمناخ الاستراتيجي والسياسي، وإنفاق المستهلك والضرائب، حيث يهدف التحليل الأساسي من هذه الدراسة إلى معرفة المناخ الاقتصادي والاستثماري الذي تعمل فيه الشركات؛

ت- يهدف إلى دراسة حالة القطاع الذي تعمل فيه الشركة، حيث أن الشركة هي جزء من ذلك القطاع، وبصفة عامة من الصعب أن تجد الشركة منتعشة في قطاع يعاني من أزمات، ولذلك فإن التحليل الأساسي يدرس وضع القطاع معتمدا على معدلات النمو؛

ث- يهدف التحليل المالي الأساسي إلى التعرف على مدى قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها طويلة وقصيرة الأجل، وكذا التعرف على مدى كفاءة إدارتها في استخدام المتاح لها من أصول أو موارد لتحقيق الأرباح، كما يعمل على تحليل وتقييم العوامل المالية وغير المالية والتعامل على السهم في السوق لكي يبرز الحقائق التي تختفي وراء الأرقام ويوضح جوانب القوة والضعف في اقتصاديات الشركة ومركزها المالي؛

ج- وضع علاقة تكامل وظيفي بين التحليل الكمي الحديث الذي يعتمد على الأساليب الرياضية والاحصائية بهدف التنبؤ بمستقبل الشركة، والتحليل النوعي لمختلف سياساتها الإدارية ومستواها التكنولوجي وكل عنصر غير مالي يدخل في تحديد نشاطها؛

ح- وضع علاقة تكامل بين مختلف المؤشرات التي تقيم أداء الشركة بهدف الخروج بتقييم عادل لأسهمها.

وباختصار يمكن القول أن هذا النوع من التحليل يهدف وبشكل أساسي إلى دراسة وتحليل؛ الظروف الاقتصادية العامة وبالضبط المتغيرات الاقتصادية الكلية، بالإضافة إلى دراسة وتحليل حالة القطاع وكذا حالة الشركة التي تعمل فيه. هذه الخطوات تعتبر بمثابة مراحل التحليل الأساسي الرئيسية مضافا إليها مرحلة التقييم (أي؛ تقييم الأوراق المالية)، وهو ما سنحاول التعرف عليه في التالي (المطلب الثاني).

المطلب الثاني: مراحل التحليل الأساسي

يتم في ظل أسلوب التحليل الأساسي من أعلى إلى أسفل إتباع المراحل الرئيسية التالية لتحليل وتقييم الأوراق المالية والتي على إثرها يتم اتخاذ القرار الاستثماري المناسب بالشراء أو البيع للورقة المالية. نعرض طبيعة كل نوع منها في هذا المطلب.

الفرع الأول: تحليل الظروف الاقتصادية العامة

يعد التحليل الاقتصادي الخطوة الأولى عند القيام بالتحليل الأساسي من أعلى إلى أسفل، حيث تحتل هذه الخطوة مكانة هامة في هذا النمط من التحليل، ذلك لأن التغيرات الاقتصادية لها دور كبير في التأثير على أداء الشركة وأداء السوق المالي على حد سواء (بلجبلية، 2010، صفحة 83)، "فعلى سبيل المثال يعتبر ارتفاع أسعار الفائدة وزيادة التضخم دلالة على أن أسعار الأوراق المالية قد تنخفض" (حماد، 2000، صفحة 05)، وفي هذا الإطار؛ يقوم المحلل الأساسي بالبحث واكتشاف وكذا دراسة بعض مؤشرات حالة الظرف الاقتصادي؛ كمدخل التضخم وسعر الفائدة، وأيضا دراسة المعلومات والمؤشرات المرتبطة بالمنح الاستراتيجي والسياسي، إنفاق المستهلك والضرائب، أسعار الصرف والسياسة النقدية والمالية... وغيرها من المؤشرات الأخرى، حيث أن الهدف من التحليل الأساسي في هذه المرحلة هو معرفة المناخ الاقتصادي والاستثماري الذي تعمل فيه الشركات، وبعد ذلك يحاول المحلل معرفة تأثير التغيرات الحاصلة في وضعية ومؤشرات الاقتصاد الكلي على توقعات الأرباح ومعدلات المدودية والمخاطرة للشركات، ذلك لأن وضعية الاقتصاد الكلي تؤثر على حالة الأعوان الاقتصاديين بما فيهم الشركات (زيد، 2015، صفحة 128)، كما يحاول أيضا المحلل الأساسي ومن خلال دراسته لتلك العوامل الاقتصادية التنبؤ باتجاه سوق الأوراق المالية، ذلك أن ازدهار الاقتصاد وانتعاشه تتجه في ظل الأسواق المالية للصعود، والعكس في حالة الركود الاقتصادي، فنتائج التحليل الاقتصادي إذن تساعد المستثمر على اتخاذ القرار المناسب في الدخول للسوق أو الخروج منها (علوان، 2009، صفحة 234). هذا النوع من التحليل سيأتي التفصيل فيه -نظريا وتطبيقيا- في الفصلين الثالث والرابع.

الفرع الثاني: تحليل ظروف القطاع

تعد مرحلة تحليل ظروف القطاع الخطوة الثانية في التحليل الأساسي، إذ كما تبين أن التغير في الظروف الاقتصادية له تأثير على أسعار الأوراق المالية وقد يشمل هذا التأثير جميع القطاعات، كما قد يمس قطاعا أو عدة قطاعات، ومهما يكن نطاق التأثير فإن درجته تختلف من قطاع لآخر. فتحليل قطاع (الصناعة مثلا) يمكن المستثمر من اختيار القطاعات/ أو (الصناعات) التي يتوقع لها الازدهار، النمو، والربحية في ظل التطورات الاقتصادية الكبيرة، وعليه فعملية تشخيص وضعية القطاعات المختلفة للاقتصاد تعد مرحلة أساسية لاختيار القطاع أو القطاعات الواعدة، كذلك عملية اختيار الأوراق المالية للشركات تتأثر هي الأخرى وبالدرجة الأولى بحالة القطاع الذي تنشط فيه بشكل عام، ذلك أن تحليل القطاع يوفر

للمحلل معلومات هامة؛ كحجم الطلب في السوق على منتجات القطاع، حالة المنافسين، حواجز الدخول والخروج، بالإضافة إلى معرفة السياسة الاقتصادية للدولة تجاه القطاعات، إذ قد تكون بعض القطاعات تلقى تحفيزات جبائية لتشجيع الاستثمار فيها، وعليه فتحليل القطاع وجمع المعلومات عنه يساعد المحلل على أخذ صورة أولية عن الشركات المنتمية لذات القطاع، لأنها ستكون متفقة ومتشابهة في الخصائص هذا من جهة، ومن جهة أخرى وفي أحيان كثيرة تكون عرضة لنفس المخاطر المرتبطة بالقطاع مما يساعده في توقع المخاطر والمردودية المرتبطتين بالشركة (سعيد و حشماوي، 2018، صفحة 180، 181)، وعند تحليل ظروف الصناعة/ أو القطاع على المحلل المالي التركيز على عدة نقاط؛ من بينها (الفريح، 2018، صفحة 38):

- ✓ تحليل البيانات التاريخية عن المبيعات والأرباح كأول خطوة للتنبؤ بمستقبل الصناعة؛
- ✓ دراسة وتحليل حجم الطلب وحجم العرض لمنتجات الصناعة من الجوانب الهامة التي ينبغي أن يعني بها التحليل الأساسي؛
- ✓ تحليل ظروف المنافسة داخل الصناعة/ أو القطاع للوقوف عليها في المستقبل مثلاً؛ إن كان هناك موانع تحد من دخول شركات جديدة أم لا؛
- ✓ تحليل طبيعة المنتج وتكنولوجيا الصناعة/ أو القطاع، لمحاولة التعرف على ما إذا كان المنتج قد بلغ مرحلة الإنتاج الكبير أم لا..... وغيرها.

الفرع الثالث: تحليل ظروف الشركة

يعد تحليل ظروف الشركة الخطوة الثالثة في إطار منهج التحليل الأساسي (سعيد و حشماوي، 2018، صفحة 181)، حيث يكون الهدف منه بالدرجة الأولى تحديد ربحية الشركة ومدى نموها وقوتها المالية وكذا قدرتها على منافسة غيرها من الشركات المنتجة في نفس القطاع لاختيار الشركة الأبرز في كل قطاع (حسين، 2008، صفحة 160). وهذا بدوره يمكن المستثمر من التعرف على أي متغيرات إيجابية أو سلبية قد تطرأ على الشركة، فتؤثر بالتالي على أسعار أسهمها صعوداً أو هبوطاً أو استقراراً (علوان، 2009، صفحة 235). وفي نفس السياق وبما أن الفرضية الأساسية التي يقوم عليها التحليل الأساسي هي أن سعر السهم يتأثر بصفة أساسية بأداء الشركة المصدرة له، وجب القيام بتحليل الشركات كخطوة موائية لتحليل الصناعة ذلك أن التغيرات المتوقعة على الأرباح لها تأثير مباشر على التوزيعات ومن ثم على أسعار الأسهم، فالتوقع بارتفاع ربحية السهم مثلاً يعني أن القيمة الحقيقية له أعلى من القيمة السوقية وهو مبرر قوي للشراء والعكس صحيح. حيث أن الهدف من القيام بتحليل الشركات هو التأكد من أنه ليس من الضروري أن تكون أسهم الشركات الجيدة استثماراً جيداً، وذلك لأن القيام بتحليل الخصائص الداخلية لها ليس أساساً لاتخاذ قرار الشراء لأن هذا الأخير يبنى على أساس القيمة العادلة مقارنة بالقيمة السوقية، وعليه فمن الممكن أن يظهر تحليل الشركة أن وضعها ممتاز وأدائها متميز، هذا ما يزيد في الطلب على أسهمها وفي النهاية ترتفع قيمتها السوقية لتصبح أعلى من القيمة الحقيقية

ويصبح عندها قرار الشراء غير صائب (أي؛ خاطئ) (بلجبلية، 2010، صفحة 99). ولتحقيق هذا الهدف لابد من إجراء ما يسمى بتحليل المركز المالي للشركة والذي يعتبر؛ التحليل المالي للقوائم المالية والتحليل بالنسب المالية من أهم أدواته؛

أولاً: التحليل المالي للقوائم المالية: التحليل المالي للقوائم المالية يقصد به؛ "فهم وتفسير وقراءة القوائم المالية للشركة ويهدف إلى تحديد العوائد المالية ومستوى المخاطر للأصل" (حسين، 2008، صفحة 160)، ولدراسة وتحليل القوائم المالية للشركة يكون أمام المحلل المالي أسلوبين للتحليل؛ هما (علوان، 2009، صفحة 236، 237):

أ- التحليل الرأسي: يقوم هذا التحليل بالتعرف على التركيب الداخلي للقوائم المالية، بحيث يساعد في إجراء المقارنات مع الشركات المماثلة ضمن نفس الصناعة، كما يمكن المقارنة بين الشركات على مختلف أحجامها. هذا النوع من التحليل يطبق على القوائم المالية التالية؛ الميزانية العمومية، قائمة الدخل، وقائمة التدفقات النقدية؛

ب- التحليل الأفقي: يهتم التحليل الأفقي بدراسة التغيرات التي تحدث في بنود القوائم المالية من فترة لأخرى، كما يمكن أن يظهر مبالغ ونسب هذه التغيرات، ويمكن إجراء هذا النوع من التحليل لمختلف بنود القوائم المالية.

ثانياً: التحليل بالنسب المالية: يعتبر تحليل النسب من أكثر أدوات التحليل المالي استخداماً في تقييم أداء الشركات، ولتعدددها وصعوبة حصرها سوف نركز على بعضها؛ وفق الآتي (سعيد و حشماوي، 2018، صفحة 182):

- أ- نسب السيولة **Liquidity ratios**: تقيس قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل؛
- ب- نسب النشاط **activity ratios**: تستخدم لتقييم مدى قدرة الإدارة في استخدام موجوداتها؛
- ت- نسب الربحية **profitability ratios**: تقيس هذه النسب قدرة الشركة على توليد الأرباح من المبيعات وكذا قدرتها على توليد الأرباح من الأموال المستثمرة في الشركة؛
- ث- نسب الاقتراض **Borrowing ratios**: تقيس مدى اعتماد الشركة على الأموال المقترضة في تمويل احتياجاتها؛
- ج- نسب السوق **Market ratios**: تقيس تأثير أداء الشركة على أسعار أسهمها في السوق.

الفرع الرابع: مرحلة التقييم

تبحث عمليات التحليل السابقة في مجملها عن توجيه الاستثمار من خلال المرور بمختلف المراحل وفي الوقت نفسه تعمل على جمع المعلومات والبيانات قصد الوقوف على الأوراق المالية ذات الجاذبية ليتم في الأخير اتخاذ القرارات الملائمة، وحتى يتم الوصول إلى ذلك لابد من القيام بمرحلة التقييم التي تكمل المرحلة الأولى، إذ تؤثر مخرجات عمليات التحليل بشكل مباشر في مدخلات عمليات التقييم، التي تتمثل في شقين أساسيين هما؛ التدفقات المستقبلية (الأرباح وتوزيعات الأرباح) ومعدل الاستحداث (معدل الخصم)، وبعد جمع البيانات والمعلومات المستخلصة من خطوات التحليل والتشخيص في

المرحلة السابقة، يقوم المحلل بدراستها وتصنيفها وتحليلها لترجمتها في شكل قيمة للورقة المالية المستهدفة بواسطة آلية التقييم، وتعد عملية التصنيف والتحليل تلك مكملة لعمليات التحليل في المرحلة السابقة، علاوة على ذلك فهي لا تأخذ جهداً ووقتاً كبيراً بما أن عملية التحليل في المرحلة السابقة قد فصلت ومست كل جوانب الاستثمار، وقدمت في الخطوة الأخيرة (مرحلة تحليل الشركة) مدخلات تنفيذ مباشرة في عملية التقييم (زيد، 2015، صفحة 130، 131). وتختلف طرق تقييم الأوراق المالية من ورقة لأخرى وفي الأتي سنتعرف على طريقة التقييم الخاصة بالأسهم ثم السندات:

أولاً: تقييم الأسهم: يشير أصحاب التحليل الأساسي إلى نموذج مضاعف الربحية بالنموذج العملي أو الواقعي في تحديد القيمة الحقيقية للسهم، وذلك نظراً لكثرة وشيوع استعماله من طرف العديد من المحللين الماليين وكذا المتعاملين في السوق المالي، إضافة لذلك سهولة فهمه وتطبيقه مقارنة بغيره من الطرق الأخرى (سعيد و حشماوي، 2018، صفحة 183). يشير هذا المعامل (أي؛ مضاعف الربحية) إلى حجم الأرباح التي يرغب المستثمر الحصول عليها نظير شرائه للسهم أي؛ السعر بالنسبة لكل وحدة نقدية من الربح (حنفي ع.، 2004، صفحة 272)، حيث يتم توضيح هذا النموذج ومعدل العائد المطلوب من خلال المعادلتين التاليتين (سعيد و حشماوي، 2018، صفحة 183):

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{(m)(E_n)}{(1+k)^n}$$

حيث أن؛ **m**: يمثل مضاعف قيمة السهم في السوق إلى ربحيته والذي يحسب بضرب (حاصل قسمة قيمة السهم في السوق على ربحيته في السوق) $\times 2$ ؛ **E_n**: ربحية السهم العادي والتي تحسب من خلال قسمة صافي الربح على عدد الأسهم؛ **k**: معدل العائد المطلوب؛ **V**: القيمة الحقيقية.

إن معدل العائد المطلوب هو أدنى معدل عائد على الاستثمار؛ يطلبه المستثمرون لتعويضهم عن تحمل المخاطرة وتأجيل الاستهلاك المالي للمستقبل، والذي يقاس بالمعادلة التالية:

$$K = R_f + B(R_m - R_f)$$

حيث أن؛ **K**: هو معدل العائد المطلوب على الورقة المالية؛ **R_f**: يمثل العائد الخالي من المخاطرة ويتم الرجوع في ذلك إلى العائد على أذونات الخزينة؛ **R_m**: هو معدل عائد السوق؛ بينما **B**: هو معامل بيتا والذي يحسب بالتباين المشترك لعائد الورقة المالية مع عائد السوق مقسوماً على تباين عائد السوق؛ **(R_m-R_f)**: يمثل علاوة مخاطرة السوق وحين ضرب هذه الأخيرة في بيتا تعطي علاوة مخاطرة الورقة المالية.

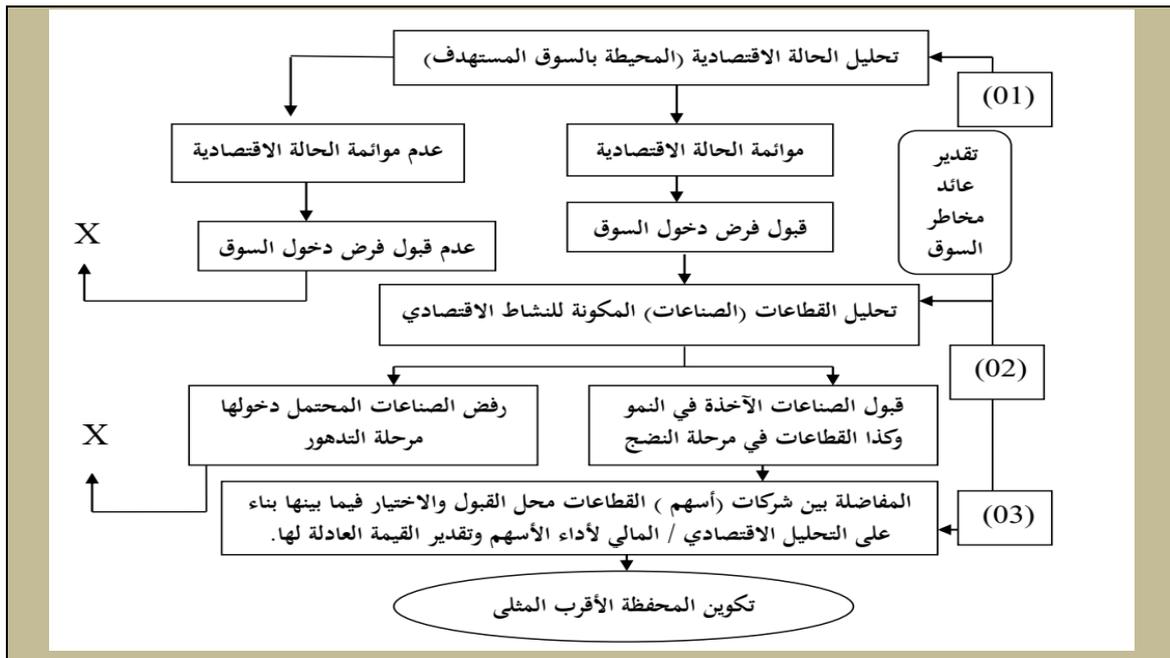
ثانياً: تقييم السندات: نقصد بتقييم السندات تحديد قيمتها الاقتصادية/ أو الحقيقية وعلى هذا الأساس فإن القيمة الاقتصادية للسند هي عبارة عن مجموع القيم الحالية للتدفقات النقدية الخاصة بمداخيل السند بالإضافة إلى القيمة الحالية للقيمة الاسمية للسند والتي يتم استردادها في نهاية تاريخ الاستحقاق (لطرش، 2003، صفحة 88)، وتحسب القيمة الحقيقية للسند وفق العلاقة التالية (سعيد و حشماوي، 2018، صفحة 184):

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+i)^t} + \frac{VF}{(1+i)^n}$$

حيث أن؛ **P**: يمثل القيمة الحقيقية للسند؛ **C**: يمثل مقدار الفائدة الدورية؛ **VF**: هو القيمة الإسمية للسند؛ بينما **i**: هو معدل الخصم وهو نفسه معدل العائد المطلوب على الاستثمار في السند.

مما سبق نستنتج أن التحليل الأساسي يبدأ بالتحليل الاقتصادي أي؛ تحليل الحالة الاقتصادية المحيطة بالسوق المستهدف، ليتجه بعدها وبشكل عمودي نحو التحليل القطاعي أي؛ تحليل الصناعات المكونة للنشاط الاقتصادي لتحديد القطاع/ أو الصناعة المراد الاستثمار فيها، لينتقل بعدها مباشرة التحليل وبشكل أفقي لتحليل الشركات داخل كل قطاع والمفاضلة بينها، ما يساعد المستثمر على اتخاذ القرار الاستثماري المناسب وتحديد نوع الورقة المالية المراد شراؤها أو بيعها بناء على التحليل الاقتصادي والمالي لأدائها وتقدير القيمة العادلة لها، والشكل التالي يوضح وبشكل عام منهجية ومراحل التحليل الأساسي في ظل أسلوب التحليل من الأعلى إلى الأسفل:

الشكل رقم (15): منهجية ومراحل التحليل الأساسي



المصدر: (خضير، 2020، صفحة 169)

المطلب الثالث: مميزات التحليل الأساسي والانتقادات الموجهة له

في هذا المطلب سنسلط الضوء على أهم مميزات التحليل الأساسي، وبعض الانتقادات الموجهة إليه من طرف المعارضين لهذا النوع من التحليل.

الفرع الأول: مميزات التحليل الأساسي

يتسم التحليل الأساسي ببعض المزايا والخصائص يمكن أن نلخصها في النقاط التالية (لعصامي، 2021، صفحة 160،161):

- ✓ يوفر مجموعة من المعلومات الإضافية للمستثمر مقارنة بالتحليل الفني؛
- ✓ يقوم في بعض الأحيان على التنبؤ وبشكل جيد بتحركات الأسعار، أفضل مما يتم التنبؤ به أو تقدمه أية إشارات فنية؛
- ✓ يسمح للمستثمر بأن يتخذ خطوة وموقفاً جريئاً، في حال ما إذا كانت المعلومات تُشير إلى احتمال تحرك كبير في الأسعار؛
- ✓ وأخيراً فإن فهم الأساسيات الخاصة بهذا التحليل، يشكل حافزاً مشجعاً على الاستثمار في الأوراق المالية.

الفرع الثاني: الانتقادات الموجهة للتحليل الأساسي

ورغم المزايا التي يتمتع بها التحليل الأساسي إلا أن معارضية يوجهون له بعض الانتقادات يمكن حصرها في النقاط التالية (المهيلمى، 2007، صفحة 39):

- ✓ أنه يستحيل الإلمام ومعرفة كل شيء يخص نشاط الشركة أو السلعة محل التداول، فهناك كم ضخم جدا من المعلومات الأساسية يستحيل الإلمام بها جميعاً وتحليلها بسرعة ودقة؛
- ✓ أن المعلومات نفسها دائمة التغير (غير ثابتة)، ولا يمكن لأحد مهما علا شأنه معرفة كل خبايا السوق؛
- ✓ أن البيانات والمعلومات المتوافرة غالباً ما تكون غير متكاملة وبعضها غير دقيق، وكثيراً ما يتم مراجعتها وتعديلها بعد حين؛
- ✓ أن البيانات والمعلومات تأتي في معظم الأحيان متأخرة نسبياً مما يفقدها أهميتها في تحديد القيمة السوقية؛
- ✓ أن المحلل الأساسي حتى لو استطاع الحصول على تلك المعلومات والإلمام بها جميعاً ثم تحليلها بسرعة ودقة، فإنه من الصعب عليه استغلالها في توقيت مناسب يتلاءم مع التحركات السريعة لأسعار السوق؛
- ✓ أن المعلومات المتاحة تخضع في التحليل النهائي للأشياء لتقييم يبدو علمياً ولكنه يتشكل بميول ويتلون بظلال الأهمية النسبية للمحلل الأساسي.

وفي الأخير نستنتج أن التحليل الأساسي ينفرد ببعض المزايا والخصائص جعلت مؤيدوه يؤكدون بأن العودة لهذا النمط من التحليل وفهم الأساسيات الخاصة به يشكل حافزاً مشجعاً على الاستثمار في الأوراق المالية، على الرغم من أنه لم يسلم من بعض الانتقادات الموجهة له من طرف معارضيه خاصة تلك المتعلقة بطبيعة المعلومات الأساسية في كونها؛ دائمة التغير، بعضها غير متكامل ودقيق، تأخر وصولها نسبياً... الخ، كل هذه الأمور تفقد أهميتها في تحديد القيمة السوقية.

المبحث الرابع: مقارنة بين المدخلين: التحليل الفني أم التحليل الأساسي

وبعد التعرف على مفهوم كل من التحليلين الفني والأساسي في المباحث السابقة سنحاول في هذا المبحث أن نزيل بعضاً من حالات الارتباك التي تظهر على البعض عندما يحاولون المفاضلة بينهما وذلك من خلال؛ التعرف على بعض آراء ووجهات النظر لأتباع ومؤيدي التحليل الفني ومعارضيه (أنصار التحليل الأساسي)، ثم استكشاف مدى التقارب بينهما لنختتم في الأخير المبحث بدراسة مقارنة لأوجه الاختلاف بين النهجين.

المطلب الأول: التحليل الفني بين مؤيديه ومعارضيه

في هذا المطلب نستعرض لبنة أساس التحليل الفني والتي كانت السبب في ظهوره والمتمثلة في؛ (نظرية داو)، لتعرف بعدها على بعض آراء ووجهات نظر أتباع ومؤيدي التحليل الفني ومعارضيه (أنصار التحليل الأساسي).

الفرع الأول: حجر أساس التحليل الفني: نظرية داو Dow theory

نخصص هذا الفرع للتعرف على مضمون نظرية داو للتحليل الفني والافتراضات/ أو المبادئ الأساسية التي تقوم عليها، لتتطرق في الأخير لبعض الانتقادات التي وجهت إليها.

أولاً: مضمون النظرية: تعد نظرية داو أساس التحليل الفني، ويعود الفضل في اكتشافها إلى تشارلز داو سنة 1887 أين قام بتطوير أكثر المؤشرات السوقية استخداماً؛ وهي: مؤشر الشركات الصناعية، ومؤشر صناعة السكك الحديدية، وقد انتسبت تسميتها لاسمه من خلال سلسلة من البحوث في جريدة "ول ستريت" خلال الفترة (1900-1902)، وهتم هذه النظرية باستخدام الاتجاهات العامة للسوق، ولا تستخدم في التنبؤ بأسعار الأسهم (عطية، 2015، صفحة 97).

ثانياً: الافتراضات الأساسية لنظرية داو: تقوم نظرية داو على ستة افتراضات أساسية؛ نلخصها في الآتي:

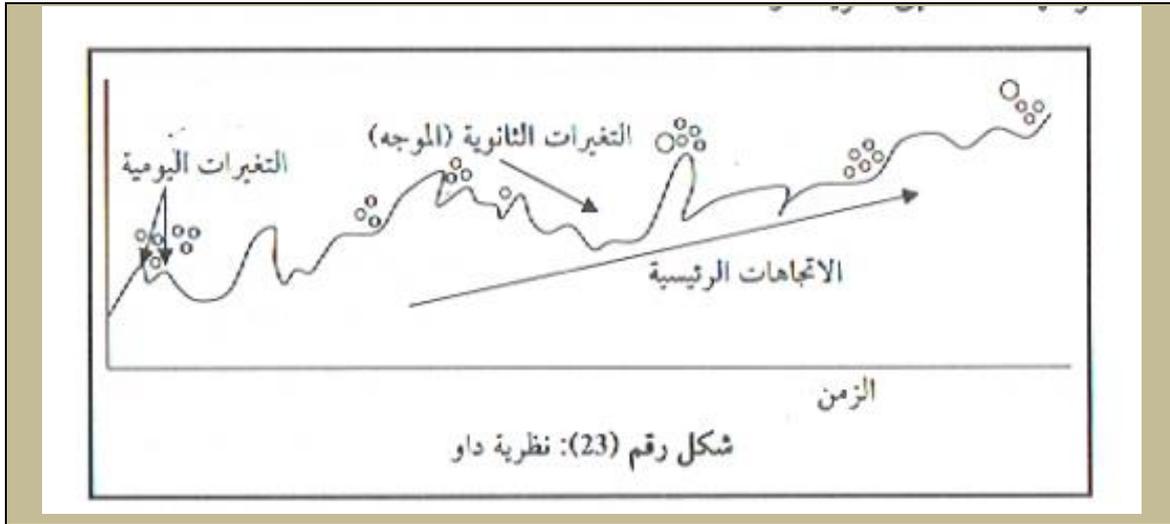
أ- المتوسطات تلغي كل شيء: "حيث تنص على أن الأسعار المختلفة للسهم تعكس كل شيء، يمكن معرفته عن الورقة المالية كالمعلومات الجديدة التي تصل للسوق، والتي تنعكس بدورها على تصرفات وسلوك المستثمرين ما يسمح بتحريك السعر" (لعصامي، 2021، صفحة 175)؛

ب- للسوق ثلاث اتجاهات: يقوم هذا الفرض على أساس وجود ثلاثة أنواع من تحركات الأسعار؛ وهي (حماد، 2000، صفحة 175):

- 1- تحركات رئيسية (تشبه المد والجزر): وتتعلق هذه الاتجاهات أو التحركات للأسعار بالقيمة الذاتية للأوراق المالية والتي تتركز على القدرة الكسبية للشركة وتوزيعات الأرباح، هذه الحركات الرئيسية تكون لأعلى أو لأسفل وتستمر عادة لمدة تزيد عن سنة ويمكن أن تبقى عدة سنوات؛
- 2- تحركات ثانوية (تشبه الأمواج): وتتحكم في هذه التحركات الأحداث الجارية التي تؤثر على القيمة والأسعار بصفة مؤقتة، كما تتأثر بأسلوب التعامل بين المتعاملين مع أسعار الأسهم، هذا التأرجح في الأسعار ربما يستمر لعدة أسابيع أو شهور؛
- 3- التقلبات اليومية: وهي تحركات قصيرة الأجل للأسعار تشبه التموجات الصغيرة أو خريز الماء والتي أوضح داو أنه لا توجد أي أهمية لدراستها.

والشكل أدناه يوضح الاتجاهات الثلاث للسوق وفق نظرية داو:

الشكل رقم (16): الاتجاهات الرئيسية والتحركات الثانوية واليومية لنظرية داو



المصدر: (آل شبيب، 2019، صفحة 288)

ت- مراحل الاتجاه الرئيسي: يتكون الاتجاه الرئيسي من ثلاث مراحل رئيسية؛ وهي (علوان، 2009، صفحة 271، 272):

- 1- مرحلة التجميع: وهي الفترة التي تقوم فيها مجموعة قليلة من المستثمرين المتميزين (بعيدي النظر وذوي الحس الاستثماري السليم) بالشراء، في سوق يسوده جو عام استثماري متشائم نتيجة انتشار الأخبار الاقتصادية الكئيبة وغير المشجعة؛

2- مرحلة الجذب: وفيها يبدأ السوق بكسب ثقة المزيد من المتعاملين واجتذاب مستثمرين جدد نتيجة الارتفاع

المتواصل للأسعار، الشيء الذي يدعم ويقوي الاتجاه الصاعد؛

3- مرحلة التوزيع: وفي هذه المرحلة يبدأ خروج مستثمري مرحلة التجميع مستغلين فرصة دخول جمهور عريض طامع

في تحقيق ثروة سريعة وسط أنباء عن تحسن الوضع الاقتصادي العام وشيوع جو استثماري شديد التفاؤل.

ث- مؤشرات السوق يجب أن تؤكد بعضها البعض: "لا يمكن تأكيد حدوث انقلاب في الاتجاه العام على المدى

المتوسط والطويل إلا إذا أكدت مؤشرات السوق ذلك معا وفي نفس الوقت ومؤشرات السوق آنذاك في الولايات

المتحدة الأمريكية كانت مؤشر داو جونز للصناعة ومؤشر قطاع السكك الحديدية فقط" (عطية، 2015، صفحة

98)؛

ج- حجم التداول يجب أن يعزز اتجاه الأسعار: ويقصد بهذا الفرض بأنه يجب أن يمتد حجم التعامل في نفس توجه

الاتجاه الأساسي لحركة السوق، فإذا كان الاتجاه الأساسي صاعدا فإن حجم التعامل يجب أن يرتفع أثناء زيادة

الأسعار والعكس إذا كان هابطا، حيث تحتاج الأسعار إلى قوة تدفعها للتحرك في اتجاه معين، ويعتبر حجم التداول

هو القوة المحركة للأسعار؛

ح- تظل الأسعار في نفس الاتجاه السائد حتى تظهر إشارات محددة: لكي يعكس الاتجاه الصاعد نفسه لا بد وأن

تتصف الأسعار على الأقل بانخفاض واحد عال أو انخفاض واحد منخفض حتى يمكن التنبؤ باتجاه هابط، فعندما

تحدث إشارات تغير من مؤشر داو جونز الصناعي DJIA، أو مؤشر داو جونز للنقل DJTA، فإن ذلك يعد

كإشارة/ أو مؤشر لاتجاه جديد، فاتجاه الأسعار إذن لا يتغير بدون وجود سبب قوي قادر على تعديله وتحويله إلى

اتجاه آخر (علوان، 2009، صفحة 272).

ثالثا: الانتقادات الموجهة لنظرية داو: وجهت لنظرية داو العديد من الانتقادات؛ من بينها (زيد، 2015، صفحة

124، 125):

✓ أن الإشارات لتغير الاتجاه تأتي متأخرة، فيما أنك ستشتري أو تباع الأسهم بعد أن يحدث تغير في اتجاه السوق،

بدلا من أن تتوقع احتمال حدوثه، فإنك في هذه الحالة قد تفقد ما يصل إلى 25% أو أكثر من حركة الأسعار

المربحة؛

✓ كما أن الأمر قد يستغرق عدة شهور قبل أن يؤكد أحد المؤشرات للآخر، وخلال هذه الفترة نجد أن الأسهم

الفردية تظهر تغيرات أساسية في السعر؛

✓ أن موضوع دقة نظرية داو وقدرتها التنبؤية محل شك، فقد بينت دراسة Grener & Whitcomb أن

نظرية داو لم تقدم سوى (09) تنبؤات صحيحة من بين (24) إشارة بيع وشراء خلال الفترة (1929-

1960). إن مثل هذه النتائج تعتبر أقل دقة ومع ذلك فهذه النتائج المتوصل إليها لم تؤيدها دراسة DAVID

1983 & Rolf والتي خلصت إلى أنه خلال الفترة (1971-1980) هذا الأسلوب ولد عائدا يزيد عن 14%.

✓ وكرد على هذه الانتقادات يجب على المتداولين تذكر أن داو لم يقصد توقع الاتجاهات وإنما حرص على التعرف على اتجاه السوق في بدايات تكوينه ومحاولة الحصول على أكبر جزء من تحرك السوق، وتبين الإحصائيات الموجودة أن نظرية داو قد أدت هذا الدور وبشكل معقول جدا فمن سنة 1920 إلى غاية 1975 استطاعت الحصول على 68% من مجمل تحركات السوق في القطاع الصناعي وقطاع النقل، و67% من تحركات مؤشر S&P 500.

وعلى العموم يمكن القول أن تشارلز داو يعتبر رائد التحليل الفني وأن أهم ما ارتكز عليه في بناء نظريته هو اعتبار أن أغلب الأسعار تتحرك في نفس الاتجاه السائد لحركة السوق؛ كما أن حجم التعامل يجب أن يكون في نفس اتجاه الأسعار... وغيرها من الافتراضات التي بنيت على أساسها نظريته، ورغم ذلك فهي لم تسلم من بعض النقد الموجه إليها ولعل أهم انتقاد لها هو أن موضوع الدقة الذي تدعيه نظرية داو وقدرتها التنبؤية يبقى محل شك غير أن المؤيدين لها يرون أن هذه النظرية تهتم بالأساس باستخدام الاتجاهات العامة للسوق، ولا تستخدم في التنبؤ بأسعار الأسهم وهو ما أكدته بعض الدراسات والإحصائيات الموجودة.

الفرع الثاني: أنصار التحليل الفني وأنصار التحليل الأساسي

في هذا الفرع سنحاول التعرف وبشكل عام على بعض وجهات النظر الخاصة بأتباع ومؤيدي التحليل الفني وكذا معارضييه (أي؛ أنصار التحليل الأساسي)؛ بالشكل الآتي:

أولا: أنصار التحليل الفني: ومن بعض الآراء ووجهات النظر المؤيدة لهذا الأسلوب من التحليل؛ نجد ("التحليل الفني والاساسي بين العلم والوهم..مزايا وعيوب"، 2008):

✓ ينتقد خبراء التحليل الفني الهجوم اللاذع على فلسفة هذا النمط من التحليل في صفحات الجرائد وبصفة خاصة الجرائد الاقتصادية المهمة بالبورصة؛

✓ كما يرى ياسر المصري العضو المنتدب لشركة نايل انفتمنتز أن التحليل الفني لا يحتاج إلى من يدافع عنه فهو يقف شامخا مدافعا عن نفسه ولكن ما حدث من هجوم على صفحات الجرائد وبصفة خاصة الاقتصادية المهمة بالبورصة من بعض المحللين الماليين أو من بعض أولئك الذين لا يؤمنون بهذا التحليل كأداة فعالة هو الذي استنفر دواعي الرد لدي، لأن التحليل الفني هو الأداة الوحيدة القادرة على قياس العنصر النفسي، فبالرغم من قدرة التحليل المالي على قياس نسب الربحية والقوة المالية للشركات لكنه يفتقد هذه القدرة على القياس للحالة النفسية للسوق والتي هي عنصر مهم جدا؛

- ✓ كما نلاحظ أيضا أن التحليل الفني يخلق طبعا منظما في عملية المتاجرة حيث يحدد أسعار الدخول وأسعار الخروج من السوق بالربح وأسعار الخسارة. هذه العملية مهمة جدا بدلا من الدخول والخروج بعشوائية وهذا ما يحدث لغير مستخدمي هذا النوع من التحليل حيث يتم الدخول والخروج بعشوائية فينتج خسارة فادحة لهؤلاء المستثمرين؛
- ✓ يؤمن الكثير بالتحليل الفني لما له من تأثير كبير على حركة السوق، فإذا كنت أنت غير مؤمن به فيجب عليك دراسته حتى تعرف كيف يتحرك السوق؛
- ✓ المستثمرون يتذكرون الأسعار من يوم لآخر ويتصرفون على هذا الأساس في اليوم التالي أي أن تصرفات المستثمرين تؤثر في الأسعار والعكس صحيح أي أن الأسعار تؤثر هي الأخرى في تصرفات المستثمرين، لذلك فالسعر عنصر أساسي يجب تحليله ولا توجد أداة لتحليل هذا السعر إما ارتفاعا أو انخفاضاً غير التحليل الفني؛
- ✓ دراسة السعر هي الطريقة السهلة والمباشرة لمعرفة العلاقة بين العرض والطلب لذا يقوم التحليل الفني بالتركيز على دراسة الأسعار وتحركات السوق، ومن هذا المنطلق تظهر أهمية التحليل الفني كأداة تستخدم في تفسير الاتجاهات السعرية.

ثانيا: معارضي التحليل الفني (أنصار التحليل الأساسي): ومن بعض الآراء ووجهات النظر المعارضة للنمط الأول من التحليل والمؤيدة للتحليل الأساسي؛ نجد ("التحليل الفني والاساسي بين العلم والوهم.. مزايا وعيوب"، 2008):

- ✓ أن أنصار التحليل الأساسي ينتقدون وبشدة من يعطون توصيات سواء كانت مالية أو فنية، متسائلين هل هؤلاء حاصلين على تراخيص من الجهات المعنية والمختصة؛ كهيئة سوق المال والبورصة للخوض في مسألة التحليل الفني؛
- ✓ أن أنصار مدرسة التحليل الأساسي دائماً ما يتهمون التحليل الفني بأنه السبب وراء تزايد المضاربات وتقلبات السوق ويؤكدون بأن العودة للتحليل المالي سبيل البورصة الوحيد لاستعادة التوازن؛
- ✓ فيقول باسم رضا رئيس مجلس إدارة شركة أمان لتداول الأوراق المالية أن غالبية المتعاملين في البورصة المصرية تحولوا من مستثمرين إلى مضاربين مشيراً إلى أن الغالبية العظمى من المتعاملين يتداولون يوميا حسب توصيات التحليل الفني بشراء الأسهم وبعد يومين يبيعها سواء في حال الارتفاع أو الانخفاض لأنها حققت المستويات المستهدفة وفقا لهذه التوصيات وحتى في تعاملات الشراء والبيع في ذات الجلسة وذلك بغض النظر عما إذا كانت هذه الأسعار حقيقية وتعب عن سعر عادل للأسهم أم لا؛
- ✓ وأضاف أن الاعتماد على التحليل الفني قد حول المتعاملين في البورصة من مستثمرين إلى مضاربين، مشيراً إلى أن التحليل الفني قد أدى إلى نشر ثقافة المضاربة بشكل أكثر حدة وإن كان هذه المرة بشكل مقنن وعلمي لأنها تتحرك وفق أرقام محددة؛
- ✓ ولفت النظر إلى أن جميع المتعاملين في السوق لا يسألون عن الشركات التي يشترون أسهمها كم أرباحها وما هي توسعاتها في المستقبل أو مشروعاتها أو أي شيء عن أدائها المالي واقتصر كل اهتماماتهم على مستويات الدعم

والمقاومة التالية للأسهم التي يرددها التحليل الفني، مشيراً إلى أن ذلك أصبح الأساس الذي يتخذون بناء عليه قراراتهم الاستثمارية وهو أمر صحيح بعض الشيء لكنه ليس في كل الأوقات؛

✓ ورأى أن التحليل الفني يؤثر أيضاً على المتعاملين نفسياً ويقنعهم بتحليلاته وتوصياته وتخدمهم الظروف المحيطة من أحداث سواء وقت الصعود أو وقت الهبوط مما يجعل البعض يظن أن أرقامهم قد تحققت ونظيراتهم هي المحرك الرئيسي للتعاملات والأسهم؛

✓ وفي الختام يقول "أندرياس ساور" المحلل المالي المعتمد (CFA) الحاصل على درجة الدكتوراه والمدير الإداري لشركة "يونيون باناجورا" التي تتخذ من فرانكفورت مقراً لها: "بشكل عام، أعتقد أن التحليل الأساسي ذو قيمة أكبر من التحليل الفني، وذلك لأنه يوفر إطاراً أكثر عمقاً لتقييم الأسهم والسندات بدلاً من مجرد النظر إلى أنماط التحركات السعرية في الماضي" ("أيهما أفضل .. التحليل الفني أم الأساسي؟"، 2019).

وباختصار نستنتج أن كل مدرسة تريد أن تروج الكفة لصالحها وتثبت الغلبة لها على حساب الأخرى، معتمدين في ذلك على آراء بعض الخبراء والمتخصصين في ميدان الأسواق المالية حول التحليل الفني في مواجهة التحليل الأساسي.

المطلب الثاني: التقارب بين التحليل الفني والتحليل الأساسي

سنحاول في هذا المطلب استكشاف أي التحليلين أفضل؛ الفني أم الأساسي كما سنتعرف على الأنواع الرئيسية للمحللين سواء في ظل منهج واحد من التحليل أو المنهجين معاً.

الفرع الأول: التحليل الفني أم التحليل الأساسي

على الرغم من اختلاف وجهات النظر في تبني أحد التحليلين الفني أم الأساسي، وتباين واختلاف الوسائل التي يقوم المحللون ببناء أفكارهم عليها، إلا أن لكلا التحليلين أهمية بالغة تنبع من أهمية المعلومات المستنبطة من النهجين، ولا تُبعد سلوك المستثمر الذي تحكمه أحكام شخصية تعكس رغباته وميولاته في تفسير المعلومات وفهمها، لذلك يجب على المحللين أن يتصفوا بالوعي الاستثماري، وكيفية بناء سياسة واضحة لإدارة استثماراتهم في الأسهم والأوراق المالية، من خلال توظيف التحليل الأساسي في تحديد واختيار الأسهم ذات الأداء المالي الجيد هذا من جهة، ومن جهة أخرى استخدام أدوات التحليل الفني لتحديد نقاط الدخول والخروج في الصفقات بشكل ملائم، باعتبار أن كل واحد منهما مكمل للآخر (لعصامي، 2021، صفحة 186).

وفي هذا الصدد يقول صالح ناصر نائب رئيس الجمعية للتحليل الفني والحاصل على شهادة محلل فني معتمد من الجمعية الأمريكية للتحليل الفني في حديثه لشبكة الأخبار العربية "محيط"؛ أنه لا ينبغي المفاضلة بين التحليل الفني والتحليل الأساسي؛ فالتحليل الأساسي مهم جداً وكذلك التحليل الفني لا يقل عنه أهمية لأن المستثمر الذكي يستطيع أن يعرف متى يستعمل هذا التحليل ومتى يلجأ لداك وأغلب المؤسسات المالية إن لم يكن كلها تراعي التحليلين؛ الأساسي والفني،

ولذا لا يجب أن نفاضل بينهما فهما كالوقود لمحرك السيارة لا تستطيع السيارة العمل بدون هذا الوقود. ويؤكد ناصر أنه: "بالتحليل الأساسي أختار الأسهم بينما بالتحليل الفني أتابع حركة السهم وأتعرّف على سلوكه" (التحليل الفني والاساسي بين العلم والوهم.. مزايا وعيوب"، 2008).

أما "كريستوفر أوردروف" (CFA) المدير الإداري ورئيس قسم إستراتيجية الأسهم في شركة "بايدن آند ريجل" التي تتخذ من لوس أنجلوس مقراً رئيساً لها يقول: "نحن نستخدم التحليل الفني وكذلك الأساسي في تحليل الأسهم وأدوات الدخل الثابت، فالتحليل الأساسي هو من يقودنا إلى الأوراق المالية التي يجب امتلاكها، وحين يتعلق الأمر بتوقيت البيع أو الشراء نستخدم الفني والأساسي معاً" ("أيهما أفضل .. التحليل الفني أم الأساسي؟"، 2019).

وخلاصة القول هي أن كلا التحليلين الفني والأساسي ما هي إلا وسائل وأدوات تسخر لخدمة من يستخدمها وذلك بغية الحصول على عائد مستدام لتنمية ثروته ولواجهة تكاليف الحياة من خلال تنوع مصادر الدخل لديه على الرغم مما تشتمله من مخاطر عالية (الفريح، 2018، صفحة 56).

الفرع الثاني: الأنواع الرئيسية للمحللين

وفي نفس السياق سنتناول في هذا الفرع الأنواع الرئيسية للمحللين حيث نجد أن هناك نوعين من المحللين؛ المحلل الأحادي والمحلل المزدوج (الفريح، 2018، صفحة 56):

أولاً: المحلل الأحادي: وهو من يتقن ويتعامل بأحد التحليلين فقط دون الإلمام بالآخر، ولكونه يستخدم أحد الطريقتين من التحليل دون الأخرى فإنه كمن يستخدم يد واحدة في حياته وبالتالي ليس بالضرورة أن يفشل لانعدام اليد الأخرى فعلى العكس من ذلك قد ينجح ولكن هذا النجاح يكون بمستوى أقل مما لو كان يستخدم يديه الاثنتين؛

ثانياً: المحلل المزدوج: وهو من يتقن ويتعامل بالتحليلين معاً؛ الأساسي والفني بحيث يوظف تلك المهارتين في تصويب قراراته الاستثمارية وبالتالي بلوغ أهدافه بمستوى مخاطرة أقل، فكلما زاد إلمامه بتلك المهارتين كلما استنار طريق مستقبله أكثر فأكثر.

وفي حالات كثيرة تتفق نظرة المحللين الفنيين والأساسيين في التوجه المستقبلي لسعر سهم معين إلا أن هناك حالات تتعارض فيها تلك النظرة وتختلف، فقد يرى المحلل الفني مثلاً أن سعر السهم سيرتفع نتيجة عدد من المؤشرات الفنية التي استرشد بها وعلى العكس من ذلك يرى المحلل الأساسي أن سعر السهم سوف ينخفض كون الاقتصاد العالمي سيمر بمرحلة ركود تؤثر على قيم الأصول بشكل عام مثلما حدث في سوق الأسهم السعودي بتاريخ 2014/09/10، عندما كان مؤشر سوق الأسهم عند 11159 نقطة وكانت مؤشرات التحليل الفني تدل على أن السوق يستهدف 13000 نقطة، بينما مؤشرات التحليل الأساسي فكانت تشير إلى أن السوق سوف يتجه إلى 5000 نقطة بسبب سوء أوضاع الاقتصاد العالمي وارتفاع مستوى حجم الدين الأمريكي، وكذلك انخفاض معدل النمو في الاقتصاد الصيني الذي يعتبر

أكبر مستورد للنفط مما أثر بالتالي على أسعار النفط، وبالفعل هبط سوق الأسهم السعودي إلى 5443 نقطة، كما يوضحه الشكل أدناه:

الشكل رقم (17): رسم بياني لحركة سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2014-2016)



المصدر: (الفريخ، 2018، صفحة 57)

ومما سبق تظهر ضرورة أهمية التكامل بين التحليل الفني والتحليل الأساسي وأن المحلل الناجح هو من يستطيع توظيفهما معا للوصول إلى أهدافه، وهو من ستكون له الغلبة كونه وظف أدوات تحليلية دون الخوض في حوارات جدلية لإثبات الريادة لأحدهما على الآخر (الفريخ، 2018، الصفحات 56-58).

المطلب الثالث: أوجه الاختلاف بين التحليل الفني والتحليل الأساسي

وبعد التعرف على ماهية كلا من التحليلين؛ الفني والأساسي سنقوم في هذا المطلب بالتعرف على أوجه الاختلاف بينهما، والجدول التالي يلخص ذلك حسب المعيار المعتمد عليه في عملية المقارنة.

جدول رقم (08): أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي والتحليل الفني

وجه المقارنة	التحليل الأساسي	التحليل الفني
المفهوم	هو التحليل الذي ينصب على الظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة وظروف المنشأة	هو التحليل الذي ينصب على ظروف السوق (أسعار الأوراق المالية وحجم التداول وغيرها)
الهدف	<ul style="list-style-type: none"> ✓ تقييم العوائد والمخاطرة لاتخاذ قرارات الاستثمار والإقراض؛ ✓ تحديد الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية لضمها لمحظة المستثمر 	دراسة متغيرات السوق في الماضي والدورات وذلك لأغراض التنبؤ باتجاهات السوق في المستقبل في مرحلة مبكرة لاتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية
الافتراضات	<ul style="list-style-type: none"> ✓ أن سوق رأس المال كفاء على الأقل في شكله الضعيف؛ ✓ يمثل هذا النوع من التحليل ضمانة لعدم الوقوع في أخطاء استثمارية فادحة عند اتخاذ قرارات الاستثمار؛ 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ تتحدد القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال تفاعل قوى العرض والطلب؛ ✓ العوامل التي تحكم العرض والطلب بعضها منطقية وأخرى غير منطقية؛ ✓ أن السوق أفضل متنبأ لنفسه؛ ✓ أن التحرك من سعر توازن إلى آخر يستغرق بعض الوقت؛ ✓ أن سوق رأس المال غير كفؤ.
مصادر البيانات الخاصة للتحليل	<ul style="list-style-type: none"> ✓ عوامل اقتصادية عامة مثل؛ الناتج القومي، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، النفقات الرأسمالية؛ ✓ عوامل متعلقة بالصناعة مثل؛ دورة حياة المنتج، اتجاهات الصناعة، المنافسة، الجوانب الاقتصادية والتكنولوجية؛ ✓ عوامل متعلقة بالمنشأة مثل؛ القوائم المالية، وتقارير مجلس الإدارة، وتقارير مراقب الحسابات والملاحظات؛ 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ عوامل السوق نفسه مثل؛ <ul style="list-style-type: none"> ● أسعار الأوراق المالية؛ ● حجم التداول؛ ● عدد الصفقات وحجمها؛ ● سلوك المستثمرين؛ ● عمليات البيع على المكشوف؛ <ul style="list-style-type: none"> ● التوقيت الزمني؛ ● اتساع السوق؛ ● الجو النفسي.
أدوات التحليل	<ul style="list-style-type: none"> ✓ المؤشرات الاقتصادية العامة؛ 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ مؤشرات ميول المستثمرين (النفسية)؛

<ul style="list-style-type: none"> ✓ مؤشرات تدفقات الأموال؛ ✓ مؤشرات هيكل السوق. 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ دورة حياة الصناعة؛ ✓ التنبؤ بحالات النمو؛ ✓ تحليل ظروف المنافسة؛ ✓ تحليل التطورات التكنولوجية؛ ✓ القوائم المالية المقارنة؛ ✓ تحليل السلاسل الزمنية؛ ✓ التحليل الرأسي للقوائم المالية؛ ✓ تحليل النسب؛ ✓ التحليلات الخاصة. 	<p>الرئيسية</p>
<ul style="list-style-type: none"> ✓ وفرة عدد المحللين الفنيين يحد من منفعة هذا الأسلوب؛ ✓ يحتاج الأمر في بعض الحالات إلى استخدام أكثر من قاعدة فنية للتأكد من سلامة التنبؤ؛ ✓ تحتاج القواعد الفنية باستمرار إلى تطوير لتناسب الظروف البيئية المتغيرة. 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ تحتاج إلى جهد وتكلفة أكبر نسبياً مقارنة بالتحليل الفني؛ ✓ توجد بعض التحفظات التي تحد من منفعة القوائم المالية التي تعدها الشركة؛ ✓ صعوبة متابعة عدد أكبر من الأسهم الفردية مقارنة بالتحليل الفني. 	<p>حدود استخدامها</p>

المصدر: (حماد، 2000، الصفحات 253-255).

وفي الختام وبعد استعراضنا لمداخل تحليل الأوراق المالية بشكل عام نستنتج أن كل تحليل مكمل للآخر ولا ينبغي المفاضلة بين أي منهما على الثاني، إلا أنه وحسب حاجة الدراسة سيكون تركيزنا منصب في الفصل الثالث منها على التحليل الأساسي باعتباره أداة تركز في تحليلها على الظروف الاقتصادية العامة، وبالضبط على المتغيرات الاقتصادية الكلية وتحديد علاقتها بسوق الأوراق المالية، والتي تساعد مستثمري الأسهم في اتخاذ القرارات الصائبة والسليمة في الأسواق المالية.

ملخص الفصل الثاني

من خلال قراءتنا لهذا الفصل المعنون بـ؛ المدخل الرئيسية لتحليل الأوراق المالية: التحليل الفني والتحليل الأساسي. نستخلص أن:

- ✓ سوق الأوراق المالية (البورصة)؛ تتداول فيها أدوات استثمارية مختلفة بين؛ أدوات مالية تقليدية (أسهم وسندات) وأدوات حديثة (مشتقات مالية وأوراق هجينة)؛
- ✓ يسعى التحليل الفني إلى التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية للسوق والأسعار كما تستدعي آلية عمله تطبيق التحليلين معا؛ تحليل أسعار الأسهم الفردية وتحليل أسعار السوق. باستخدام عدة أدوات للتحليل؛ تصنف إلى: أشكال ورسوم بيانية، ومؤشرات فنية إحصائية؛
- ✓ يتسم التحليل الفني بعدد من المزايا والخصائص في مقدمتها؛ ميزة القيادة، السهولة، والتوقيت، كما تشوبه بعض العيوب دفعت معارضييه (أي؛ أنصار التحليل الأساسي) لتوجيه بعض الانتقادات له واتهامه بأنه السبب وراء تزايد المضاربات وتقلبات السوق؛
- ✓ يبحث التحليل الأساسي في إيجاد القيمة الجوهرية/ أو الحقيقية للورقة المالية ومقارنتها بالقيمة السوقية لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب، كما أن هناك أسلوبان (مدخلان) لتحديدها هما؛ أسلوب التحليل من أعلى إلى أسفل وهو ما يطلق عليه اسم التحليل الكلي فالجزئي، أو التحليل من أسفل إلى أعلى وهو ما يطلق عليه اسم التحليل الجزئي فالكلي؛
- ✓ يتم في ظل أسلوب التحليل الأساسي من أعلى إلى أسفل إتباع ثلاث مراحل رئيسية لتحليل وتقييم الأوراق المالية والتي على إثرها يتم اتخاذ القرار الاستثماري المناسب بالشراء أو البيع للورقة المالية، والتي تبدأ بالتحليل الاقتصادي ثم القطاعي، ثم تحليل الشركات المراد الاستثمار فيها؛
- ✓ ينفرد التحليل الأساسي ببعض المزايا والخصائص جعلت مؤيدوه يؤكدون بأن العودة للتحليل المالي سبيل البورصة الوحيد لاستعادة التوازن، ورغم ذلك لم يسلم من بعض الانتقادات الموجهة له من طرف معارضييه، خاصة تلك المتعلقة بطبيعة المعلومات الأساسية في كونها؛ دائمة التغير، بعضها غير متكامل ودقيق، تأخر وصولها نسبيا... الخ، كل هذه الأمور تفقدتها أهميتها في تحديد القيمة السوقية.
- ✓ على الرغم من اختلاف وجهات النظر في تبني أحد التحليلين الفني أم الأساسي، إلا أنه لا ينبغي بأي حال المفاضلة بينهما فكل تحليل هو مكمل للآخر، فبالتحليل الأساسي اختار الأسهم التي أريد الاستثمار فيها بينما بالتحليل الفني أتابع حركتها وأتعرّف على سلوكها.

الفصل الثالث

التأصيل النظري لعلاقة متغيرات الاقتصاد الكلي

بأداء سوق الأوراق المالية

تمهيد:

تعد أوضاع سوق الأوراق المالية مرآة عاكسة للوضع الاقتصادي العام في البلاد، كونها تمثل العنصر الأساس في مكونات البناء المالي في أي نظام اقتصادي، واستقرار هذه الأسواق يعتبر مقياساً لمدى نجاح السياسة الاقتصادية العامة للدولة، وعليه فإن تحليل حالة عدم الإستقرار في الأسواق المالية -والمتمثلة في تقلبات بمؤشرات أدائها-، يدفعنا للتعرف على العوامل المسببة لهذه التقلبات سواء من داخل السوق أو من خارجها. ومن هنا تأتي محاولة فهم تقلبات أسعار الأوراق المالية وعلاقتها بمختلف العوامل والأحداث؛ الاقتصادية، السياسية، الاجتماعية... وغيرها التي لها تأثيراتها المباشرة وغير المباشرة في حركة مؤشرات الأسهم والسندات في أسواق الأوراق المالية، ومن بين العوامل المؤثرة على أداء سوق الأوراق المالية نجد؛ **متغيرات الاقتصاد الكلي**، والمتمثلة أساساً في؛ معدلات التضخم السائدة في البلاد، أسعار الفائدة المطبقة في البنوك، المعروض النقدي المحدد من طرف السلطات النقدية، سعر الصرف المعتمد من طرف سياسة الحكومة، وأخيراً النمو الاقتصادي المستدل به على الوضعية الاقتصادية للبلد. وقصد التعرف أكثر عليها تم تخصيص هذا الفصل لدراسة وتحليل هذه العوامل المؤثرة وعلاقتها بأداء سوق الأوراق المالية من خلال؛ المباحث التالية:

- ✓ المبحث الأول: علاقة التضخم بأداء سوق الأوراق المالية؛
- ✓ المبحث الثاني: علاقة سعر الفائدة بأداء سوق الأوراق المالية؛
- ✓ المبحث الثالث: علاقة عرض النقود بأداء سوق الأوراق المالية؛
- ✓ المبحث الرابع: علاقة سعر الصرف بأداء سوق الأوراق المالية؛
- ✓ المبحث الخامس: علاقة النمو الاقتصادي بأداء سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول: علاقة التضخم بأداء سوق الأوراق المالية

يعد التضخم في الوقت الراهن ظاهرة عالمية تعاني منها كل بلدان العالم، والتي تترك تأثيرها إما؛ بشكل مباشر/ أو غير مباشر على اقتصاديات تلك الدول بصفة عامة وعلى السوق المالية وعوائد الأسهم بصفة خاصة. إن تحليل أثر التضخم على أداء سوق الأوراق المالية ليس بهذه البساطة باعتبار أن العلاقة بين المتغيرين ما زالت محل جدل وتضارب في الآراء بين جمهور الباحثين والاقتصاديين. وكمدخل لأدبيات التضخم سنركز في هذا المبحث على؛ الإطار المفاهيمي للظاهرة، ثم استعراض لأهم النظريات المفسرة لأسبابها، وفي الأخير دراسة العلاقة بينها وبين أداء سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: الإطار المفاهيمي للتضخم

نسعى من خلال هذا المطلب إلى التعرف على بعض المفاهيم الأساسية المتعلقة بالتضخم من؛ مفهوم، أنواع، مؤشرات قياس، وأخيرا أهم آثاره.

الفرع الأول: مفهوم التضخم وأهم أنواعه

هذا الفرع سنخصصه للتعرف على مفهوم التضخم أولا ثم عرض لأهم أنواعه.

أولاً: مفهوم التضخم (**inflation**): التضخم مصطلح قدمت بشأنه العديد من التعاريف؛ أبرزها:

يُعرّف التضخم بأنه: ارتفاع عام ومستمر في مستوى الأسعار في الاقتصاد بأكمله (GREENLAW & SHAPIRO, 2011, p. 218). "أي في متوسط أسعار كل السلع والخدمات النهائية، خلال فترة معينة من الزمن، عادة عام" (الشناوي و مبارك، 2002، صفحة 10).

ويعرف أيضا بأنه: ارتفاع مستمر في المستوى العام لأسعار السلع والخدمات في اقتصاد ما خلال فترة زمنية (SOKPO, IOREMBER, & USAR, 2018, p. 04).

وفي تعريف آخر هو: عملية الإرتفاع المستمر في الأسعار أو ما يكافئ وهو الانخفاض المستمر في قيمة النقود (القريشي م.، 2009، صفحة 287).

ويعرفه البعض: "بأنه حركة صعودية للأسعار تتصف بالإستمرار الذاتي تنتج عن فائض الطلب الزائد عن قدرة العرض" (الزيدي، 2011، صفحة 32).

مما سبق يمكن القول أن التضخم هو؛ ظاهرة نقدية تتمثل في ارتفاع عام ومستمر في مستوى الأسعار في اقتصاد ما وعلى مدى فترة طويلة من الزمن عادة سنة، أو هو حركة صعودية للأسعار تنصف بالإستمرار الذاتي نتيجة الطلب المتزايد على السلع والخدمات وقصور الإنتاج عن مقابلة هذا الطلب. تكون النتيجة الأساسية لهذه الظاهرة انخفاض مستمر في القوة الشرائية للنقود.

ثانياً: أنواع التضخم: يقسم التضخم إلى عدة أنواع تختلف باختلاف الظروف الاقتصادية المسببة لكل نوع. نتناول فيما يلي أكثرها شيوعاً:

أ- التضخم الأصيل: ويحدث هذا التضخم عندما لا تقابل الزيادة في الطلب الكلي أي؛ زيادة في الإنتاج مما ينعكس في صورة زيادة في الأسعار تنعكس في ارتفاع المستوى العام للأسعار (الريعي، 2013، صفحة 14)؛

ب- التضخم الزاحف: "هو الارتفاع المتواصل للأسعار الذي يحدث على مدى فترة طويلة من الزمن نسبياً، أي أن هذا الارتفاع يكون بطيئاً وفي حدود 02% سنوياً" (بلعوز، 2017، صفحة 148)؛

ت- التضخم المكبوت: "وهو نوع من التضخم مستتر، فالأسعار في ظله لا تحقق ارتفاعاً وذلك بفضل القرارات الإدارية للسلطات العامة مثل الرقابة على الأسعار وسياسة التراخيص والإعانات، ومن ثم يتم السيطرة على الأسعار" (سليمان، 2002، صفحة 40، 41)؛

ث- التضخم الجامح: هو أشد أنواع التضخم وأكثرها ضرراً على الاقتصاد الوطني، ففي ظله تتوالى ارتفاعات الأسعار دون توقف، وبسرعة قد تصل إلى 50% سنوياً أو أكثر، وهو ما يترتب عليه فقدان النقود لقوتها الشرائية وقيمتها كوسيط للتبادل وكدا كمخزن للقيمة، الأمر الذي يدفع بالسلطات الحكومية إلى التخفيض من قيمتها وما يصحب ذلك من آثار سلبية على بعض المتعاملين الاقتصاديين أو التخلص منها بإبدالها بعملة جديدة (بلعوز، 2017، صفحة 148)؛

ج- التضخم المستورد: يظهر هذا النوع عندما يكون اقتصاد الدولة معتمداً على السلع والخدمات المستوردة، ما يؤدي إلى انتقال التضخم من الدولة المصدرة التي تعاني أصلاً التضخم، إلى الاقتصاد المحلي (الموسوي و محمود، 2015، صفحة 24)؛

ح- التضخم الدوري: ويرتبط هذا النوع من التضخم بالتقلبات الاقتصادية التي تتعلق بالطلب الكلي أو العرض الكلي والتي تنعكس تأثيراتها على ارتفاع المستوى العام للأسعار كلما قارب الاقتصاد من حالة الاستخدام الكامل (الريعي، 2013، صفحة 16).

مما سبق نستنتج أنه مهما يكن شكل التضخم ونوعه، فإنه يعتبر حالة اقتصادية مقلقة تعاني منها كل دول العالم، ولعل أخطر أنواعه على الإطلاق هو؛ التضخم الجامح والذي من خلاله يفقد الأفراد ثقتهم في عملة البلد وتضطرب الأحوال الاقتصادية وبالتالي الاجتماعية.

الفرع الثاني: قياس التضخم وآثاره

نخصص هذا الفرع لاستكشاف أهم المؤشرات المستخدمة في قياس التضخم، وكذلك بعض الآثار الاقتصادية التي تنجم عن هذه الظاهرة المرضية الخطيرة.

أولاً: قياس التضخم: وكتقدير وتقييم للآثار المختلفة للتضخم يمكن اللجوء إلى عدة مقاييس وأساليب لقياسه نتناول الشائع منها؛ في الآتي:

أ- الرقم القياسي لأسعار المستهلك **Consumer Price Index (CPI)**: ويعرف بأنه الرقم الذي يعكس التغير في مستوى أسعار السلع والخدمات التي تقوم الأسر بشرائها. يعد من أكثر المؤشرات استخداماً للتعرف على أثر تغيرات الأسعار على المستهلك كما يعتبر أداة لقياس تطور مجموع أسعار السلع والمنتجات المصنعة، ولقياس هذا الرقم يجب تحديد مجموعة السلع والخدمات التي تعكس النمط الاستهلاكي لهذه الأسر، ثم تحديد نفقة شراء هذه المجموعة خلال فترة زمنية معينة ولتكن -سنة مثلاً- ومقارنته بنفقة شراء نفس المجموعة السلعية خلال سنة الأساس باعتبارها تعادل (100%) (حمدوش، 2017، صفحة 44)، فهو مقياس لتكلفة المعيشة في أي سنة مقارنة بتكلفة المعيشة في سنة الأساس (Douglas & Ian, 2017, p. 77). يرمز له بالرمز **CPI**، ويعتبر هذا المؤشر أحد أهم مقاييس التضخم (حمدوش، 2017، صفحة 44)؛

ب- الرقم القياسي لأسعار المنتج **Producer Price Index (PPI)**: يشمل هذا الرقم أسعار مجموعات معينة من المواد الأولية والسلع الوسيطة التي تقوم المشروعات بشرائها. له أهمية كبيرة في دراسة ظاهرة التضخم، باعتباره مقياساً غير مباشر للتغير في أسعار السلع والخدمات في المجتمع علاوة على ذلك فإن المواد الأولية والسلع الوسيطة سوف تتحول إلى سلع نهائية خلال العمليات الإنتاجية المختلفة، فأى تغير في هذا الرقم يدل بشكل عام إلى ما سوف يحدث للرقم القياسي لأسعار المستهلك. يرمز له بالرمز **PPI** (حمدوش، 2017، صفحة 44، 45).

وفي واقع الأمر مهما تعددت المؤشرات المستخدمة في قياس التضخم والتي نكتفي فقط بالإشارة إليها؛ كالرقم القياسي الضمني للأسعار، معامل الضغط التضخمي.... وغيرها، يبقى الرقم القياسي لأسعار المستهلك والرقم القياسي لأسعار المنتج المقياسين الأكثر شيوعاً واستخداماً عادة في قياس التضخم، والمعتمد عليهما في كثير من البحوث والدراسات التجريبية.

ثانياً: آثار التضخم: التضخم ظاهرة مرضية خطيرة يترتب عليها عدة آثار اقتصادية؛ يمكن إجمالها في (بني هاني، 2014، صفحة 170، 171):

- ✓ أولاً توجه أصحاب رؤوس الأموال إلى المضاربة؛ بشراء الأراضي والعقارات، وكذا تخزين السلع الاستهلاكية المعمرة واكتناز الذهب والعملات الأجنبية؛
 - ✓ كذلك توجه أصحاب الصناعات إلى إقامة الصناعات التي تنتج السلع اللازمة للاستهلاك المحلي، وذلك لسهولة تحميل عبء أية زيادة في تكاليف الإنتاج للمستهلك المحلي، هذا في الوقت الذي يحجم فيه أصحاب الصناعات عن إقامة الصناعات التي تعتمد أساساً على التصدير؛
 - ✓ أيضاً قيام أصحاب الصناعات وكذا المستثمرين بإنشاء المشاريع الانتاجية التي تكون فيها نسبة تكاليف الإنتاج الثابتة مرتفعة، والإحجام عن إنشاء تلك المشاريع الانتاجية التي تكون فيها تكاليف الإنتاج المتغيرة تشكل نسبة كبيرة من إجمالي تكاليف الإنتاج (وذلك لوجود علاقة طردية بين تكاليف الإنتاج المتغيرة وارتفاع الأسعار)؛
 - ✓ توجه أصحاب الصناعات والمستثمرين أيضاً إلى عدم التوسع في إنتاج السلع الضرورية التي يستهلكها عامة الناس، وكذا السلع التي تعتمد الحكومات إلى إخضاعها للتسعير الإجمالي، والاتجاه نحو إنتاج السلع الكمالية، وبيع الترفيه التي يستهلكها المضاربون وأصحاب الأعمال الذين زاد دخلهم؛
 - ✓ الهبوط المستمر في قيمة الوحدة النقدية، الأمر الذي يولد شعوراً لدى أفراد المجتمع على أنه بالإمكان سداد الديون مستقبلاً بقيمة أقل من قيمتها الحقيقية، وهو ما يقلل من ثقة الأطراف ببعضهم البعض، وبالتالي إضعاف الائتمان؛
 - ✓ عدم اطمئنان المدخرين إلى قيمة مدخراتهم المستقبلية الأمر الذي يدفعهم إلى العزوف عن الادخار، بسبب ما يولده التضخم من شك وغموض بالقيمة الحقيقية لمدخراتهم في المستقبل، وهو ما يترتب عليه آثاراً سلبية على عملية التنمية الاقتصادية؛
 - ✓ كما يتسبب التضخم في تضائل حجم الاستثمار الأجنبي إلى حد مخيب للأمل، إضافة إلى هروب رأس المال المحلي إلى خارج البلد الذي يعاني من التضخم؛
 - ✓ أيضاً تدهور المركز المالي لأصحاب الدخل الثابتة كالذين يتكون دخلهم من فوائد السندات وودائع التوفير، المعاشات والإعانات الاجتماعية، وكذا الدخل الدائمة؛
 - ✓ أخيراً ومن آثاره تحسن المركز المالي للمدينين مقابل الخسارة التي تلحق بالدائنين.
- وبشكل عام يمكن القول أنه وعلى الرغم من السلبيات التي يفرضها التضخم على الاقتصاديات الوطنية، والتي تتفاوت في حدتها وحجمها من اقتصاد لآخر، إلا أن هناك آثاراً إيجابية لهذه الظاهرة قد تتمثل في؛ ارتفاع بعض الفئات الجزئية؛ كأن يستفيد من التضخم رجال الأعمال والمنتجون نتيجة لارتفاع الأرباح الناجمة عن ارتفاع الأسعار، نفس الشيء بالنسبة لأصحاب الأسهم، كذلك الأطراف المدينة هي الأخرى قد تستفيد منه بسبب حصولها على قوة شرائية أكبر وتسديد ديونها بنقود ذات قوة شرائية أقل..... الخ.

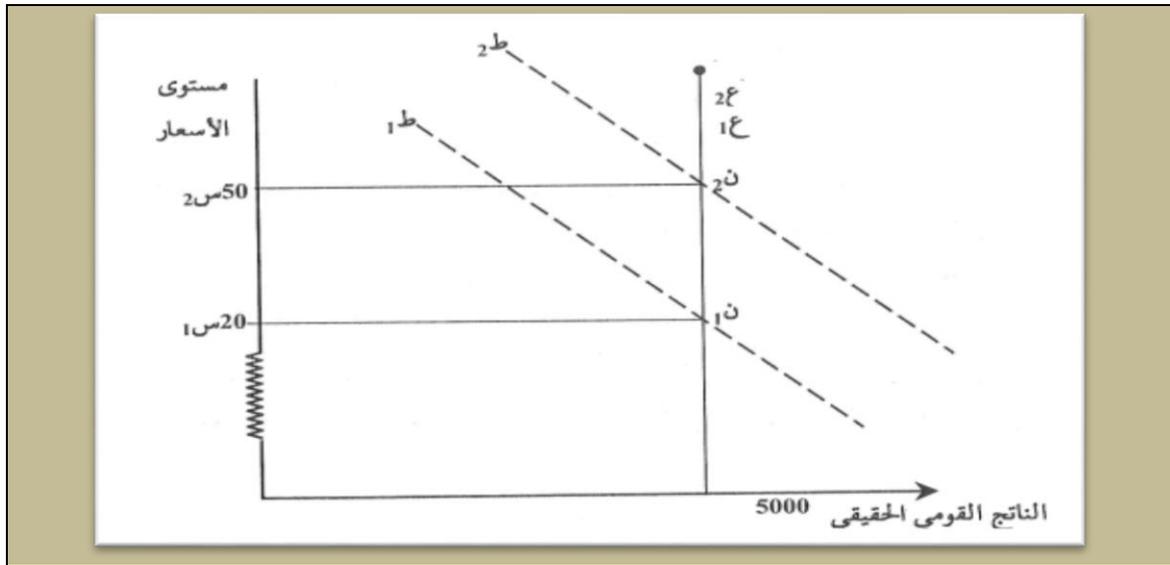
المطلب الثاني: النظريات المفسرة لأسباب التضخم

في هذا المطلب سنركز على أهم ثلاث نظريات مفسرة لأسباب ظاهرة التضخم من حيث المصدر؛ بالشكل التالي:

الفرع الأول: نظرية جذب الطلب

حسب هذه النظرية يحدث التضخم نتيجة زيادة الطلب الكلي بمعدلات أعلى من نسب الزيادة في العرض الكلي من السلع والخدمات (عبد الزهرة، 2017، صفحة 284)، والنتيجة تكون ارتفاع في المستوى العام للأسعار. يحدث ذلك في تلك الحالات التي يكون فيها الاقتصاد يعمل تقريبا بكامل طاقته الانتاجية، ومن ثم لا يتمكن من الاستجابة للزيادة التي تحدث في مستوى الطلب الكلي وبالتالي تكون النتيجة الحتمية لذلك هي حدوث ارتفاع في المستوى العام للأسعار، وقد تحصل هذه الظاهرة نتيجة لقيام الحكومة بإتباع سياسة مالية توسعية عن طريق زيادة الإنفاق الحكومي أو خفض الضرائب أو كلاهما، أو قد تحدث بسبب إتباع سياسة نقدية توسعية من خلال قيام البنك المركزي بزيادة عرض النقود (السمهوري، 2012، صفحة 445،444)، ويمكن توضيح آلية تأثير الطلب الكلي على المستوى العام للأسعار من خلال الشكل البياني التالي:

شكل رقم (18): تضخم جذب الطلب



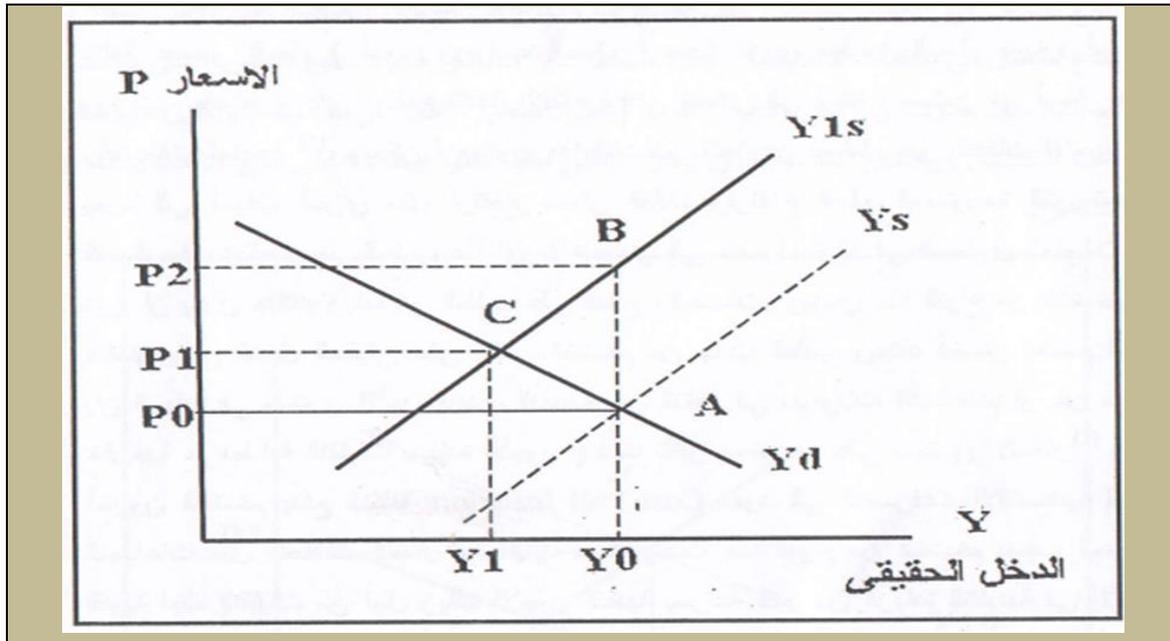
المصدر: (الجمال، 2002، صفحة 239)

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

الفرع الثاني: نظرية دفع النفقة

يرى أنصار هذه النظرية بأن التضخم ينشأ نتيجة ارتفاع التكاليف المتأتي من مصدرين هما؛ ارتفاع معدلات الأجور بسبب ضغط النقابات العمالية إلى مستويات أعلى من المستويات المألوفة، والمصدر الآخر هو التصرفات الاحتكارية لأرباب الأعمال الذين يميلون لرفع الأسعار حتى في حالة عدم ارتفاع التكاليف الانتاجية أو زيادة الطلب على منتجاتهم (عبد الزهرة، 2017، صفحة 286)، وفي الحالتين فإن هذه التغيرات في جانب العرض ستترك تأثيرها على المستوى العام للأسعار، فإذا حدث ذلك في وقت ظل فيه جانب الطلب الكلي على حاله، كانت النتيجة الحتمية ارتفاعاً أكبر في المستوى العام للأسعار ومن ثم زيادة أكبر لمعدلات التضخم في الاقتصاد (السمهوري، 2012، صفحة 446). هذا النوع من التضخم يؤدي إلى انخفاض في الدخل الحقيقي على عكس التضخم من جانب الطلب (الربيعي، 2013، صفحة 21)، كما يتضح في الشكل التالي:

شكل رقم (19): التضخم من جانب التكلفة



المصدر: (الربيعي، 2013، صفحة 22)

من الشكل أعلاه نلاحظ أن منحنى العرض قد انتقل من الوضع Y_s إلى الوضع Y_{1s} بفعل الظروف التي تؤثر على العرض -حدوث ارتفاع في النفقات مثلاً "بالقدر AB "-. هذه الزيادة في النفقات ذات تأثير محسوس على مستوى الأسعار، حيث يبين الشكل (18) أن المستوى العام للأسعار التوازني سوف يتحدد عند النقطة C ويكون مساوياً للـ P_1 وليس للـ P_2 . وأن جزء من هذا الارتفاع في النفقات يتم امتصاصه عن طريق انخفاض في الإنتاج وهو ما يترجم في انخفاض الدخل الحقيقي من Y_0 إلى Y_1 (الربيعي، 2013، صفحة 22).

الفرع الثالث: النظرية الهيكلية

تفسر هذه النظرية التضخم الذي يصيب البلدان النامية التي تسعى إلى تحديث وتنمية اقتصادياتها لأنه ينجم عن الاختلال في هيكل كل من الطلب الكلي والعرض الكلي في الاقتصاد (علي و العيسى، 2004، صفحة 458، 459). لذا يمكن القول أن هذه النظرية تمثل أحدث تفسير لظاهرة التضخم بين هذه الدول لأنها تتحدث عن التضخم المتولد في هذه البلدان بفعل ما تواجهه هذه الأخيرة من تغيرات واختلالات هيكلية. هذا التحليل يركز وبشكل خاص على عدم مرونة السلع الزراعية التي تعد مصدرا رئيسا للضغط التضخمي ومن ثم في توليد حلزونية الأجور والأسعار على صعيد قطاع المدن، كما أن ضعف القدرة على استيراد السلع اللازمة لأغراض التنمية نتيجة ضعف عائدات التصدير والتي تستلزم سياسات إحلال الصادرات ذات الكلفة العالية وتخفيض معدلات التحويل الخارجي وكتلتها تعد تضخمية (الربيعي، 2013، صفحة 18). وقد تحصل هذه الظاهرة أيضا نتيجة لعوامل مؤسسية غير نقدية تتعلق بالبنية الهيكلية للاقتصاد، والتطور غير المتوازن في قطاعاته، كذلك قد تعود إلى؛ التغير في الإدارة، في الموارد البشرية، في الأنظمة.... وغيرها.

وختاما يمكن القول أن هذه النظريات استطاعت تقديم تفسيرات مهمة لأسباب ومصادر القوى التضخمية الدافعة لارتفاع المستوى العام للأسعار. تتفق في معظمها على شيء واحد وهو؛ أن التضخم يعتبر انعكاس لإختلال التوازن في القوى الاقتصادية. هذه القوى قد تكون هيكلية (مؤسسية) أو غير هيكلية (نقدية) على المستويين (الاقتصاد الكلي/ أو الجزئي).

المطلب الثالث: التحليل الاقتصادي للعلاقة بين التضخم وأداء سوق الأوراق المالية

في هذا المطلب سنقدم تحليلا اقتصاديا للعلاقة بين التضخم وأداء سوق الأوراق المالية من خلال؛ الإطار النظري والدراسات السابقة للعلاقة بين المتغيرين؛ وفق الآتي:

الفرع الأول: الإطار النظري للعلاقة

يشير مصطلح **التضخم** إلى الارتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار، والذي يعني بدوره انخفاض في القوة الشرائية للنقود، وسبب هذا الارتفاع يعود إما إلى؛ ارتفاع في تكاليف الإنتاج أو إلى زيادة في الطلب على السلع والخدمات عن المعروض منها، كما يعتبر ذا أهمية كبيرة في سوق الأوراق المالية فهو؛ - كما سبق وأن أشرنا من العوامل الخارجية المؤثرة في أدائها- (آل طعمة، 2007، صفحة 79). فإذا أريد لمس العلاقة الموجودة بين معدل التضخم والأوراق المالية لابد من الحديث عن العوائد بدلا من الأسعار. ذلك أن ارتفاع أسعار الأسهم أثناء التضخم لا يعبر عن الغرض المنشود من الاحتفاظ بها خاصة في الأجل الطويل (براق و حفيظ، 2016، صفحة 13). أما عن طبيعة العلاقة بين التضخم وتغيرات أسعار الأسهم فتعتبر محل جدل وتضارب في الآراء بين العديد من الاقتصاديين فهناك من يرى وجود علاقة

طردية بين التضخم وعوائد الأسهم مثل **Fisher** -، وبالتالي يمكن استخدام الأسهم كوسيلة تحوط اتجاه التضخم، وهناك من يرى وجود علاقة عكسية بين معدل التضخم وعوائد الأسهم مثل **Fama** - وبالتالي ليست الأسهم الأداة المثالية للتحوط ضد التضخم (فاخر عبد الستار، 2002، الصفحات 65-79). فبالنسبة للعلاقة الطردية بين المتغيرين؛ كانت آراء فيشر المتعلقة بأسعار الفائدة الاسمية والحقيقية الحجة التي استند إليها الاقتصاديون من بعده في صياغة فرضية اقترنت باسمه والتي تشير إلى أن المعدلات المتوقعة للعوائد الاسمية للأسهم العادية تساوي العوائد الحقيقية زائد المعدل المتوقع للتضخم وأن العوائد الحقيقية للأسهم مستقلة عن معدل التضخم المتوقع (سراي، 2017، صفحة 75). وعلى ضوء هذه الفرضية، حاول بعض الاقتصاديين، ومنهم **Leffler** -، تقديم بعض التفسيرات النظرية حولها، فقد أشار هذا الأخير إلى أنه؛ في العديد من الشركات الصناعية والتجارية يلعب المخزون السلعي دورًا مهمًا في تحديد حجم الأرباح، ومن ثم ارتفاع الأسعار -كمؤشر للتضخم- أي؛ إمكانية بيع المخزون السلعي بأسعار عالية مقارنة بأسعار الشراء (فاخر عبد الستار، 2002، صفحة 67، 68)، وهو ما ينعكس مباشرة على مقسوم الأرباح ومن ثم على أسعار الأسهم، الأمر الذي جعل عدد كبير من الاقتصاديين يعتقد بإمكانية استخدام الأسهم كوسيلة تحوط - **Hedge** - ضد مخاطر التضخم (عطية، 2012، صفحة 19، 20). أما بالنسبة للعلاقة العكسية بين المتغيرين والتي نادى بها فاما **FAMA**، فقد جاءت بعد أبحاث قام بها مع شوات **Schwet** سنة 1977 على العوائد الحقيقية للأسهم الأمريكية ومعدلات التضخم، حيث أشار في دراسة له سنة 1981، أن العوائد الحقيقية للأسهم ترتبط بعلاقة عكسية مع التضخم، وحجته في ذلك أن توقع انخفاض في النشاط الحقيقي استجابة لصدمة حقيقية سلبية ناجمة عن التضخم يؤدي لانخفاض عوائد الأسهم وفقا لعلاقة التأثير البديل أو النائب (براق و حفيظ، 2016، صفحة 14)، هذا وكانت دراسة **Giammarino** (1999) قد أثبتت أن الأسهم ليست الأداة المثالية للتحوط ضد التضخم. هذا الاستنتاج جاء من خلال دراسته في مجموعة من أسواق الأسهم على مدى فترات زمنية مختلفة في العديد من البلدان (بتال و مطر، 2017، صفحة 98)، ولقد تباينت نتائج الدراسات فيما بعد بين هاتين الفرضيتين (فرضية **Fisher**) و(فرضية **FAMA**) فالبعض منها توصل إلى وجود علاقة طردية بين المتغيرين في حين أثبت البعض الآخر وجود علاقة عكسية (وهو السائد تقريبا)، علاوة على ذلك لم يتم إثبات أي علاقة بين المتغيرين في عدة دراسات، وهو ما سنحاول التعرف عليه في التالي.

الفرع الثاني: الدراسات السابقة

وفي نفس السياق جاءت عدة دراسات تؤيد وجود علاقة بين المتغيرين "التضخم وسوق الأوراق المالية"، ومن البحوث والدراسات التي تناولت جانبا أو آخر من جوانب هذا الموضوع؛ نجد:

أولا: دراسة (Musembi, Simiyu, & Njoka, 2020, pp. 448-471): وتهدف إلى تحديد تأثير التضخم على أداء سوق الأسهم في سوق نيروبي للأوراق المالية بكينيا. تم استخدام نماذج ARDL و NARDL

لتحليل البيانات الشهرية التي تم الحصول عليها من البنك المركزي الكيني، بورصة نيروبي للأوراق المالية، هيئة أسواق رأس المال والمكتب الوطني الكيني للإحصاء للفترة (2008-2018). أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين التضخم وأداء سوق الأسهم.

ثانياً: دراسة (Gbenga & Tajudeen, 2020, pp. 35-42): والتي تبحث في تأثير التضخم على سوق رأس المال في نيجيريا، باستخدام بيانات السلاسل الزمنية السنوية للفترة (1981-2018). تم تطبيق تقنية الانحدار المشترك (CCR) على البيانات بعد التحليل الوصفي، وأجريت اختبارات جذر الوحدة لديكي فولر (ADF) المعزز واختبارات جوهانسون للتكامل المشترك. يشير تحليل التكامل المشترك إلى وجود علاقة توازن طويلة المدى بين التضخم وسوق رأس المال في نيجيريا، كما تظهر تقديرات CCR دليلاً على وجود تأثير سلبى كبير للتضخم على سوق رأس المال في نيجيريا.

ثالثاً: دراسة (Awadzie & Garr, 2020, pp. 47-53): والتي حاول من خلالها الباحثان التحقيق في تأثير التضخم على أداء سوق الأوراق المالية بغانا. استخدمت الدراسة بيانات السلاسل الزمنية السنوية للفترة (1990-2018)، كما تم استخدام تحليل انحدار المربعات الصغرى العادية (OLS) لتقييم العلاقة بين معدل التضخم ومؤشرات أداء سوق رأس المال. خلصت الدراسة إلى أن هناك علاقة سلبية بين التضخم وأداء سوق رأس المال بغانا.

رابعاً: دراسة (Charles & Richard, 2018, pp. 01-08): أما هذه الدراسة فتبحث في تأثير كل من التضخم وسعر الصرف على عوائد سوق الأوراق المالية في غانا باستخدام بيانات شهرية من يناير 2000 إلى ديسمبر 2013. تم استخدام نماذج (ARDL) و (Te ARDL) لفحص هذا التأثير. أظهرت نتائج الدراسة أن هناك علاقة كبيرة طويلة الأمد بين عوائد سوق GSE والتضخم، وعدم وجود علاقة مهمة قصيرة المدى بينهما، كما أظهرت نتيجة Te وجود علاقة كبيرة طويلة وقصيرة المدى بين عوائد سوق GSE وسعر الصرف.

خامساً: دراسة (Al-Abadi & Abdul-Khaliq, 2017, pp. 142-150): وأخيراً ومن حيث السوق المالي الأردني نجد هذه الدراسة والتي قامت من خلالها الباحثتين بفحص العلاقة بين معدل التضخم المقاس بالتغير في معامل انكماش الناتج المحلي الإجمالي وأداء سوق الأوراق المالية في الأردن المعبر عليه بقيمة التداول من خلال؛ اختبار جذر الوحدة، اختبار التكامل المشترك، ونموذج تصحيح الخطأ للفترة (1978-2015). توصلت الدراسة إلى أن المتغيرات غير ثابتة عند مستواها وتصبح ثابتة عند اختلافها الأول، كما يشير تحليل التكامل المشترك إلى أن هناك علاقة طويلة المدى بين المتغيرات، وأن هناك علاقة قصيرة وطويلة المدى المشار إليها بواسطة المعامل ذي الدلالة الإحصائية في نموذج تصحيح الخطأ، كما توصلت الدراسة واستناداً إلى الاستجابة الاندفاعية إلى أن؛ أي صدمة إيجابية في قيمة التداول تؤدي إلى زيادة في معامل انكماش الناتج المحلي الإجمالي، ومن ناحية أخرى فإن الصدمة الإيجابية من (معامل انكماش الناتج المحلي الإجمالي) لا تخلق تأثيراً مهماً على قيمة التداول.

على العموم؛ إن كل ما ذكر من دراسات سابقة لبحث العلاقة بين المتغيرين تؤكد أغلبها -خاصة الحديثة منها- على نتيجة واحدة وهي؛ التأثير السلبي للتضخم على أداء سوق الأوراق المالية، وهو ما يتفق وفرضية **FAMA** المناقضة لفرضية **Fisher**؛ مثبتة أن العلاقة بين المتغيرين هي علاقة عكسية وبالتالي؛ لا يمكن استخدام الأسهم كوسيلة تحوط تامة ضد مخاطر التضخم في الأسواق المالية لهذه الدول.

المبحث الثاني: علاقة سعر الفائدة بأداء سوق الأوراق المالية

يعتبر سعر الفائدة أحد أهم المؤثرات الاقتصادية في العصر الحديث، فأى تحرك في معدلاته قد يؤدي لإحداث تغيرات كبيرة في الاقتصاد ككل، ومن ثم على أداء سوق الأوراق المالية الذي يعد مكوناً رئيسياً من مكونات الاقتصاد. يرتبط سعر الفائدة ارتباطاً وثيقاً بأدوات السوق المالي وذلك من خلال تأثيره على الأسعار إما؛ بشكل مباشر/ أو غير مباشر، ومن هذا المنطلق وجب علينا فحص هذا التأثير من خلال بحثنا في العلاقة بين المتغيرين، ولكن قبل ذلك سنحاول التطرق لماهية سعر الفائدة، بالإضافة إلى أهم النظريات المفسرة له.

المطلب الأول: ماهية سعر الفائدة

سنحاول من خلال هذا المطلب مناقشة بعض المفاهيم المرتبطة بسعر الفائدة من، تعريف لهذا المصطلح، أهم أنواعه، ثم وظائفه وأخيراً أهم العوامل المؤثرة في تحديد هذا السعر.

الفرع الأول: مفهوم سعر الفائدة وأهم أنواعه

نخصص هذا الفرع للتعرف أولاً على المفهوم العام لسعر الفائدة، لننتقل بعدها مباشرة لاستعراض أهم أنواعه.

أولاً: مفهوم سعر الفائدة (**Interest rate**): توجد أكثر من صيغة للتعريف بمصطلح سعر الفائدة، والتي على الرغم من تعددها إلا أنها تتقاطع في عدة نقاط تشرح لنا هذا الأخير؛ أهمها:

يعرف سعر الفائدة على أنه: معدل العائد الذي يحصل عليه الدائن عند إقراض المال، أو السعر الذي يدفعه المقترض عند اقتراض المال (Madura, 2015, p. 29).

ويعرف أيضاً بأنه: "ذلك العائد الذي أصبح محل اهتمام لأنه يمثل العائد الطبيعي الذي يجب أن يتقاضاه أصحاب رؤوس الأموال عن قيامهم بالاستثمارات" (عبد الرحيم، 2014، صفحة 106).

وفي تعريف آخر: "هو عبارة عن تكلفة رأس المال أو الائتمان خلال السنة؛ إذ يعدّ هذا السعر ديناً يُحسب كنسبة مئوية، من نسبة الفائدة المترتبة على رأس المال" (عيد، 2022).

ويعرفه البعض بأنه: "مقدار المال الذي يجب أن يسدده المقترض للمُقترض لقاء امتياز الحصول على الدين ويؤخذ كنسبة مئوية من المبلغ المقترض. بمعنى آخر؛ سعر الفائدة هو المبلغ الإضافي المفروض من قبل الطرف المقرض للمال على الطرف المقترض له" (sally, 2022).

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

ثانياً: أهم أنواع سعر الفائدة: يمكن تقسيم سعر الفائدة وفقاً للأسس مختلفة إلى عدة أنواع؛ أهمها (سراي، 2017، صفحة 91، 92):

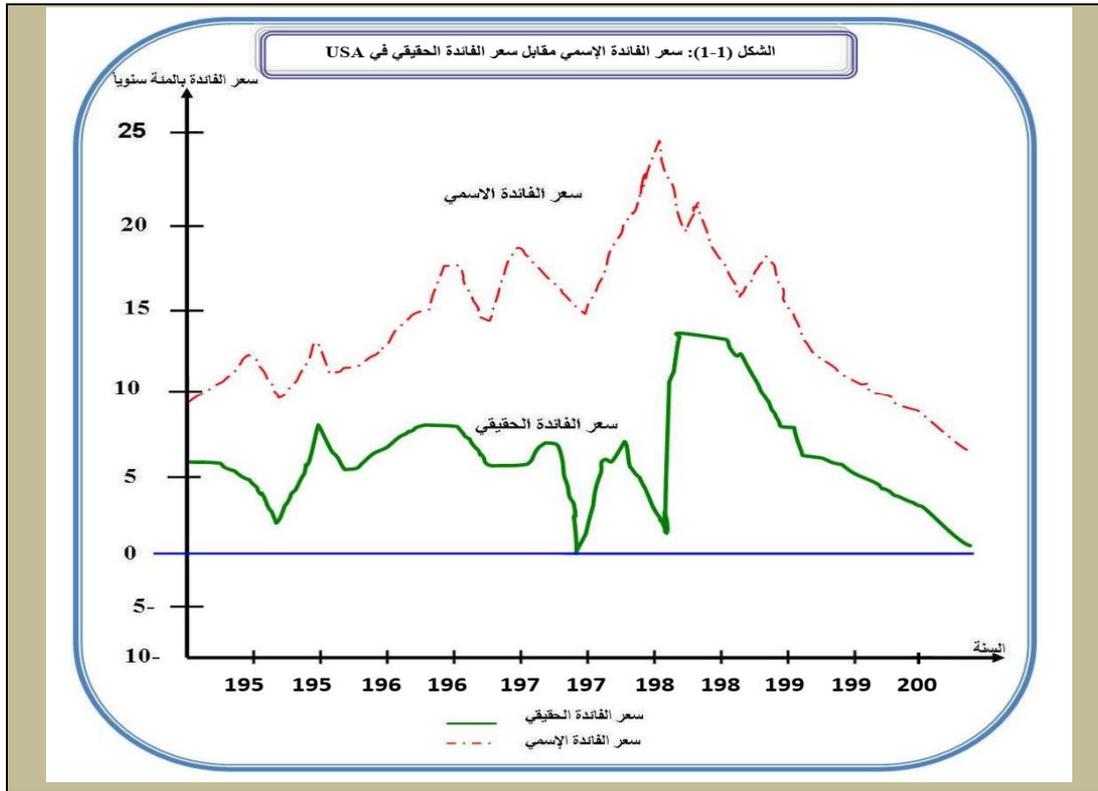
أ- أسعار الفائدة قصيرة وطويلة الأجل: يسري النوع الأول على الديون قصيرة الأجل مثل؛ القروض قصيرة الأجل، وأوراق الديون قصيرة الأجل؛ كشهادات الإيداع، وأذونات الخزنة. أما النوع الثاني فيسري على الديون طويلة الأجل مثل؛ القروض طويلة الأجل وأوراق الدين طويلة الأجل؛ كالسندات طويلة الأجل؛

ب- أسعار الفائدة البسيطة والمركبة: في النوع الأول يحتسب معدل الفائدة على أصل الدين أي المبلغ الأساسي فقط بدون رسملة الفوائد، في حين يتم احتساب الفائدة على جملة أصل الدين وفوائده في النوع الثاني؛

ت- أسعار الفائدة الثابتة والمتغيرة: أسعار الفائدة الثابتة وهي تلك المعدلات التي تبقى على حالها طيلة فترة التوظيف أو القرض. أما المتغيرة فتربط بتغيرات أسعار فائدة أخرى مثل؛ سعر الفائدة في البنك المركزي، سعر الفائدة على الاقتراض، سعر الفائدة على الودائع لأجل، والعائد على أذونات الخزنة؛

ث- سعر الفائدة الاسمي والحقيقي: سعر الفائدة الاسمي؛ هو النسبة المئوية التي تدفع على مبلغ الدين أو حسابات التوفير ولمدة زمنية معينة (شهر، ثلاثة أشهر، سنة...)، أما الحقيقي فهو؛ العائد المتوقع من رأس المال الحقيقي الجديد، أو أنه العائد الحقيقي لرأس المال الإنتاجي فهو يمثل الربح الذي يأمل رجال الأعمال الحصول عليه من استثماراتهم النقدية، فهو الكفاية الحدية لرأس المال (بن فليس، 2014، صفحة 08). والشكل أدناه يبين الفرق بين السعيرين الاسمي والحقيقي في USA. هذا الأخير أي؛ الحقيقي يعبر عن معدل العائد المتوقع الحصول عليه بعد استبعاد معدل التضخم، حيث نلاحظ من الشكل (19) أنه وفي حالة وجود تضخم يكون سعر الفائدة الحقيقي أقل من سعر الفائدة الاسمي:

الشكل رقم (20): سعر الفائدة الاسمي مقابل سعر الفائدة الحقيقي في USA



وكإضافة لما سبق ذكره من أنواع هناك تصنيفات أخرى لمعدلات الفائدة. نكتفي فقط بالإشارة إليها مثل؛ أسعار الفائدة الدائنة والمدينة، أسعار الفائدة الإدارية وغير الإدارية، سعر الفائدة الخفي وسعر الفائدة الأساسي والشامل.... الخ.

الفرع الثاني: وظائف سعر الفائدة والعوامل المؤثرة فيه

من خلال هذا الفرع سنتطرق إلى مختلف وظائف سعر الفائدة بالإضافة إلى أهم العوامل المؤثرة فيه.

أولاً: وظائف سعر الفائدة: بشكل عام نستطيع أن نحصر وظائف سعر الفائدة في؛ النقاط التالية (علي و العيسى، 2004، صفحة 299، 300):

- أ- أولاً ضمان تدفق الأموال من الوحدات الإنفاقية المدخرة إلى الوحدات الإنفاقية العجزية، وهو ما يشجع على زيادة الادخار الذي إذا استخدم لأغراض استثمارية يؤدي إلى تنشيط الإنتاج وتخفيض معدلات البطالة؛
- ب- كما يحقق أيضاً؛ سعر الفائدة في الأسواق التي تسودها المنافسة الحرة، كفاءة أكبر في استخدام الموارد الاقتصادية من خلال توجيه الأموال في الأسواق المالية نحو المشروعات الاستثمارية التي من المتوقع أن تعطي مردودات أعلى؛

ت- كذلك يعتبر من المتغيرات الأساسية التي تؤثر على الطلب على النقود، وبذلك يمكن أن يحقق التوازن في سوق النقود بين عرض النقد والطلب عليه؛

ث- وأيضا يعتبر من المتغيرات الرئيسية التي تؤثر على تدفق الأموال على المستوى الدولي حيث أن ارتفاع سعر الفائدة في بلد ما يقارنه بالبلدان الأخرى يحفز على تدفق الأموال إلى ذلك البلد؛

ج- وأخيرا تستطيع الحكومات من خلاله توجيه الاقتصاد الوطني وفق السياسة المرسومة له، أي؛ إذا كان الاقتصاد الوطني يعاني من ركود/ أو كساد فإن تخفيض سعر الفائدة يؤدي إلى تنشيط الإنفاق الاستثماري وهكذا....

مما سبق نستخلص أن من أهم وظائف سعر الفائدة أنه يشجع على زيادة الادخار وبالتالي الاستثمار، كما أن له دور كبير في معالجة الاختلالات التي تصيب الاقتصاديات الوطنية حيث تستطيع الحكومات من خلاله توجيه الاقتصاد الوطني وفق السياسة المرسومة له (السياسة النقدية).

ثانيا: العوامل المؤثرة في سعر الفائدة: تتقلب أسعار الفائدة تحت تأثير مجموعة من العوامل المتغيرة، أهمها:

أ- قوى العرض والطلب على النقد: يتأثر سعر الفائدة بشكل مباشر بقوى العرض والطلب على النقد في اقتصاد البلد، فزيادة الطلب على الائتمان مثلا؛ ستؤدي إلى ارتفاع في أسعار الفائدة وبالتالي ارتفاع تكاليف عملية الاقتراض، والعكس صحيح في حالة انخفاض الطلب على الائتمان حيث سيؤدي مع مرور الوقت إلى انخفاض في معدلات الفائدة وبالتالي ستقل تكلفة عملية الاقتراض (حسن، 2021).

ب- مستويات التضخم: يؤثر التضخم على الأرباح الحقيقية للمدخرين وكذا المقرضين، ففي وجوده يكون سعر الفائدة الحقيقي أقل من سعر الفائدة الاسمي - كما سبق وأن أشرنا في أنواع سعر الفائدة-، كما يرتبط سعر الفائدة الحقيقي بعلاقة عكسية مع معدل التضخم أي؛ كلما يرتفع معدل التضخم بنسبة معينة فإن سعر الفائدة الحقيقي سينخفض بنفس النسبة (سراي، 2017، صفحة 93).

ت- مستوى أسعار الفائدة العالمية: يؤدي الاختلاف الحاصل في أسعار الفائدة بين الدول إلى حدوث تدفق في حركة الأموال من سوق لآخر، مما يؤدي إلى التأثير في عرض النقد إما بالزيادة وإما بالنقصان حسب كمية التدفق تلك، وبالتالي على الأموال الحرة القابلة للإقراض، وكنتييجة لذلك تتأثر أسعار الفائدة المحلية هي الأخرى بهذا التغير (بن فليس، 2014، صفحة 38).

ث- مستوى النشاط الاقتصادي: يعتبر النشاط الاقتصادي أحد المؤشرات الهامة في التأثير على معدلات الفائدة، فارتفاع نشاط الاقتصاد يؤدي إلى زيادة الطلب على الأموال، فنتيجة عنه زيادة في سعر الفائدة خصوصا مع زيادة التضخم وتوسع عرض النقود، والعكس صحيح عند حدوث ركود اقتصادي (عيد، 2022).

ج- الدخل الوطني: عادة ما ترتفع معدلات الفائدة تبعا لأية زيادة في الدخل الوطني، لأن ارتفاعه يؤدي إلى ارتفاع في معدل الفائدة الحقيقي وبالتالي في معدل الفائدة الاسمي، فارتفاع الدخل الوطني يؤدي إلى زيادة الطلب على النقود

في السوق المالي -وذلك لاستخدامه في عملية التبادل-، والعوامل التي تؤدي إلى زيادة الدخل الوطني وبالتالي ارتفاع معدلات الفائدة كثيرة من بينها؛ ارتفاع مستوى الصادرات، ارتفاع الإنفاق الاستثماري، ارتفاع نسبة الاستهلاك عند الأفراد... وغيرها (سراي، 2017، صفحة 92).

مما سبق يمكن القول أن أسعار الفائدة هي؛ دالة في العديد من العوامل الاقتصادية المؤثرة عليها إما؛ بشكل مباشر/ أو غير مباشر، وحسب طبيعة العلاقة عكسية كانت/ أو طردية وكذا نمط المتغير الذي يحكم تفسير هذا التأثير حقيقيا كان/ أو نقديا.

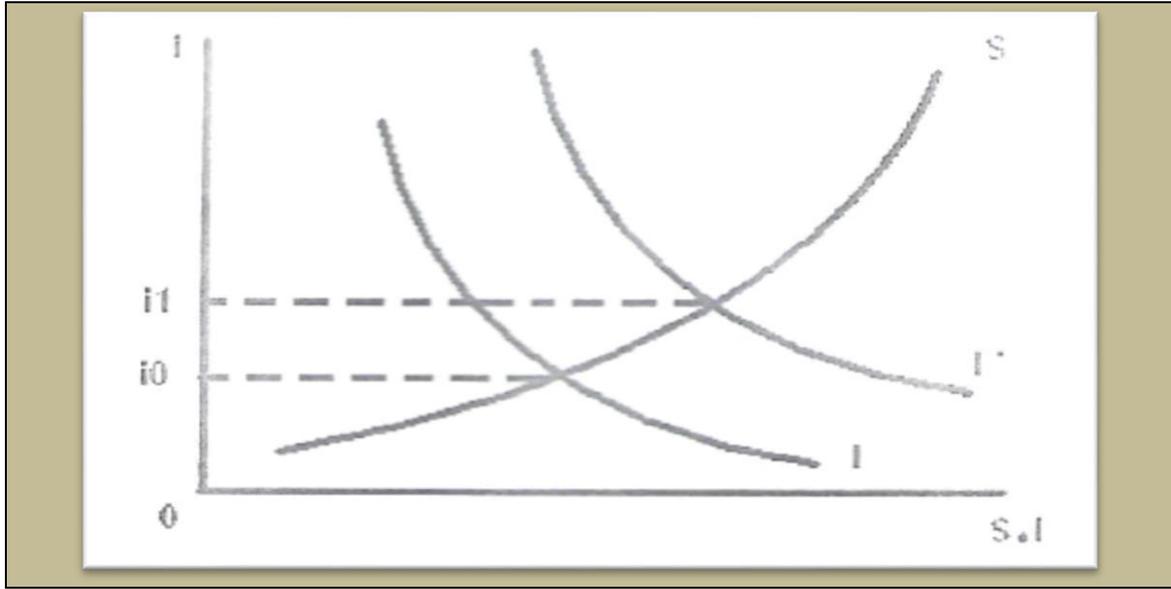
المطلب الثاني: النظريات المفسرة لسعر الفائدة

نخصص هذا المطلب لدراسة أهم النظريات المفسرة لسعر الفائدة في المدارس الاقتصادية المختلفة، وبهذا الخصوص هناك أربع وجهات نظر معروفة سنحاول مناقشتها في الآتي.

الفرع الأول: النظرية الكلاسيكية

تعرف هذه النظرية أيضا بنظرية الادخار والاستثمار لسعر الفائدة. من روادها ريكاردو، وتم تطويرها بواسطة اقتصاديين آخرين منهم؛ (Walras, Pigou, Taussig) (فضيل و ساحل، 2009، صفحة 02)، واستنادا لهذه النظرية فإن معدل سعر الفائدة هو ظاهرة حقيقية بمعنى أنها تتقرر بعناصر حقيقية (القرشي م.، 2009، صفحة 206)، أي أن؛ الفائدة عند التقليديين تكون ثمنا لعرض رأس المال، ومن ثم تتحدد كأى ثمن، بتفاعل قوى العرض والطلب، أي عرض رأس المال (الادخار) والطلب عليه (الاستثمار). ويتكفل سعر الفائدة تلقائيا بتحقيق التوازن بين عرض وطلب رأس المال (ضياء، 2005، صفحة 145). ويمكن توضيح نظرة الكلاسيك لسعر الفائدة من خلال الشكل الآتي:

شكل رقم (21): النظرية الكلاسيكية في سعر الفائدة



المصدر: (فضيل و ساحل، 2009، صفحة 03)

من الشكل أعلاه نلاحظ أن؛ سعر الفائدة عند الكلاسيك يتحدد تلقائياً تبعاً للتغيرات الحاصلة في كل من الادخار والاستثمار، فينخفض عند زيادة الادخار على الاستثمار، والعكس إذا زاد الاستثمار على الادخار. كما يبين الشكل أيضاً أن سعر الفائدة التوازني يتحدد بتقاطع منحنى الادخار مع منحنى الاستثمار عند نقطة التوازن فالأول أي (منحنى الادخار) يعكس العلاقة الطردية بين الادخار وسعر الفائدة، في حين يعكس الثاني (منحنى الاستثمار) العلاقة العكسية بين الاستثمار وسعر الفائدة. عندها أي؛ نقطة التوازن يتساوى كلا من الادخار والاستثمار.

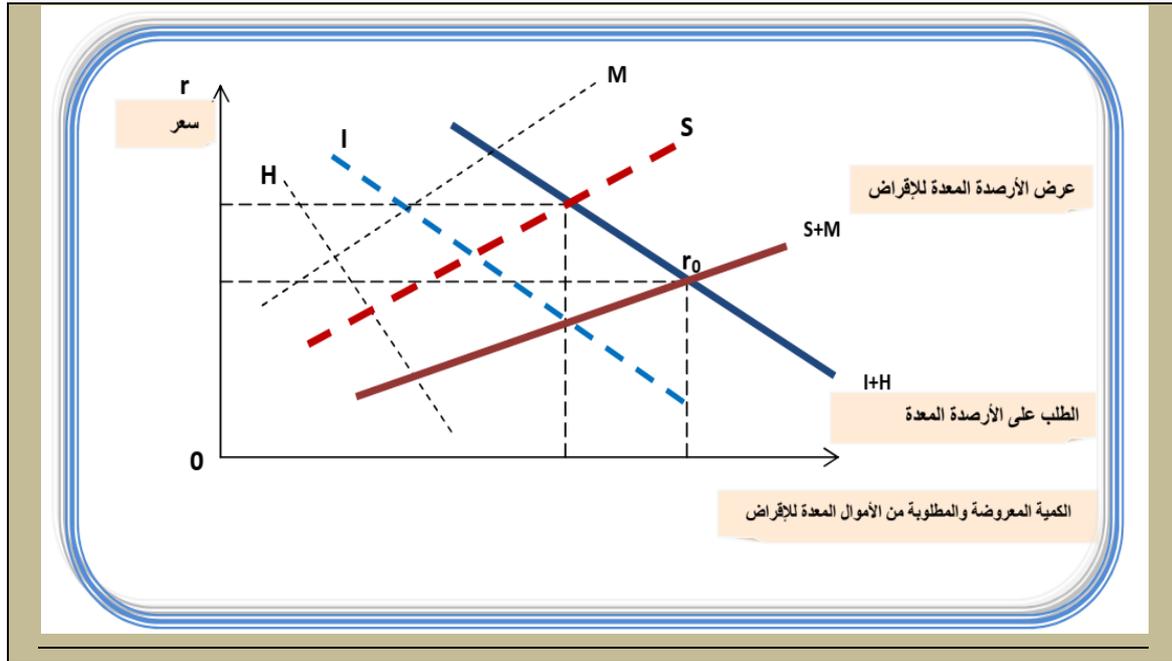
وتعرضت النظرية الكلاسيكية لجملة من الانتقادات نلخص بعضها في؛ النقاط التالية (فضيل و ساحل، 2009، صفحة 03، 04):

- ✓ أولاً تستبعد النظرية أثر الدخل القومي على الادخار وتفترض ثباته، أي استقلال منحنى الادخار عن منحنى الاستثمار، غير أنه في الواقع نجد أن منحنى الادخار يتوقف على منحنى الاستثمار، وهو ما يتم عن طريق الدخل القومي، ذلك أن الدخل دالة في الاستثمار كما أن الادخار دالة في الدخل؛
- ✓ ثاني انتقاد وجه لهذه النظرية هو أنها تنظر للنقود على أنها مجرد وسيط للتبادل ولا تأخذ في الاعتبار وظيفة النقود كمستودع/ أو مخزن للقيمة، حيث تفترض أن الجزء من الدخل الذي لا ينفق على الاستهلاك لا بد بالضرورة أن ينفق على الاستثمار فهي بذلك تسقط بديل ثالث مهم للأفراد هو الاكتناز؛
- ✓ أما ثالث انتقاد فيتمثل في أن النظرية قد ركزت وبشكل خاص على الادخار والاستثمار مهملة بذلك العوامل الأخرى التي يمكن أن تؤثر في سعر الفائدة وتحديد العوامل النقدية حيث أن قدرة الجهاز المصرفي على التوسع في الائتمان - كمثال - أو تقليصه يؤثر في سعر الفائدة.

الفرع الثاني: نظرية الأرصدة المعدة للإقراض

وتعرف أيضا بنظرية سعر الفائدة الكلاسيكية الحديثة. وضع هذه النظرية الاقتصادي السويدي الشهير وكسيل **Wicksell**، وقد تم تطويرها بواسطة مجموعة من الاقتصاديين السويديين وهم؛ (**H.Rebertson**، **Ericlindahl, Bertil Ohlin**) (نعمه، 2011، صفحة 41). وجاءت هذه النظرية كمحاولة لتحسين النظرية الكلاسيكية في سعر الفائدة كونها تجمع النواحي النقدية وغير النقدية من أجل تحديد سعر الفائدة (فضيل و ساحل، 2009، صفحة 05)، فهي تأخذ بعين الاعتبار (الائتمان المصرفي) وتعتبره يمثل جزءا من حجم النقود المعروضة وله تأثير على سعر الفائدة، كما تهتم أيضا (بالاكتناز) وتعتبره عاملا مؤثرا فهو يمثل جزءا من الطلب على الأرصدة المعدة للإقراض (بن فليس، 2014، صفحة 15). وحسب هذه النظرية فإن سعر الفائدة يتحدد بتقاطع منحنى طلب الأرصدة المعدة للإقراض مع عرضها (فضيل و ساحل، 2009، صفحة 05). والشكل أدناه يوضح نظرية الأرصدة المعدة للإقراض ووجهة نظرها في تحديد سعر الفائدة:

شكل رقم (22): نظرية الأرصدة المعدة للإقراض في تحديد سعر الفائدة



المصدر: (بن فليس، 2014، صفحة 15)

من الشكل أعلاه يتبين لنا أن؛ سعر الفائدة يتحدد بتقاطع منحنى طلب الأرصدة المعدة للإقراض (**I+H**) مع منحنى عرض الأرصدة المعدة للإقراض (**S+M**) في النقطة (**r₀**)، حيث يشير المنحنى (**H**) إلى مستوى الاكتناز والذي يظهر من الشكل أنه في علاقة عكسية مع سعر الفائدة (**r**). في حين يشير المنحنى (**M**) إلى عرض نقود الائتمان المصرفي (بما في ذلك تحرير الاكتناز) والذي يتبين من الشكل أنه مرن بالنسبة لسعر الفائدة (علاقة طردية)، أما المنحنى

(S) والمنحني (I) فيمثلان على التوالي؛ الادخار والطلب على الاستثمار، فالأول في علاقة طردية مع سعر الفائدة (I) والثاني في علاقة عكسية معه - كما سبق وأن أشرنا في النظرية الكلاسيكية-.

وعلى الرغم من التحسينات التي أدخلتها هذه النظرية على النظرية الكلاسيكية في سعر الفائدة، إلا أنها تعرضت لمجموعة من الانتقادات؛ نحدد في (فضيل و ساحل، 2009، صفحة 06):

- ✓ أولاً انتقد "هانس" هذه النظرية وقال بأنها لا تمدنا بحل لمشكلة سعر الفائدة وأن جزء من المدخرات يتحدد بتغير مستوى الدخل، وعليه فإن سعر الفائدة لا يمكن معرفته إلا إذا عرفنا مستوى الدخل، وأن مستوى الدخل لا يمكن معرفته إلا إذا عرفنا سعر الفائدة. ذلك أن سعر الفائدة هو الذي يحدد مستوى الاستثمار، ومستوى الاستثمار هو الذي يحدد مستوى الدخل من خلال المضاعف؛
- ✓ كذلك ونظراً لاختلاف طبيعة كل من الادخار والاستثمار كعوامل حقيقية، والائتمان المصرفي وتفضيل السيولة كعوامل نقدية، فمن الصعب جمعها والمقارنة بينها لتحديد هذا السعر أي؛ سعر الفائدة؛
- ✓ كما انتقد البعض هذه النظرية مشيراً إلى أنها قد غالت في أثر سعر الفائدة على الادخار، حيث أن الأفراد عادة ما يدخرون بدافع الاحتياط وليس بسبب سعر الفائدة، وهو ما يعني أن الادخار يصبح غير مرن بالنسبة لسعر الفائدة.

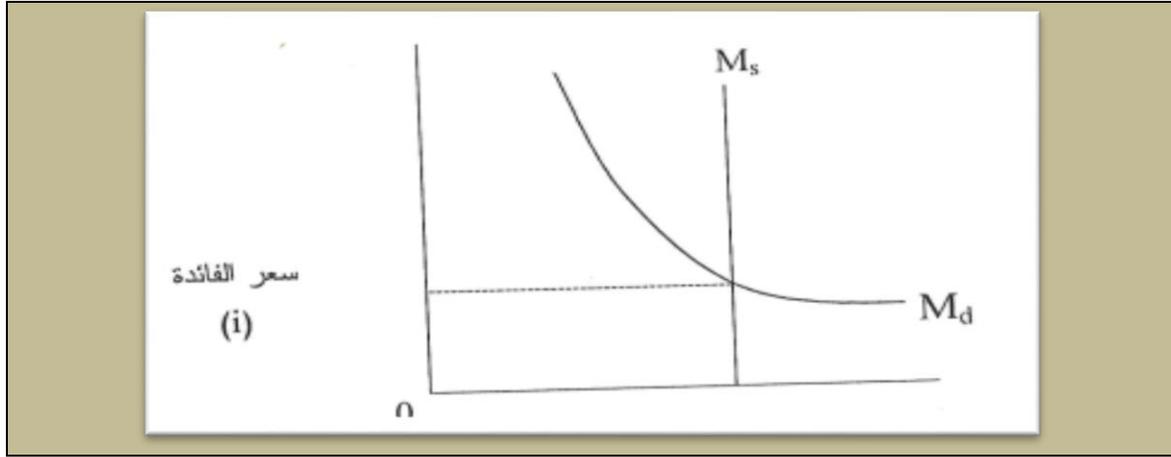
الفرع الثالث: نظرية تفضيل السيولة لكينز

تمثل النظرية الكينزية أسلوباً آخر لتقرير معدل الفائدة، واستناداً إلى كينز فإن معدل الفائدة هو ظاهرة نقدية بحتة. يتقرر سعرها -على الأقل في المدى القصير- في السوق النقدي من خلال التفاعل بين عرض النقود والطلب عليها في النظام الاقتصادي. إن معدل الفائدة هو بمثابة مكافأة تعرض على الأفراد من أجل تحفيزهم على الاحتفاظ بالأوراق المالية بدلاً من النقود السائلة (القرشي م.، 2009، صفحة 209)، فالفائدة إذن حسب كينز هي ليست ثمناً للامتناع عن الاستهلاك وإنما هي ثمن للتخلي عن السيولة (علي و العيسى، 2004، صفحة 309)، وبذلك يعتمد سعر الفائدة على مدى التفضيل النقدي أو مدى الرغبة في الاحتفاظ بالسيولة لدى الأفراد مقارنة بعرض النقد المتوفر (منصور، 2014، صفحة 15). وعليه فقد فرق كينز بين ثلاثة دوافع رئيسية تؤدي إلى التفضيل النقدي، وهي: دافع المعاملات، دافع الاحتياط، دافع المضاربة، حيث أن المتغير الممثل لسلوك الطلب على النقود بالنسبة للدافعين الأولين (المعاملات والاحتياط) هو الدخل في علاقة طردية؛ $Md1=f(y)$. حيث أن؛ $Md1$: يمثل الطلب على النقود بدافع المعاملات والاحتياط، y : يمثل الدخل، والمتغير الممثل لسلوك الطلب على النقود بدافع المضاربة هو سعر الفائدة في علاقة عكسية؛ $Md2=f(i)$. حيث أن؛ $Md2$: يمثل الطلب على النقود بدافع المضاربة، i : يمثل سعر الفائدة.

إذن يعتمد الطلب على النقود في النظرية الكينزية، على متغيري الدخل وسعر الفائدة. يتناسب طردياً مع الأول وعكسياً مع الثاني، فإذا افترضنا أن عرض النقد يتقرر مؤسسياً من قبل البنك المركزي فإن سعر الفائدة التوازني يتحدد في

سوق النقد يتقاطع منحنى عرض النقد مع الطلب عليه، كما هو مبين في الشكل التالي أين يمثل المنحنى (Ms) عرض النقد والمنحنى (Md) الطلب عليه (علي و العيسى، 2004، صفحة 309).

شكل رقم (23): سعر الفائدة التوازني



المصدر: (علي و العيسى، 2004، صفحة 309)

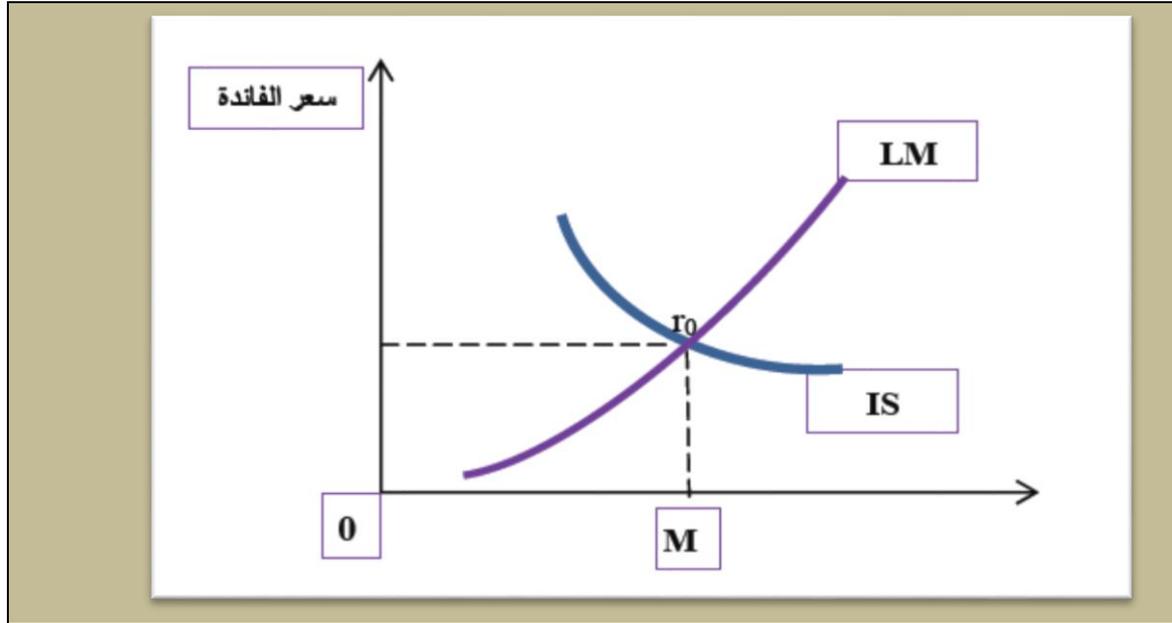
ولقد وجهت بعض الانتقادات لنظرية تفضيل السيولة يمكن حصرها في؛ النقاط التالية (منصور، 2014، صفحة 17):

- ✓ رغم أن كينز كان قد أشار وبوضوح في بحثه للطلب على النقود إلى تأثير الدخل، إلا أنه أنكر أو أهمل أثر التغيرات في مستوى الدخل على سعر الفائدة فجعله يتحدد بعوامل نقدية بحتة، ممثلة في عرض النقود والطلب عليها وبالتالي فإن سعر الفائدة التوازني لا يمكن أن يتحدد إلا بافتراض ثبات الدخل؛
- ✓ تأخذ هذه النظرية -فقط- بعين الاعتبار عرض النقود والطلب عليها كأصل من الأصول المالية في تحديد سعر الفائدة، مهملة بذلك العوامل الأخرى التي يمكن أن يكون لها تأثير على حجم الائتمان وبالتالي على حجم النقود في التداول؛
- ✓ من بين الانتقادات الموجهة أيضا وهي أن سعر الفائدة عند كينز يغطي فقط التفضيل الزمني أي؛ الطلب بدافع تفضيل السيولة والذي يتحدد بعوامل نقدية، متناسيا بذلك أو مهملا العوامل الأخرى؛ كالمخاطر التي تؤثر أيضا في تحديد سعر الفائدة؛
- ✓ كما اقتصر تحليل كينز -أيضا- على أن الأصول المالية هي؛ نقد وسندات فقط متجاهلا بذلك أو مهملا بقية الأصول الأخرى ومدى تأثيرها، هذا وافترض أن الأفراد سيحتفظون بأحدهما وليس مزيجا بينهما؛
- ✓ وآخر انتقاد تمثل في نظرة كينز للاقتصاد والتي كانت نظرة ساكنة في الأمد القصير إذ لم يأخذ بعين الاعتبار تغير الأنماط الاستهلاكية للأفراد ومدى تأثيرها على العوامل المحددة لسعر الفائدة في الأمد الطويل.

الفرع الرابع: النظرية الحديثة في سعر الفائدة

وتعرف أيضا بنظرية التوازن العام/ أو نظرية الكينزيين المحدثين في سعر الفائدة، أمثال (هانس- هيكس)، حيث يرى هؤلاء أنه لو تم أخذ نظريتي؛ "الأرصدة المعدة للإقراض والكينزية" لأعطينا معا نظرية أكثر حداثة وتفسير لسعر الفائدة، والتي يتم من خلالها الجمع بين "العوامل النقدية والحقيقية" للتوصل إلى كيفية تحديد سعر الفائدة، وقد قدم (Hansen) من خلال شرحه لهذه النظرية أربع محددات لسعر الفائدة ممثلة في؛ جدول طلب الاستثمار ودالة الادخار، وجدول تفضيل السيولة وكمية النقود، لذا نجد أن النظرية الحديثة قد أسفرت عن جدولين؛ أين يوضح الأول منهما التوازن في القطاع الحقيقي وهو جدول (IS)، في حين يوضح الثاني منهما التوازن في القطاع النقدي وهو جدول (LM)، وبجمع الجدولين -بعد التمثيل البياني لهما طبعاً- يمكن الوصول إلى سعر الفائدة التوازني، هذا الأخير تتساوى عنده المدخرات الكلية مع الاستثمارات الكلية، وكذا الطلب الكلي للنقود مع العرض الكلي لها، كما يكون كلا القطاعين الحقيقي والنقدي في حالة توازن (عبادة، 2015، صفحة 59). والشكل التالي يوضح وجهة نظر أصحاب هذه النظرية (نظرية التوازن العام) في تحديد سعر الفائدة:

شكل رقم (24): نموذج (IS-LM)



المصدر: (بن فليس، 2014، صفحة 31)

الشكل أعلاه يظهر لنا أن؛ سعر الفائدة التوازني يتحدد بتقاطع منحنى (IS) مع منحنى (LM) عند النقطة (r_0) . عندها يكون كلا القطاعين الحقيقي والنقدي في حالة توازن أي؛ يتساوى الادخار مع الاستثمار (عوامل حقيقية)، وعرض النقود مع الطلب عليها (عوامل نقدية). حيث يمثل منحنى (IS) موضع التوازن في القطاع الحقيقي (سوق السلع والخدمات)، أما منحنى (LM) فيمثل موضع التوازن في القطاع النقدي (سوق النقد).

واستخلاصا لما سبق يمكن القول أن هناك اختلافا وتباينا واضحين بين النظريات الاقتصادية في تحديدها لسعر الفائدة نبدوها؛ بالنظرية الكلاسيكية التي اعتبرت أن الفائدة ظاهرة حقيقية يتقرر سعرها بعناصر حقيقية (ادخار واستثمار)، أما الثانية فقد حاولت جمع العوامل النقدية مع العوامل الحقيقية للتوصل إلى كيفية تحديد هذا السعر لكنها لم تكمل بالنجاح، في حين اعتبرت الثالثة أن الفائدة ظاهرة نقدية بحتة يتقرر سعرها بعوامل نقدية (عرض النقود والطلب عليها). أما الأخيرة والمتمثلة في النظرية الحديثة/ أو نظرية التوازن العام فقد جمعت بين العوامل الحقيقية والعوامل النقدية من أجل شرح كيفية تحديد هذا السعر فأصبحت بذلك؛ النظرية الأكثر حداثة وتفسير في تحديد سعر الفائدة.

المطلب الثالث: التحليل الاقتصادي للعلاقة بين سعر الفائدة وأداء سوق الأوراق المالية

في هذا المطلب سنقوم بالتحليل الاقتصادي للعلاقة بين سعر الفائدة وأداء سوق الأوراق المالية من خلال؛ الإطار النظري والدراسات السابقة للعلاقة بين المتغيرين؛ بالشكل الآتي:

الفرع الأول: الإطار النظري للعلاقة

يعكس سعر الفائدة العائد الذي يتحصل عليه مقرض الأموال مقابل تخليه عن السيولة لفترة زمنية معينة، والذي يعتبر أحد أكثر المؤشرات الاقتصادية تأثيرا على أداء سوق الأوراق المالية نظرا لارتباطه الشديد بأدوات التعامل فيها. هذا الترابط ينبع أساسا من التداخل واتساق العلاقة القائمة بين أسواق النقد وأسواق تداول الأوراق المالية، والتي تتحدد من خلال تأثير السياسة النقدية في حجم الائتمان الممنوح للوحدات الاقتصادية.

يرى الاقتصاديون أن لسعر الفائدة دور أساسي في المساهمة في التخصيص الأمثل للموارد المتاحة من مدخرات بين الاستثمارات المختلفة، فالمعدلات المرتفعة للفائدة طويلة الأجل من شأنها أن تساهم في تشجيع الادخار لتؤدي في الوقت ذاته إلى زيادة تكلفة التمويل أو الاستثمار، الأمر الذي ينعكس سلبا على مردودية الشركات وعلى أسعار أسهمها في علاقة غير مباشرة (براق و حفيظ، 2016، صفحة 12). بمعنى أن؛ أسعار الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاه معاكس لحركة أسعار الفائدة طويلة الأجل، وهذا الأمر من شأنه تمكين البنك المركزي من التأثير بشكل غير مباشر على أسعار الأسهم من خلال تحكمه في أسعار الفائدة (سراي، 2017، صفحة 94). كذلك هناك أثر آخر لارتفاع أسعار الفائدة على أسعار الأسهم يتمثل في؛ أن ارتفاع أسعار الفائدة والعائد الذي يحققه المستثمرون في الودائع المصرفية، يشجع العديد منهم ببيع جزء من أسهمهم أو كلها والتوجه نحو الاستثمارات البديلة، باعتبار أن إيداع أموالهم في البنوك التجارية وبفوائد عالية أفضل من تحمل مخاطر الاستثمار بالأسهم (عطية، 2012، صفحة 15). بمعنى أنه؛ عندما يكون سعر الفائدة مرتفعا يقوم المستثمرون بتوجيه أموالهم من أداة عالية المخاطر وهي سوق الأوراق المالية إلى حسابات التوفير أو الودائع الثابتة، وعندما يكون سعر الفائدة منخفضا للغاية، سيأخذ المستثمرون الأموال للاستثمار في سوق الأوراق المالية للحصول على عائد أعلى (Bouabdallah & Bouguesba, 2021, p. 766). ويحدث العكس في علاقة

مباشرة؛ إذ تؤدي أسعار الفائدة المنخفضة إلى زيادة الطلب على الأوراق المالية - وبخاصة السندات - كبديل للأسهم، الشيء الذي ينعكس بالإيجاب على نمو سوق الأسهم ومن ثم زيادة أسعارها بعد فترة زمنية قصيرة نسبياً وذلك حسب دراسة قدمها كل من بيرسون وفريكي **Persons & Frickey** سنة 1912، والتي أيدتها دراسة قام بها بنك اليابان - والتي تعد من أحدث الدراسات -، كما يمكن تفسير هذه العلاقة أيضاً من خلال نموذج **جوردن وشابيرو Gorden & Shapiro** في حالة النمو الثابت للتوزيعات، والذي يرى أن معدل العائد المطلوب يكون مساوياً للتكلفة بالأسهم، كما يختلف من شركة لأخرى باختلاف معامل بيتا **beta** "معامل الحساسية للشركة"، فينخفض كلما انخفض معدل الفائدة مما يؤثر إيجابياً على أسعار الأسهم، وهو ما يتفق مع ما جاء به **جون وشوان Choi & Jen** في دراسة لهما سنة 1991 (براق و حفيظ، 2016، صفحة 12).

الفرع الثاني: الدراسات السابقة

وفي نفس السياق يمكن استعراض بعض الأبحاث والدراسات التي تناولت جانباً أو آخر من جوانب العلاقة بين متغيري "سعر الفائدة وسوق الأوراق المالية"؛ بالترتيب التالي:

أولاً: دراسة (Teitey, 2019, pp. 01-13): والتي بحثت في العلاقة بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم في بورصة غانا خلال الفترة (2009-2013). استخدم البحث طريقة المربعات الصغرى العادية لفحص هذه العلاقة. تم تحويل المتغيرات إلى أشكالها اللوغاريتمية الطبيعية، فكانت النتيجة: $LNS = 8.6835 - 1.4756 LNI + e$ ، مما يعني وجود علاقة سلبية بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم؛

ثانياً: دراسة (AL-Naif, 2017, pp. 181-191): بحثت هذه الورقة وبشكل تجريبي في العلاقة القصيرة والطويلة الأمد بين سعر الفائدة ومؤشر سوق الأسهم في خمس دول عربية؛ وهي: (الأردن، مصر، عمان، قطر والكويت)، باستخدام بيانات شهرية مختارة من قاعدة بيانات (AMF)، للفترة من 1 يناير 2014 إلى 30 يونيو 2016، مستخدمة العديد من اختبارات الاقتصاد القياسي؛ وهي: اختبار جذر الوحدة، اختبار (ADF)، اختبار (VAR)، اختبار جوهانسون للتكامل المشترك، اختبار السببية لجرانجر، واختبار (VDCs). تشير النتائج إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين سعر الفائدة ومؤشر البورصة في مصر، بينما كانت علاقة غير معنوية في قطر والكويت، ومع ذلك تم العثور على علاقة إيجابية كبيرة في الأردن وسلطنة عمان؛

ثالثاً: دراسة (Hamdan, 2014, pp. 64-69): والتي جاءت كمحاولة لعمل نموذج لمعرفة العلاقة بين سوق الأوراق المالية وسعر الفائدة (السوق الباكستاني)، وإجراء بعض الاختبارات المتعلقة بالتحليل الإحصائي بمساعدة أسعار إغلاق نهاية الشهر لبورصة كراتشي للأوراق المالية وأسعار الفائدة للسنوات العشر السابقة؛ أي من يناير 2004 إلى

ديسمبر 2013. تم إجراء الارتباط وتحليل الانحدار والتحليل الوصفي لمعرفة تأثير سعر الفائدة على سوق الأسهم في باكستان، فكانت النتيجة؛ أن سعر الفائدة له تأثير سلبى على سوق الأوراق المالية؛

رابعاً: دراسة (Al-Mukit, 2013, pp. 269-279): أما هذه الدراسة فقد بحثت في كيفية تأثير أسعار الفائدة على أداء سوق الأوراق المالية باستخدام بيانات السلاسل الزمنية الشهرية لاقتصاد بنغلاديش خلال الفترة (1991-2012). تم استخدام مجموعة واسعة من تقنيات الاقتصاد القياسي لفحص العلاقة بين معدل الفائدة وعائد سوق الأوراق المالية. كشفت الدراسة عن علاقة طويلة الأمد، مستقرة، وهامة بين المتغيرات. من خلال استخدام تقنية التكامل المشترك لوحظ أنه على المدى الطويل تؤدي الزيادة بنسبة 1٪ في سعر الفائدة إلى انخفاض بنسبة 13.20٪ في مؤشر السوق، وتؤكد وظيفة الاستجابة النبضية للدراسة أيضاً على العلاقة السلبية بين المتغيرات، كما يشير تحليل السببية لجرانجر إلى وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه من سعر الفائدة إلى مؤشر السوق؛

خامساً: دراسة (الزغبى، 2000): وأخيراً ومن حيث السوق المالي الأردني نجد هذه الدراسة والتي اختبرت العلاقة ما بين العوامل الاقتصادية الكلية ومن ضمنها سعر الفائدة على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي خلال الفترة (1978-1998). تم استخدام نموذج الانحدار الخطي وطريقة المربعات الصغرى (OLS) لقياس الأثر. توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات الاقتصادية مجتمعة والمؤشر العام لسوق عمان المالي، فضلاً عن وجود علاقة اقتصادية وإحصائية بين كل متغير على حدة ومؤشر أسعار الأسهم، باستثناء إبطاء المؤشر العام للسوق لفترة سابقة (آل طعمه، 2007، صفحة 08).

ومن خلال القراءة الأولية للدراسات السابقة المطبقة على عدد من الدول وبأساليب تحليل مختلفة، نجد أن معظمها قد توصلت إلى نتيجة واحدة وهي؛ التأثير السلبي لسعر الفائدة على أداء سوق الأوراق المالية، وهو ما يتفق في الغالب والنظرية الاقتصادية التي تشير إلى العلاقة العكسية بين المتغيرين.

المبحث الثالث: علاقة عرض النقود بأداء سوق الأوراق المالية

يعتبر التغير في عرض النقود وفي معدلات نموها من أكثر العوامل الخارجية تأثيراً على أداء سوق الأوراق المالية، حيث يربط البعض التقلبات الحاصلة في أسعار الأوراق المالية وبخاصة الأسهم بنوع السياسة النقدية المطبقة (توسعية/ أو انكماشية)، والتي تستطيع السلطات النقدية من خلالها التأثير على عرض النقود مما يؤثر إيجاباً أو سلباً على أداء وفاعلية السوق المالي. وللتوضيح أكثر سنحاول من خلال هذا المبحث تناول عموميات حول المعروض النقدي، ثم أهم نظرياته، لنشير في الأخير إلى طبيعة العلاقة بينه وبين سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: عموميات حول المعروض النقدي

في هذا المطلب سنحاول التطرق وبشيء من التفصيل لعموميات حول المعروض النقدي؛ من مفهوم، مكونات، ومحددات لعرض النقود من حيث الجهات والعوامل المؤثرة.

الفرع الأول: مفهوم عرض النقود وأهم مكوناته

في هذا الفرع سنحاول تحديد مفهوم للعرض النقدي مع تبيان لأهم مكوناته.

أولاً: مفهوم عرض النقود (money supply): لقد أعطيت عدة تعاريف للمعروض النقدي نحاول فيما يلي إدراج البعض منها:

يعرف المعروض النقدي على أنه: "تلك الكمية من النقود المتوافرة في فترة زمنية معينة، والتي تتحدد عادة من قبل السلطات النقدية، أو هي الكمية النقدية المتمثلة في وسائل الدفع بجميع أنواعها" (بلعوز، 2017، صفحة 49). كما يعرف بأنه: "مجموع وسائل الدفع بجميع أنواعها وهي البنكنوت المصدر، العملات المساعدة (ورقية ومعدنية)، النقود المصرفية، والودائع الجارية لدى البنوك التجارية لتمتعها بالقوة الشرائية المباشرة" (العصار و الحلبي، 2000، صفحة 55).

وفي تعريف آخر هو: جميع العملات والأدوات السائلة الأخرى في اقتصاد الدولة في التاريخ الذي يتم قياسه، ويشمل المعروض النقدي تقريباً كلاً من النقد والودائع التي يمكن استخدامها بسهولة مثل النقد (THE INVESTOPEDIA, 2022).

ويعرفه البعض بأنه: "الالتزامات التي تقع على عاتق الاقتصاد الوطني والتي تمثلها المؤسسات المصدرة للنقد، وهي تعتبر حقاً لحائزيها من عائلات ومشروعات وهي التي تمكنها في نهاية المطاف من الحصول على السلع والخدمات" (حايد و وآخرون، 2022، صفحة 168).

مما سبق يمكننا أن نعرف المعروض النقدي على أنه مقدار النقد أو كمية النقود المتداولة في الاقتصاد الوطني خلال فترة زمنية معينة، والمتمثلة في وسائل الدفع بجميع أنواعها، والمتواجدة في حوزة الأفراد والمشروعات والمؤسسات المختلفة، وهي التي تمكنها في نهاية المطاف من الحصول على السلع والخدمات.

ثانياً: مكونات عرض النقود: ظهرت مفاهيم/ أو كما يسميها البعض مقاييس متنوعة لعرض النقد وتطورت حسب التطور الاقتصادي والمالي للمجتمعات. نستعرض الأساسية منها في الآتي:

أ- عرض النقد بالمعنى الضيق ($M1$): يركز هذا المفهوم على وظيفة النقد كأداة مبادلة، ويشمل العملة في التداول خارج الجهاز المصرفي الصادرة عن البنك المركزي في شكل أوراق نقدية ومساعدة، مضافا إليها ودائع تحت الطلب التي يمكن السحب عليها بشيكات، والذي يأخذ شكل المعادلة التالية: $M1=C+DD$. حيث أن؛ $M1$: يمثل عرض النقد بالمعنى الضيق، C : تمثل العملة في التداول، DD : تمثل الودائع الجارية (النعماوي و آخرون، 2018، صفحة 12)؛

ب- عرض النقد بالمعنى الواسع ($M2$): أما هذا المفهوم فيركز على وظيفة النقد كمخزن للقيمة أو الثروة (الأفندي، 2018، صفحة 410)، لذلك فهو يشتمل على عرض النقد بالمعنى الضيق $M1$ مضافا إليه الودائع لأجل وودائع التوفير لدى البنوك التجارية. يعتبر مؤشر مهم لتحديد اتجاه النمو في عرض النقد ومستوى النشاط الاقتصادي لأن $M1$ لا يعبر عن كمية النقد المتوفرة فعلا في الاقتصاد. كما أنه يأخذ شكل المعادلة التالية: $M2=M1+Td+Sd$. حيث أن؛ $M2$: يمثل عرض النقد بالمعنى الواسع، Td : تمثل الودائع لأجل، Sd : تمثل ودائع التوفير (النعماوي و آخرون، 2018، صفحة 12)؛

ت- عرض النقد بالمعنى الأوسع ($M3$): يعرف هذا المفهوم باسم السيولة المحلية/ أو مجموع وسائل تخزين القيم فهو يضم إلى جانب $M2$ كل من؛ الودائع لأجل لدى المؤسسات المالية غير المصرفية الموجودة لدى صناديق التوفير والاحتياط وكذلك سندات الخزينة العمومية والمكتتبه من طرف الخواص والمؤسسات غير المالية، وعلى الرغم من دورها الكبير (أي هذه الودائع) في عرض النقود فإنه من الصعب إدراجها في حساب الكتلة النقدية، والسبب هو أن هذه المؤسسات لا تنتمي للقطاع المصرفي والنقدي وغير مراقبة بشكل كبير من طرف السلطة النقدية، هذا المفهوم يمكن كتابته معادلته وفق الصيغة التالية: $M3=M2+S$. حيث أن؛ $M3$: يمثل عرض النقد بالمعنى الأوسع، S : يمثل الودائع الادخارية (الأخرى)؛

ث- السيولة العامة (السيولة الاقتصادية $M4$): وتضم العرض النقدي بالمعنى الأوسع $M3$ مضافا إليه بقية الأصول المالية المملوكة من قبل الوحدات الاقتصادية غير المصرفية؛ كالأوراق المالية العامة وسندات القروض الصادرة عن الحكومة، لذلك فقد ظهرت مجموعة من المؤسسات غير المصرفية إلى جانب البنوك التجارية حيث تقوم بعرض أصنافا من الأصول المالية الجديدة على الجمهور، والموجودة بيد الأعوان غير الماليين، ويمكن كتابة معادلة السيولة العامة للاقتصاد وفق الصيغة التالية: $M4=M3+Lm$. حيث أن؛ $M4$: تمثل السيولة العامة للاقتصاد، Lm : يمثل شهادات الودائع القابلة للتفاوض (حايد و آخرون، 2022، صفحة 170، 171).

وعلى العموم تبقى المفاهيم/ أو بالأحرى المقاييس الأكثر شيوعا في قياس المعروض النقدي المقياس الضيق للنقود ($M1$) والمقياس الواسع للنقود ($M2$)، حيث يحدد الأول عرض النقد على أساس وظيفة النقد كأداة مبادلة في حين يحدد الثاني عرض النقد على أساس وظيفة النقد كمخزن للقيمة أو للثروة.

الفرع الثاني: الجهات والعوامل المؤثرة في عرض النقود

يهتم هذا الفرع بدراسة محددات عرض النقود من حيث الجهات المؤثرة في عرض النقود ومن حيث العوامل المؤثرة/ أو المحددة لعرض النقود.

أولاً: الجهات المؤثرة في عرض النقود: يمكن القول أن عرض النقود يتأثر بثلاث جهات رئيسية؛ ممثلة في (الأفندي، 2012، الصفحات 240-242):

1- البنك المركزي central bank: يؤثر البنك المركزي على عرض النقود من خلال التحكم في القاعدة النقدية B إضافة إلى التأثير في مكونات مضاعف النقود m. القاعدة النقدية (B)؛ وهي كمية النقود الأساسية التي يصدرها البنك المركزي والتي نعبر عليها بالصيغة التالية: $B=C+R$. حيث أن؛ C: يمثل النقد المتداول، R: تمثل الاحتياطات في الجهاز المصرفي. ولذا فإن معادلة عرض النقود M يمكن صياغتها بالشكل الآتي: $M=mB$. ومن المعادلة نلاحظ أن البنك المركزي يؤثر على عرض النقود من خلال التأثير في كل من m، B - كما سبق وأن أشرنا-. كما يمكننا كتابة معادلة عرض النقود بدلالة التغيرات في المعادلة بالشكل الآتي: $\Delta M=m\Delta B$ أو $m=(\Delta M/\Delta B)$ ، أي أن؛

مضاعف النقود = (التغير في عرض النقود/ التغير في القاعدة النقدية)

2- الجمهور The public: يمارس الجمهور تأثيره على عرض النقود من خلال حجم كمية النقود التي يرغب في الاحتفاظ بها خارج البنوك مقارنة بحجم النقود التي يرغب في إيداعها بالبنوك أي؛ تعتمد على نسبة السيولة إلى حجم الودائع وعلى نسبة الودائع الآجلة إلى حجم الودائع. فإذا رمزنا بـ $(cd=C/D)$ و $(td=T/D)$ حيث تشير الأولى إلى نسبة السيولة التي يحتفظ بها الجمهور خارج البنوك، في حين تشير الثانية إلى نسبة الودائع الآجلة إلى إجمالي الودائع التي يحتفظ بها الجمهور داخل البنوك. فكلما كانت cd أقل (أي؛ كلما كانت td أكبر) فهذا يعني أن الجمهور يرغب في الإحتفاظ بحجم أكبر من النقود داخل البنوك، الأمر الذي يترتب عليه زيادة في قدرة البنوك على منح الإئتمان وبالتالي زيادة قدرتها على عرض النقود، ويحصل العكس لو كانت cd مرتفعة أي؛ أن الجمهور يرغب في الإحتفاظ بكميات كبيرة من النقود خارج البنوك، فمن الطبيعي في هذه الحالة أن تضعف قدرة البنوك على خلق النقود ومن ثم في التأثير على عرضها.

3- البنوك التجارية commercial banks: تعتمد قدرة البنوك التجارية في التأثير على حجم المعروض النقدي على عدد من العوامل والمحددات؛ نختصرها في (الأفندي، 2018، صفحة 420):

✓ مدى تفضيل البنوك التجارية للإحتفاظ باحتياطات فائضة، ذلك أنه كلما احتفظت هذه الأخيرة باحتياطات فائضة كبيرة لديها (في خزائنها) أو لدى البنك المركزي فإن ذلك يضعف من قدرتها في التأثير على عرض النقود؛

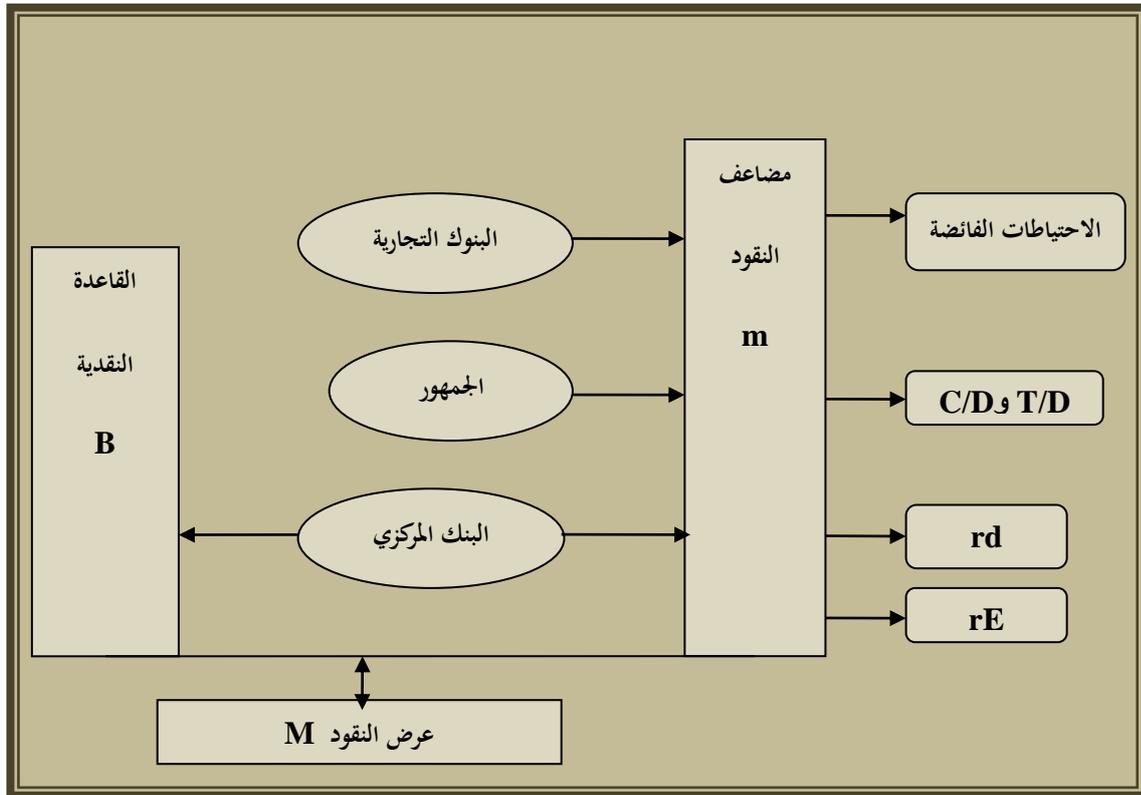
✓ حجم ودائع الجمهور في البنوك التجارية وكذا مدى انتشار عادة التعامل مع المصارف من خلال الشيكات والحوالات والوسائل المصرفية الحديثة؛

✓ مدى رغبة الجمهور في طلب القروض والائتمان من البنوك التجارية، فكلما كان الطلب على قروض البنوك التجارية نشطا كلما زادت قدرتها في التأثير على عرض النقود؛

✓ وأخيرا سياسة البنك المركزي فيما يتعلق بنسبة الاحتياطي القانوني، فكلما كانت النسبة مرتفعة كلما ضعف تأثير البنوك على خلق النقود (الإئتمان) وبالتالي على المعروض منها.

وتبقى القرارات التي تتخذها هذه الجهات ومهما كان تفاوتها تؤثر وبدرجة ملحوظة على خلق النقود ومن ثم على اتجاه وحجم المعروض منها، والشكل الآتي يوضح لنا الجهات الثلاث المؤثرة في عرض النقود.

شكل رقم (25): الجهات المؤثرة في عرض النقود



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على؛ (الأفندي، 2012، صفحة 244)

ثانيا: العوامل المؤثرة في عرض النقود: لقد كان الاتجاه التقليدي ولفترة من الزمن يرى أن عرض النقود متغير خارجي لا يتحدد وفق عوامل موضوعية، ليأتي الاتجاه الحديث ويثبت العكس بمعنى؛ أن عرض النقود متغير داخلي يتأثر بعدة عوامل اقتصادية نحدد أهمها؛ في ('العوامل المؤثرة في عرض النقود"، 2012):

أ- السياسات النقدية والمالية: حيث تستطيع الدولة من خلالها التأثير على عرض النقود فإذا أرادت مثلاً تخفيض عرض النقود؛ تقوم هذه الأخيرة ممثلة بالبنك المركزي برفع نسبة الاحتياطي القانوني أو رفع سعر الخصم أو دخول السوق المفتوحة (الحرّة) في هيئة بائع للسندات الحكومية عند استخدامها للسياسة النقدية، أما إذا أرادت زيادة عرض النقود باستخدام السياسة المالية مثلاً فإنها تعمل على تخفيض الضرائب أو زيادة الإنفاق الحكومي أو الاثنين معاً لجوئها للاقتراض من الهيئات العامة في الدولة بما يسمى بالدين العام؛

ب- تطور النظام المالي: كلما تطورت الأنظمة المالية كلما أدى ذلك إلى خلق أنواع جديدة من الأصول المالية كأشبهه النقود، وكذا إلى دخول رؤوس أموال جديدة وأجنبية في الاستثمار؛

ت- التوسع الاقتصادي: في ظل التوسع الاقتصادي تستطيع الحكومة الزيادة في عرض النقود مع التزامها بمعايير صارمة يكون الهدف منها هو المحافظة على التوازن في الاقتصاد، أي؛ يجب عليها أن تلائم بين عرض النقود وكمية السلع والخدمات المنتجة لديها بمعنى أن؛ تغير عرض النقود يجب أن يتلاءم مع الوضع الاقتصادي السائد.

مما سبق نستنتج أن العوامل السالف ذكرها ليست وحدها المؤثرة في عرض النقود، بل هناك عوامل أخرى يمكنها أن تؤثر في هذا الأخير؛ كالتضخم، سعر الفائدة، معدل النمو الاقتصادي، حالة النشاط الاقتصادي (رواج/ أو كساد)، البطالة... وغيرها، فالمعروض النقدي إذن هو دالة في كل هذه العوامل المؤثرة.

المطلب الثاني: نظريات عرض النقود

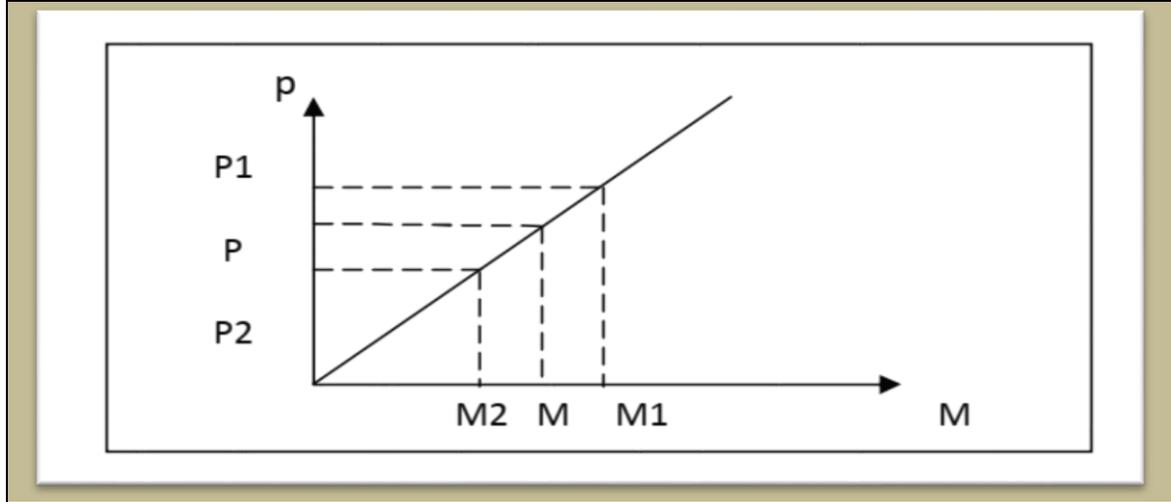
سيتم في هذا المطلب استعراض أهم النظريات الاقتصادية التي أشارت لعرض النقود استناداً إلى وجهات نظر أصحابها ومؤيديها؛ بالترتيب التالي:

الفرع الأول: عرض النقود في إطار النظرية الكلاسيكية

يتكون عرض النقود عند الكلاسيك من جميع الوسائل التي تتمتع بالقبول العام في الوفاء بالالتزامات المالية لدى المجتمع، والتي تضم؛ النقود الائتمانية والنقود الكتابية، فعرض النقود إذن في لحظة معينة من الزمن هو مجموع النقود المذكورة، والتي تعرف من الإحصائيات التي يقدمها البنك المركزي (بوعمامة، 2017، صفحة 06). أي؛ سنحصل على مقياس كمي للنقود (إكن، 2011، صفحة 16)، "أما عرض النقود خلال فترة زمنية معينة فمن الضروري إدخال سرعة تداول النقود عند احتسابه، ويُحصل عليه من خلال ضرب كمية النقود المتداولة في سرعة تداولها" (بوعمامة، 2017، صفحة 06). أي؛ الحصول على المقدار الفعلي للنقود التي تم تداولها والتي استعملت ولفترة معينة من الزمن في كافة المبادلات الاقتصادية سواء كان ذلك على مستوى الأفراد أو المشروعات (إكن، 2011، صفحة 16، 17). وحسب افتراضات الكلاسيك فإن أي تغير في كمية النقود المعروضة سيؤدي مباشرة إلى تغير في المستوى العام للأسعار بنفس النسبة وفي نفس الاتجاه مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة؛ "سرعة دوران النقد وحجم المعاملات". وبالتالي فإن عرض النقود

حسب الكلاسيك؛ متغيراً مستقلاً والمستوى العام للأسعار متغيراً تابعاً يتأثر بشكل مباشر ومتناسب مع كمية النقد المعروضة. ويمكن تلخيص نظرة الكلاسيك إلى العرض النقدي من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (26): العرض النقدي في إطار المفهوم الكلاسيكي



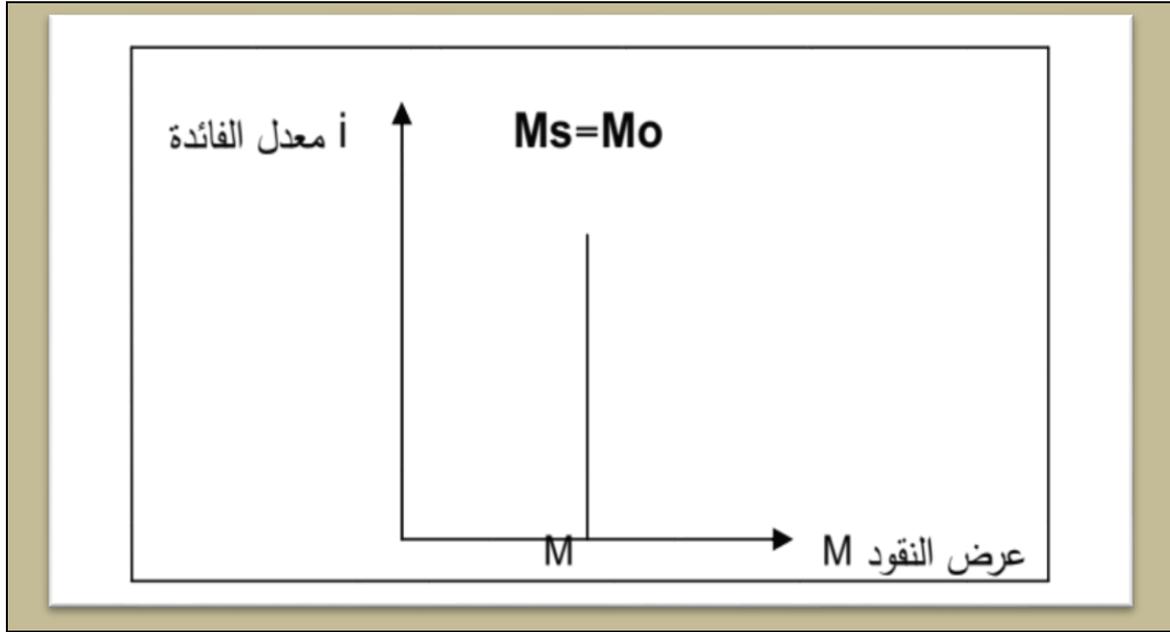
المصدر : (إكن، 2011، صفحة 15)

يظهر من الشكل أعلاه أن الزيادة في عرض النقود من M إلى $M1$ تؤدي إلى ارتفاع بنفس المقدار في المستوى العام للأسعار من P إلى $P1$ ، وبالمقابل عند انخفاض الكمية المعروضة من النقد من M إلى $M2$ يترتب عليها انخفاض في الأسعار بنفس المقدار من P إلى $P2$ ، فالمستوى العام للأسعار إذن هو دالة في كمية النقود المعروضة أي أن؛ $P=F(M)$ ، وبالتالي فإن الأثر الوحيد للتغير في كمية النقود المعروضة -حسب الفكر الكلاسيكي- هو التغير في المستوى العام للأسعار.

الفرع الثاني: عرض النقود في إطار النظرية الكينزية

انطلق "كينز" من فكرة ضرورة تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية من أجل تصحيح الاختلالات، وهو ما جعله يوكل للسلطة النقدية مهمة الإشراف على عرض النقود -أي؛ اعتبره متغيراً خارجياً يتم تحديده من طرف السلطات النقدية-، وتحديد تلك الكمية منه يكون مستقلاً تماماً عن متغير سعر الفائدة، وذلك لأن السلطة النقدية لا تخضع للمتغيرات الاقتصادية فحسب وإنما أيضاً للسياسية والاجتماعية، الأمر الذي يجعلها تلجأ إما إلى تقييد أو توسيع إصدارها النقدي، وعليه فدالة عرض النقود تأخذ شكل المعادلة التالية؛ $M_s = M_o$ ، والتي نعب عنها ببيانها بخط رأسي موازي للمحور العمودي الذي يمثل معدل الفائدة (عبد الله، 2014، صفحة 35). ويمكن ترجمة النظرية الكينزية للعرض النقدي من خلال الشكل البياني التالي:

شكل رقم (27): عرض النقود في التحليل الكينزي



المصدر: (عبد الله، 2014، صفحة 35)

الفرع الثالث: عرض النقود في إطار النظرية النقدية الحديثة

يرى "فريدمان" أن عرض النقود هو المحدد الرئيسي لمستويات الناتج والعمالة في الأجل القصير ومستوى الأسعار في الأجل الطويل (جليط، 2016، صفحة 98)، وتمثل مساهمته أي؛ فريدمان في موضوع عرض النقود جسب رأيه أن تحقيق الاستقرار الاقتصادي يتطلب زيادة في عرض النقود تكون بنسبة ثابتة ومستقرة تتلاءم ومعدل النمو الاقتصادي، ومن هنا فأنصار هذا الرأي يرون أنه على البنوك المركزية أن تهمل معدلات الفائدة حتى يمكن أن تركز على استقرار معدل زيادة عرض النقود بالموازاة ومعدل نمو الاقتصاد، علاوة على ذلك فالأهمية يجب أن تولى لعرض النقد كما يرى فريدمان وليس للطلب عليه كما يرى "كينز"، كما أن معدل الزيادة في عرض الكتلة النقدية هو ذلك المعدل الذي يحقق استقرارا في الناتج الوطني الإجمالي أي؛ $(\Delta M / \Delta PIB) = 1$ وهو ما يعني؛ $\Delta M = F(\Delta Y)$ أي أن التغير في الإصدار النقدي هو دالة في التغير الحقيقي (عبد الله، 2014، صفحة 48). فحسب المؤيدين لهذا الرأي إذن (النقديين) فإنه وللحد من التقلبات الاقتصادية يجب التحكم في العرض النقدي والذي يكون بمعدل ثابت يتفق ومعدل نمو الاقتصاد الوطني في الأجل الطويل، بما يؤدي إلى استقرار جزئي في الأسعار، وعلى هذا الأساس فعرض النقود يعتبر متغيرا خارجيا، يؤثر تأثيرا مباشرا على مستويات الإنفاق والدخل في المدى القصير، وعلى مستويات الأسعار في المدى الطويل - كما سبق الإشارة إليه- الأمر الذي يسهل عملية التحكم في المعروض من النقد، وحتى يكون هذا التحكم فعالا يجب ألا يكون متأثرا بطلب الأعوان الاقتصاديين (بوعمامة، 2017، صفحة 09).

وبعد استعراضنا لأهم النظريات الاقتصادية المفسرة لعرض النقود تبين لنا أن هذا الأخير (أي؛ عرض النقود) متغير خارجي يتحدد خارج النموذج وبشكل مستقل عن الطلب عليه، وهو ما أقرته كل من النظرية الكلاسيكية، الكينزية، والمدرسة النقدية الحديثة.

المطلب الثالث: التحليل الاقتصادي للعلاقة بين المعروض النقدي وأداء سوق الأوراق المالية

في هذا المطلب سيتم التطرق للتحليل الاقتصادي للعلاقة بين المعروض النقدي وأداء سوق الأوراق المالية من خلال؛ الإطار النظري والدراسات السابقة للعلاقة بين المتغيرين؛ وفق الآتي:

الفرع الأول: الإطار النظري للعلاقة

يقصد بعرض النقود كمية النقود المعروضة (المتداولة) في الاقتصاد وبمختلف أنواعها (عبد اللاوي، 2007، صفحة 71). والتي عادة ما يؤثر ويتحكم البنك المركزي في كمياتها بما يتلاءم وتطور النشاط الاقتصادي واستقراره، ولما كان نشاط السوق المالي جزءاً مهماً من النشاط الاقتصادي لأي دولة، فإن أي تغيير في عرض النقود سيكون له تأثيراته في هذه السوق، وفي هذا الصدد أثار انتقال الصدمات النقدية إلى سوق الأوراق المالية جدلاً واسعاً بين العديد من مفكري المدارس الاقتصادية، تركز حول نوع وطبيعة العلاقة التي تربط عرض النقد بأسعار الأوراق المالية، فضلاً عن الآلية التي يتم من خلالها انتقال أثر التغيير فيه إلى سوق الأوراق المالية (آل طعمة، 2007، صفحة 65). فكان من أوائل الباحثين والاقتصاديين الذين تناولوا هذه العلاقة ما بين عرض النقود ومستوى النشاط الاقتصادي العالمين (Friedman & Schwartz عام 1963)، حيث قاما بإجراء عدة دراسات قياسية وإحصائية في الولايات المتحدة والتي خلصت إلى وجود علاقة طردية بين المتغيرين (الكمية المعروضة من النقد ومستوى النشاط الاقتصادي) (عنانزه و بطارسه، 2017، صفحة 96)؛ بمعنى أن زيادة المعروض من النقود يتبعها تحسن في مستوى أداء الاقتصاد، وذلك على أساس أن زيادة عرض النقود -على فرض ثبات المطلوب منها- يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة مما يشجع على الاستثمار، ويؤدي بالتبعية إلى زيادة الإنتاج وانخفاض نسبة البطالة، وينعكس ذلك في زيادة مستوى الطلب على المنتجات وبالتالي زيادة أرباح الشركات ومنشآت الأعمال مما يرفع من أسعار الأسهم في أسواق رأس المال (هندي، 2009، صفحة 291). وقد شكك الكثير من الباحثين في هذا الاستنتاج حيث أكد (Keran عام 1971) أن العلاقة التي تربط عرض النقد بأسعار الأوراق المالية هي علاقة عكسية، وتم تفسير ذلك أنه في حالة زيادة المعروض النقدي فإن له تأثير سلبي على أرباح الشركات بسبب التضخم مما يرفع معدل الحد الأدنى للعائد الذي يطلبه المستثمرون على أموالهم وبالتالي يؤدي إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية (عنانزه و بطارسه، 2017، صفحة 96). هذا وقد تباينت نتائج الدراسات بين هاتين النتيجةين/ أو الفرضيتين (فرضية Friedman & Schwartz) و(فرضية Keran) فالبعض منها توصل إلى وجود علاقة عكسية بين المتغيرين في حين أثبت البعض الآخر وجود علاقة طردية -وهو السائد تقريباً-.

الفرع الثاني: الدراسات السابقة

وفي نفس السياق جاءت عدة دراسات تؤيد وجود علاقة بين المتغيرين "المعروض النقدي وسوق الأوراق المالية"، ومن البحوث والدراسات التي تناولت جانبا أو آخر من جوانب هذا الموضوع؛ نجد:

أولاً: دراسة (Sahu & Pandey, 2020, pp. 108–123): والتي بحثت في تأثير التغيرات في عرض النقود على أسعار الأسهم في الهند باستخدام نماذج الانحدار الذاتي للمتجهات خلال الفترة (1996–2016). تشير نتيجة اختبار جوهانسون للتكامل المشترك إلى وجود علاقة تكامل إيجابية وكبيرة بين نمو المعروض النقدي وأسعار الأسهم في الهند على المدى الطويل، لكن نتيجة نموذج تصحيح خطأ المتجه (VECM) لا تظهر أي علاقة مهمة على المدى القصير، كما يشير مصطلح تصحيح الخطأ لـ VECM عن علاقة سببية أحادية الاتجاه وطويلة المدى من عرض النقود إلى أسعار الأسهم، في حين يؤكد اختبار السببية لجرانجر أن معدل نمو المعروض النقدي لا يتسبب في حركة سوق الأسهم في الهند على المدى القصير، وأخيرا يشير تحليل وظيفة الاستجابة الاندفاعية إلى أن الصدمة الإيجابية في عرض النقود لها تأثير صغير ولكن إيجابي باستمرار على أسعار الأسهم في الهند؛

ثانياً: دراسة (Hamidon, Roseziahazni, Azmin, & Abu Samah, 2018, pp. 146–153): والتي حاولت البحث في العوامل التي تؤثر على أداء سوق الأوراق المالية من ضمنها المعروض النقدي، في دول الآسيان 5- من يناير 2000 إلى ديسمبر 2016 على أساس شهري لكل دولة وهي؛ ماليزيا، سنغافورة، إندونيسيا، تايلاند والفلبين، بالاعتماد على نموذج التأثير العشوائي. أوضحت نتائج الدراسة أن عرض النقود، التضخم وتغيرات أسعار النفط علاقة إيجابية بأداء سوق الأسهم، أما الاستثمار الأجنبي المباشر وحجم التجارة فلهما علاقة سلبية بالأداء؛

ثالثاً: دراسة (Vladimír, 2017, pp. 465–472): والتي تطرقت إلى كيفية تأثير المعروض النقدي على مؤشر الأسهم (S&P 500) في سوق الأوراق المالية الأمريكي لفترة زمنية طويلة نسبياً (من 1952 إلى 2015). تم استخدام منهجية جوهانسون للتكامل المشترك في الجزء التجريبي من الورقة لتحليل العلاقات قصيرة المدى وطويلة المدى بين متغيرات الدراسة. أظهرت النتائج أن عرض النقود يؤثر إيجابياً على تقييم مؤشر S&P 500 على المدى القصير. ويمكن تمييز التأثير أيضاً على المدى الطويل.

رابعاً: دراسة (بن دحان، 2017، الصفحات 41-60): وأما هذه الدراسة والتي حاول فيها الباحث اختبار أثر التغيرات في عرض النقود على بورصة الأوراق المالية التونسية من خلال قياس أثر هذه التغيرات على قيمتها السوقية للفترة (2012-2017). تم تطبيق منهجية التكامل المشترك لجوهانسون واختبار السببية لجرانجر. توصلت الدراسة إلى وجود

علاقة تكامل مشترك بين عرض النقود والقيمة السوقية للبورصة، أما نتائج السببية لجرائج فنظهر وجود سببية قصيرة الأجل وباتجاه واحد من عرض النقود إلى القيمة السوقية لبورصة تونس؛

خامسا: دراسة (المومني و ملاوي، 2011، الصفحات 1875-1898): وأخيرا ومن حيث السوق المالي الأردني فإن هذه الدراسة والتي حاول من خلالها الباحثان تفسير أثر عرض النقود على أداء بورصة عمان للفترة (2006 1978)، تم تطبيق نموذج متجه الانحدار الذاتي (VAR)، توصلوا الباحثان لوجود علاقة ايجابية قصيرة الأجل فيما بين عرض النقود بمفهومي الضيق (M1) والواسع (M2) ومؤشرات البورصة المختارة.

إن كل ما ذكر من دراسات سابقة لبحث العلاقة بين المتغيرين تؤكد جميعها تقريبا على نتيجة واحدة وهي؛ التأثير الايجابي لعرض النقود على أداء سوق الأوراق المالية -مع بعض الاستثناءات في الأجلين القصير والطويل-، وهو ما يتفق وفرضية "Friedman & Schwartz" (تؤيد الفرضية) والتي تنص على العلاقة الطردية بين المتغيرين.

المبحث الرابع: علاقة سعر الصرف بأداء سوق الأوراق المالية

يعد سعر الصرف من المؤشرات الاقتصادية الهامة التي تؤثر على الاستقرار الاقتصادي العام ومن ثم على أداء سوق الأوراق المالية؛ إذ أن أي تقلب في معدلاته سينعكس بشكل مباشر/ أو غير مباشر على هذه السوق، وعليه وجب دراسة العلاقة بين المتغيرين وتحليل منطقاتها ومعرفة درجة التأثير الذي يمارسه سعر الصرف على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، ولكن قبل ذلك سنحاول تقديم مفاهيم أساسية حول سعر الصرف، ثم استعراض لأهم نظرياته.

المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول سعر الصرف

في هذا المطلب سنحاول تقديم بعض المفاهيم الأساسية المتعلقة بسعر الصرف من؛ مفهوم، أنواع، وظائف، وعوامل مؤثرة على هذا الأخير.

الفرع الأول: مفهوم سعر الصرف وأهم أنواعه

سنحاول في هذا الفرع تقديم مفهوم لسعر الصرف مع استعراض لأهم أنواعه.

أولاً: مفهوم سعر الصرف (exchange rate): لقد أعطيت عدة تعاريف لسعر الصرف نتناول منها الآتي:

عرف سعر الصرف بأنه: "سعر العملة المحلية لوحدة من العملات الأجنبية" (Douglas & Ian, 2017, p. 220). أو هو؛ "عدد الوحدات من العملة المحلية اللازمة لشراء وحدة واحدة من الصرف (العملة) الأجنبية" (صافي و البكري، 2009، صفحة 184).

وغير أيضا بأنه: نسبة التبادل بين وحدة النقد الأجنبية ووحدة النقد الوطنية، ومعنى أدق هو السعر الذي يتم به شراء أو بيع عملة ما مقابل وحدة واحدة من عملة أخرى (الحمزاوي، 2004، صفحة 17).

وفي تعريف آخر هو: سعر عملة مقابل عملة أخرى (GREENLAW & SHAPIRO, 2011, p. 158)، "أو هو نسبة مبادلة عملتين، فأحد العملتين تعتبر سلعة والعملة الأخرى تعتبر ثمنًا لها" (بوخاري، 2010، صفحة 120).

ويعرفه البعض بأنه: "العلاقة (المعدل) التي يتم على أساسها تبادل العملة الوطنية مقابل عملة أجنبية معينة. ويتغير هذا السعر يوميًا في سوق الصرف تبعًا لتغير العرض والطلب على الصرف الأجنبي" (لطرش، 2012، صفحة 216).

مما سبق نستنتج أن **سعر الصرف** هو العملية التي يتم بموجبها استبدال عملة بعملة أخرى، حيث يعد بمثابة أداة/ أو حلقة وصل بين عملتين (محلية وأجنبية)، أحدهما تعتبر سلعة والأخرى ثمنًا لها. هذا السعر يتغير يوميًا في سوق الصرف تبعًا لتغير العرض والطلب على الصرف الأجنبي.

ثانياً: أنواع سعر الصرف: لسعر الصرف عدة أنواع نستعرض بعضها؛ فيما يلي:

أ- **سعر الصرف الاسمي nominal exchange rate**: يعبر سعر الصرف الاسمي عن عدد الوحدات من العملة المحلية التي تدفع كثمنًا لوحدة واحدة من العملة الأجنبية، فهو يمثل المقياس لقيمة عملة بلد ما والتي يمكن مبادلتها بقيمة عملة بلد آخر. يتم تبادل العملات بين بعضها البعض حسب الأسعار المعلنة لها، كما يتم تحديد سعر الصرف الاسمي لعملة ما في لحظة زمنية معينة تبعًا للعرض والطلب عليها في سوق الصرف، ولهذا يمكن لسعر الصرف أن يتغير تبعًا لتغير العرض والطلب وبدلالة نظام الصرف المعتمد في البلد. هذا وتعدد أشكال هذا النوع من أسعار الصرف إلى؛ **سعر صرف رسمي** وهو السعر المعمول به فيما يخص المبادلات التجارية الرسمية، و**سعر صرف موازي** وهو السعر المعمول به في الأسواق الموازية (السيد متولي، 2011، صفحة 115، 116).

ب- **سعر الصرف الحقيقي real exchange rate**: "يعبر سعر الصرف الحقيقي عن عدد الوحدات من السلع المحلية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع الأجنبية" (عبد المطلب، 2016، صفحة 21)، "وهو سعر الصرف الاسمي المعدل من خلال احتساب الآثار التضخمية" (عبد الزهرة، 2017، صفحة 481). هذا النوع من الأسعار أي؛ الحقيقي هو السعر الذي يأخذ بعين الاعتبار المستوى العام للأسعار في بلدين، فإذا كان المستوى العام للأسعار في بلد ما هو (P) وفي البلد الأجنبي هو (P*)، وكان (E) هو سعر الصرف الاسمي فإن سعر الصرف الحقيقي يعرف وفق الصيغة التالية: $\epsilon = EP^*/P$ ، حيث يمثل (ε) الأسعار الأجنبية بدلالة الأسعار المحلية (بوخاري، 2010، صفحة 120).

ت- **سعر الصرف الفعلي The actual exchange rate**: يعبر سعر الصرف الفعلي عن المؤشر الذي يقيس متوسط التغير في سعر صرف عملة ما بالنسبة لعملة أخرى في فترة زمنية معينة، فهو يدل على مدى تحسن أو تطور عملة بلد ما مقارنة بمجموعة أو بسلة من العملات الأخرى، كما يوضح التغير في هذا المؤشر على زيادة أو انخفاض قيمة العملة المحلية مقابل مجموع العملات الأخرى، هذا وتختلف قيمته باختلاف عدة عوامل نذكر منها؛ سنة الأساس، الدول المتعامل معها، الأوزان المعتمدة في تكوين السلة..... وغيرها (عبد المطلب، 2016، صفحة 25).

ث- **سعر الصرف التوازني equilibrium exchange rate**: "يقصد به ذلك السعر الذي يتحدد بقوى العرض والطلب لإحدى العملات، ويمثل التوازن المستديم لميزان المدفوعات عندما يكون الاقتصاد ينمو بمعدل طبيعي" (خبازي، 2018، صفحة 77).

وإضافة لما سبق ذكره من أنواع، هناك أشكال أخرى لسعر الصرف تختلف وتتنوع حسب المعيار المحدد لعملية التقسيم تلك، فمنها ما يقسم على أساس الحركية (سعر الصرف الثابت وسعر الصرف المرن)، ومنها ما يقسم على أساس الزمن (سعر الصرف العاجل وسعر الصرف الآجل)، وآخر على أساس القيمة (سعر الصرف الاسمي وسعر الصرف الحقيقي) المشار إليهما سابقا.... وغيرها.

الفرع الثاني: وظائف سعر الصرف والعوامل المؤثرة فيه

في هذا الفرع سيتم التطرق لأهم الوظائف المنوطة بسعر الصرف والعوامل المؤثرة فيه.

أولاً: وظائف سعر الصرف: لسعر الصرف عدة وظائف نذكر أهمها؛ فيما يلي (بوعبد الله، 2014، صفحة 68، 69):

أ- **وظيفة قياسية:** "حيث يعتمد المنتجون المحليون على سعر الصرف لغرض قياس ومقارنة الأسعار المحلية مع أسعار السوق العالمية، وبالتالي يمثل سعر الصرف حلقة وصل بين الأسعار المحلية والعالمية؛"

ب- **وظيفة تطويرية:** أي يمكن أن يساهم سعر الصرف في تطوير صادرات دول معينة اتجاه مناطق معينة، من خلال دوره في تشجيع تلك الصادرات هذا من جهة، ومن جهة أخرى قد يؤدي سعر الصرف إلى الاستغناء أو الحد (تعطيل) فروع صناعية معينة، كما يمكن الاعتماد عليه لتشجيع استيرادات معينة، وبالتالي يمكن القول أن سعر الصرف يؤثر على التركيب السلعي والجغرافي للتجارة الخارجية للدول؛

ت- **وظيفة توزيعية:** أي أن سعر الصرف ونتيجة ارتباطه بالتجارة الخارجية يمارس وظيفة توزيعية على مستوى الاقتصاد الدولي، حيث تقوم هذه الأخيرة أي؛ التجارة الخارجية ومن خلال سعر الصرف بإعادة توزيع الدخل القومي والثروات الوطنية بين أقطار العالم.

وختاماً نستخلص أن لسعر الصرف ثلاثة وظائف متكاملة فيما بينها؛ قياسية، تطويرية، توزيعية. تعكس الدور الفعال والمؤثر لهذا الأخير في حركة السلع والخدمات والتدفقات النقدية بين مختلف دول العالم.

ثانياً: **العوامل المؤثرة في سعر الصرف**: هناك عدة عوامل تؤدي إلى حدوث تقلبات في أسعار الصرف؛ نستعرض أهمها؛ في الآتي (عبد الله، 2014، صفحة 66):

أ- **التغير في قيمة الصادرات والواردات**: عندما ترتفع قيمة الصادرات عن الواردات ستتجه قيمة العملة للارتفاع نتيجة لتزايد طلب الأجانب عليها، الأمر الذي يترتب عليه تشجيع الاستيراد من الخارج وهو ما يؤدي بسعر الصرف إلى العودة لحالة التوازن؛

ب- **ارتفاع معدل التضخم**: يعد التضخم أحد العوامل المؤثرة على سعر الصرف فارتفاع معدلاته في الداخل يؤدي إلى انخفاض القوة الشرائية للعملة المحلية وبالتالي تدهور سعر صرفها، ما يعكس أهمية المستوى العام للأسعار في التأثير على سعر الصرف؛

ت- **التغير في معدلات الفائدة المحلية**: تؤدي الزيادة في معدلات الفائدة الحقيقية أي؛ المعدلات التي تتكيف مع معدل التضخم المتوقع، إلى جذب رأس المال الأجنبي مما يؤدي تبعاً إلى ارتفاع قيمة العملة في سوق الصرف الأجنبي؛

ث- **التغير في معدلات الفائدة الأجنبية**: تؤدي المعدلات المرتفعة للفائدة في الأقطار الأخرى إلى تحفيز المستثمرين وتشجيعهم على استبدال عملتهم بعملات تلك الأقطار/ أو الدول في الأجل القصير وذلك بحثاً عن الأرباح، إذن فارتفاع معدلات الفائدة في الخارج سيعمل على زيادة الطلب على العملات الأجنبية وهذا من شأنه أن يؤثر على سعر الصرف؛

ج- **التدخلات الحكومية**: ويحدث هذا النوع من التدخلات عندما يحاول البنك المركزي تعديل سعر صرف العملة وذلك عندما لا يتلاءم وسياسته المالية والاقتصادية؛

ح- **العوامل السياسية والعسكرية**: تؤدي الاضطرابات السياسية والحروب المختلفة دوراً كبيراً في التأثير على سعر الصرف من خلال تأثيرها على الوضع الاقتصادي العام للبلد، حيث تتأثر معظم القطاعات الاقتصادية المكونة له وبصفة خاصة قطاعي الصناعة والتجارة الخارجية، مما يجعل اقتصاد البلد في وضع حرج نسبياً وتفقد الثقة بعملة هذا البلد جراء ارتفاع معدلات التضخم.

مما سبق يمكن القول أن **العوامل** السالف ذكرها ليست وحدها المؤثرة في سعر الصرف، بل توجد عوامل أخرى تؤدي إلى حدوث تقلبات في هذا الأخير؛ كتدفق الاستثمارات الأجنبية، السياسات الاقتصادية، معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي، التوقعات والإشاعات..... وغيرها. فسعر الصرف إذن هو دالة في كل هذه العوامل المؤثرة.

المطلب الثاني: نظريات تحديد سعر الصرف

تعددت النظريات المفسرة لتكوين/ أو تحديد سعر الصرف، لذلك سنقوم في هذا المطلب بدراسة أهمها وأكثرها شيوعاً؛ بالشكل التالي:

الفرع الأول: نظرية تعادل القوة الشرائية

تعد من أشهر النظريات في كيفية تحديد سعر الصرف، وتنسب إلى (جوستاف كاسل 1916). تستخدم هذه النظرية مفهوم تعادل القوى الشرائية للتنبؤ بالتحركات طويلة الأجل لسعر الصرف، وتقوم على فكرة مؤداها أن القيمة التوازنية للعملة تتحدد بين الأسعار المحلية والأسعار الخارجية؛ أي أن سعر صرف عملة ما يتحدد على أساس ما يمكن أن تشتريه هذه العملة في الداخل والخارج، فهي تركز على وجود علاقة بين تطورات أسعار الصرف والقدرة الشرائية للنقود (عبد المطلب، 2016، صفحة 43)، وتعطى بالعلاقة التالية (خبازي، 2018، صفحة 78):

$$\text{سعر الصرف الآني للعملة في الزمن 0} / \text{سعر الصرف الآني المتوقع للعملة في الزمن 01} = \text{مؤشر السعر في الخارج} / \text{مؤشر السعر في الداخل}$$

تعرضت هذه النظرية لجملة من الانتقادات؛ نحددها في (السيد متولي، 2011، صفحة 180):

- ✓ اختلاف أساليب قياس التضخم حسب نوع مؤشر الأسعار؛ كمؤشر أسعار المستهلكين، وأسعار المنتجين، أسعار الصادرات والواردات.... الخ؛
- ✓ أن هناك عناصر أخرى من غير الأسعار تؤثر على الميزان التجاري وميزان المدفوعات وبصفة خاصة؛ مرونة الطلب بالنسبة للدخل والأسعار، وكذلك مرونة الصادرات والواردات بالنسبة للمتغيرين نفسها؛
- ✓ تتعلق نظرية تعادل القوة الشرائية فقط بميزان العمليات الجارية وليس بكامل ميزان المدفوعات؛
- ✓ إن هذه النظرية تعتقد أنه بإمكاننا تقدير معدل التضخم في كل الدول بغض النظر عن تطور الأنظمة الإحصائية والإعلامية؛
- ✓ أن هناك عوامل أخرى مؤثرة في تحديد أسعار الصرف نذكر منها؛ تغير أذواق المستهلكين وظهور المنتجات البديلة.... وغيرها.

الفرع الثاني: نظرية تعادل أسعار الفائدة

يعد الاقتصادي الإنجليزي جون مينارد كينز أول من بحث في العلاقة بين سعر الصرف وأسعار الفائدة سنة 1923 من خلال نظرية تكافؤ أسعار الفائدة، والتي حاول من خلالها دراسة العلاقة الموجودة بين تغير أسعار الفائدة وأسعار الصرف في الأجل الطويل. ووفقا لهذه النظرية فإنه لا يمكن للمستثمرين الحصول على معدلات مردودية مرتفعة في الخارج عن تلك الممكنة تحقيقها في السوق المحلي عند توظيفهم للأموال في دول يكون فيها معدل الفائدة أكبر من ذلك السائد في السوق المحلي، لأن الفارق بين معدلات الفائدة يتم تعويضه بالفارق بين سعر الصرف الآني وسعر الصرف الآجل (خبازي، 2018، الصفحات 81-83)، ويمكننا التعبير عن ذلك بالصيغة التالية (خبازي، 2018، صفحة 83):

$$((CT-CC)/CC) = I_D - I_E$$

حيث أن: **CC**: يمثل سعر الصرف الآني (نقدا)، **CT**: سعر الصرف الآجل، **I_E**: هو معدل الفائدة الخارجي الاسمي، بينما **I_D**: معدل الفائدة الداخلي الاسمي.

وبالرغم من الإيجابيات التي أضافتها هذه النظرية لسعر الصرف، إلا أنها تعرضت هي الأخرى لبعض الانتقادات؛ أهمها (بوعبد الله، 2014، صفحة 73):

- ✓ أن معدلات الفائدة لا تمثل عاملا مهما في توجيه سلوك المحكمين؛
- ✓ يمكن أن تحدث عملية المضاربة آثارا تقلبية؛
- ✓ يمكن أن توجد حواجز تعيق تحركات رؤوس الأموال؛ كالرقابة على الصرف؛
- ✓ المحكمين لا يمكنهم القيام بعملية التحكيم مثلما تفرضه هذه النظرية.

الفرع الثالث: نظرية الأرصدة (ميزان المدفوعات)

يرى أصحاب هذه النظرية أن سوق الصرف هو الوجه الآخر لميزان المدفوعات، إذ أن تفاعل جانبي (الدائن/ والمدين) فيه هو الذي يحدد في النهاية سعر الصرف للعملة الوطنية (عبد الزهرة، 2017، صفحة 483)، بمعنى أدق؛ أن سعر الصرف لعملة دولة ما يتحدد على أساس رصيد الدولة في ميزان مدفوعاتها، فإذا كان رصيدها موجبا؛ فهذا يدل أن هناك فائضا يؤدي إلى زيادة الطلب على العملة المحلية وارتفاع قيمتها في الخارج، أما إذا حدث العكس وكان سالبا فهذا يدل على زيادة في عرض العملة المحلية وانخفاض قيمتها في الخارج (بوخاري، 2010، صفحة 129، 130).

في حين أن المعارضين لهذه النظرية يعتقدون أنه (عبد الزهرة، 2017، صفحة 483):

- ✓ من الصعب الإقرار بتأثير ميزان المدفوعات تلقائيا على أسعار الصرف التي تتدخل الحكومة عادة وبشكل مباشر في إدارتها؛

✓ أن سعر الصرف وميزان المدفوعات يرتبطان برباط سبي دائري، فأحدهما قد يكون في لحظة ما متغيراً تابعاً والآخر مستقلاً، والعكس في لحظة أخرى أي؛ قد يصبح التابع مستقلاً والمستقل تابعاً.

الفرع الرابع: نظرية الإنتاجية

وحسب هذه النظرية يتحدد سعر الصرف على أساس كفاية ومقدرة الجهاز الإنتاجي، وزيادة الإنتاجية بما فيها زيادة إنتاجية الفرد، ومن ثم مستوى معيشتته بما يتضمنه من ارتفاع في الدخل والأسعار الأمر الذي يؤدي إلى الحد أو التقليل من الصادرات وزيادة الواردات، ومن ثم زيادة الطلب على العملات الأجنبية (ارتفاع سعر صرفها) مقارنة بالعملة المحلية (انخفاض سعر صرفها)، ويحصل العكس في حالة انخفاض الأسعار المرتبطة بانخفاض الدخل، ومستويات المعيشة المتأتية من انخفاض الإنتاجية. لكن الملاحظ للواقع يرى خلاف ذلك، فنجد مثلاً أن الدول المتقدمة التي تزداد فيها الإنتاجية وترتفع فيها مستويات الدخل والأسعار هي التي تحقق ارتفاعاً مستمراً في صادراتها وارتفاع سعر صرف عملتها بينما لا يتحقق الشيء ذاته بالنسبة للدول النامية التي تنخفض فيها الإنتاجية والدخل وبالتالي الصادرات (بوخاري، 2010، صفحة 130).

وإضافة لما سبق عرضه من نظريات هناك نظريات أخرى يمكنها أن تؤثر في تحديد سعر الصرف -نكتفي بالإشارة إليها فقط-، منها؛ النظرية الكمية، نظرية توازن محفظة الأوراق المالية، نظرية أثر فيشر الدولية، نظرية كفاءة السوق.... وغيرها، وكلها تقوم بتفسير التغيرات في أسعار الصرف.

المطلب الثالث: التحليل الاقتصادي للعلاقة بين سعر الصرف وأداء سوق الأوراق المالية

في هذا المطلب سنحاول تقديم تحليلاً اقتصادياً للعلاقة بين سعر الصرف وأداء سوق الأوراق المالية من خلال؛ الإطار النظري والدراسات السابقة للعلاقة بين المتغيرين؛ وفق الآتي:

الفرع الأول: الإطار النظري للعلاقة

"يعبر سعر الصرف عن مركز الدولة في تعاملاتها مع العالم الخارجي إذا ما ترك حراً دون قيود، ويتحدد عندما تتساوى الكمية المعروضة من عملة ما مع المطلوب منها" (براق و حفيظ، 2016، صفحة 15). وتبرز أهميته بوصفه أحد العوامل المؤثرة في أداء سوق الأوراق المالية كونه أحد محددات النشاط الاقتصادي، وبما أن نشاط السوق المالي يعتبر جزءاً مهماً من النشاط الاقتصادي فإن أي تقلب في أسعار الصرف سيجد صداه فوراً في هذه السوق (آل طعمة، 2007، صفحة 77). أما عن طبيعة العلاقة بين سعر الصرف وتغيرات أسعار الأسهم فبالإضافة إلى ندرة البحوث والدراسات حول هذا الموضوع، لم تكن (أي؛ العلاقة) محل إجماع نظري بينها، لكن تشير عدة دراسات إلى أن العلاقة بين المتغيرين تكون من خلال منهجين مختلفين باختلاف علاقة التأثير (مباشرة/ أو غير مباشرة) (فاخر عبد الستار، 2002، صفحة 154). المنهج الأول؛ ينطلق من مبدأ العلاقة المباشرة بين سعر الصرف وأسعار الأسهم؛ إذ أن انخفاض قيمة عملة بلد

ما، من شأنه أن يجعل أسعار الموجودات المالية المحلية؛ كالأسهم أرخص نسبياً للمستثمرين الأجانب، الأمر الذي يترتب عليه زيادة في طلبهم عليها فتزداد سرعة تداولها وترتفع أسعارها تبعاً لهذا من جهة، ومن جهة أخرى فإن انخفاض قيمة العملة للبلد المعني، قد يدفع ببعض المستثمرين المحليين الذين يحتفظون بأرصدة نقدية محلية، إلى التخلص منها والتوجه صوب الموجودات المالية الأخرى؛ كالأسهم ومن ثم زيادة الطلب عليها وارتفاع أسعارها. وبذات الطريقة يؤثر ارتفاع قيمة عملة هذا البلد إلى تخفيض الطلب على الموجودات المالية وبالتالي انخفاض أسعارها (عطية، 2012، صفحة 17)، "وهذا يشير إلى العلاقة العكسية بين أسعار الصرف وأسعار الأسهم والسندات (بافتراض ثبات العوامل الأخرى)" (بسبع، 2015، صفحة 158). أما المنهج الثاني؛ فينطلق من مبدأ العلاقة غير المباشرة بين سعر الصرف وأسعار الأسهم، وفي هذا الإطار قام فيشر ودرنبيش (Fisher & Dornbusch 1980) بصياغة نموذج لتحديد أسعار الصرف - بإدخال دور الأسعار النسبية-، حيث تم ربط أسعار الصرف بالميزان التجاري، واعتبر أن انخفاض أو تخفيض قيمة عملة بشكل يؤدي لانخفاض سعر صرفها، من شأنه أن يزيد من القدرة التنافسية للشركات ومن ثم حجم صادراتها، فيزداد الطلب على أسهمها مما يرفع من أسعارها (براق و حفيظ، 2016، صفحة 15). "وينعكس سلبي على الشركات التي تعتمد على سلع مستوردة كمدخلات في عملياتها الإنتاجية الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع تكاليفها الإنتاجية وانخفاض أرباحها وبالتالي انخفاض أسعار أسهمها" (بسبع، 2015، صفحة 158).

الفرع الثاني: الدراسات السابقة

وفي هذا الصدد يمكن استعراض بعض الدراسات الخاصة بالعلاقة بين سعر الصرف وسوق الأوراق المالية من خلال؛ ما يلي:

أولاً: دراسة (دريش و وآخرون، 2019، الصفحات 233-248): تهدف هذه الدراسة إلى معرفة أثر تقلبات سعر صرف الرينغيت الماليزي على المؤشر العام لأسعار كوالالمبور المدرجة في سوق الأوراق المالية بماليزيا. تم الاستعانة بنموذج ARDL لاختبار العلاقة بين سعر الصرف والمؤشر العام للأسعار في ماليزيا للفترة (2013-2019). أفصحت نتائج التحليل عن وجود علاقة عكسية بين المتغيرات المذكورة، تتجه من سعر الصرف إلى مؤشر كوالالمبور، كما بينت نتائج الدراسة أن لتقلبات أسعار الصرف تأثير متباين و باتجاهات مختلفة على المؤشر للسوق المالي خلال المدى الطويل، وهذا يعني إمكانية استخدام سياسة سعر الصرف في التأثير على النشاط الاقتصادي من خلال التأثير في مؤشرات السوق المالية، وبالتالي توجيه سياسة سعر الصرف بالشكل الصحيح.

ثانياً: دراسة (Khan, 2019, pp. 15 - 26): والتي تبحث في تأثير سعر الصرف على عوائد الأسهم في بورصة Shenzhen من يناير 2008 إلى ديسمبر 2018 من خلال استخدام نموذج ARDL لفحص المدى القصير والارتباط طويل المدى بين متغيرات الدراسة. تشير نتائج ARDL المقدره إلى أن لسعر الصرف تأثير سلبي وهام على عوائد الأسهم في بورصة Shenzhen.

ثالثاً: دراسة (Philomena & Prince, 2016, pp. 312–327): حيث فحصت الدراسة العلاقة بين تحركات أسعار الصرف ورسمة سوق الأوراق المالية في غانا باستخدام تقنية جوهانسون للتكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ لبيانات السلاسل الزمنية ربع السنوية للفترة الممتدة من 1990 إلى 2013. وجدت الدراسة علاقة سلبية وهامة بين أسعار الصرف والقيمة السوقية للأسهم على المدى الطويل والمدى القصير، مما يشير إلى أن انخفاض قيمة السيدي الغاني مقابل الدولار الأمريكي يضر بأداء سوق الأوراق المالية في غانا (GSE).

رابعاً: دراسة (Suriani, Kumar, Farhan, & Muneer, 2015, pp. 385–388): وأما هذه الورقة فتبحث في العلاقة بين سوق الأوراق المالية وسوق الصرف في باكستان للفترة (من يناير 2004 إلى ديسمبر 2009). تم استخدام مؤشر KSE-100 كبديل لأسعار الأسهم بينما تم أخذ سعر عملة باك روبية مقابل الدولار الأمريكي (روبية/ دولار أمريكي) للتعرض لسعر الصرف. تشير نتائج الدراسة إلى أنه لا توجد علاقة بين سعر الصرف وسعر السهم وأن كلا المتغيرين مستقلان عن بعضهما البعض.

خامساً: (El-Nader & Alraimony, 2012, pp. 202–213): وأخيراً ومن حيث السوق المالي الأردني نجد هذه الدراسة والتي قام من خلالها الباحثان بالبحث في تأثير بعض عوامل الاقتصاد الكلي من بينها سعر الصرف الحقيقي (E1) على عوائد سوق عمان المالي ASE، باستخدام البيانات الشهرية بين عامي 1991 و2010. تم تطبيق اختبارات جذر الوحدة من أجل تثبيت البيانات. استخدمت الدراسة نماذج تقدير OLS وARCH/GARCH. تقديرات OLS غير فعالة نظراً لوجود ارتباط تلقائي خطير وعلامة على وجود علاقة خطية متعددة، وهي غير حاسمة، لهذا الغرض استخدمت الدراسة نماذج تقدير ARCH/GARCH، حيث أكدت نتائج تقدير ARCH أن سعر الصرف الحقيقي له دور سلبي في عوائد بورصة عمان ASE.

عموماً؛ إن كل ما ذكر من دراسات سابقة لبحث العلاقة بين المتغيرين تؤكد في مجملها على نتيجة واحدة وهي؛ التأثير السلبي لسعر الصرف على أداء سوق الأوراق المالية، وهو ما يتفق والنظرية الاقتصادية التي تشير إلى العلاقة العكسية بين أسعار الصرف وأسعار الأسهم والسندات (بافتراض ثبات العوامل الأخرى).

المبحث الخامس: علاقة النمو الاقتصادي بأداء سوق الأوراق المالية

يعتبر النمو الاقتصادي من العوامل الخارجية المؤثرة في أداء سوق الأوراق المالية، حيث يرى البعض أن المعدلات العالية للنمو سوف تخلق طلباً على العديد من الخدمات والأدوات المالية التي سوف تتطلب تطوير سوق الأوراق المالية، وكمدخل لأدبيات النمو سنتطرق من خلال هذا المبحث إلى مفاهيم عامة حول النمو الاقتصادي، ثم استعراض لأهم نظرياته، وبعدها مباشرة دراسة العلاقة بينه وبين سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: مفاهيم عامة حول النمو الاقتصادي

في هذا المطلب سنحاول الإلمام بأهم المفاهيم النظرية المتعلقة بالنمو الاقتصادي من؛ مفهوم وأنواع ابتداءً، ثم مؤشرات القياس، وأخيراً أهم العوامل المحددة له.

الفرع الأول: مفهوم النمو الاقتصادي وأهم أنواعه

نتناول من خلال هذا الفرع مفهوم النمو الاقتصادي وأهم أنواعه.

أولاً: مفهوم النمو الاقتصادي (**Economic growth**): النمو الاقتصادي مفهوم كمي قدمت بشأنه العديد من التعاريف؛ أبرزها:

عرف النمو الاقتصادي بأنه؛ "الزيادة المستمرة في كمية السلع والخدمات المنتجة من طرف الفرد في محيط اقتصادي معين" (بن قدور، 2013، صفحة 63).

وعرف أيضاً بأنه؛ "حدوث زيادة في إجمالي الناتج المحلي الإجمالي أو إجمالي الدخل القومي بما يحقق زيادة في متوسط نصيب الفرد من الدخل الحقيقي" (دحماني و العابد برينيس، 2017، صفحة 118).

وفي تعريف آخر هو؛ "الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، أي في الناتج المحلي الإجمالي بعد استبعاد معدل التضخم (NEVA, JONATHAN, JULIE A, BRIAN, & MARIANO, 2015, p. 719).

ويعرفه البعض بأنه: "الزيادة في إنتاج الدولة أو نصيب الفرد من الدخل، ويقاس الإنتاج عادةً بالناتج القومي الإجمالي أو الدخل القومي الإجمالي، أي؛ إجمالي الناتج الاقتصادي من السلع والخدمات" (E. Wayne, 2006, p. 15).

مما سبق نستنتج أن النمو الاقتصادي هو ظاهرة كمية تعبر عن الزيادة المستمرة في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (بعد استبعاد معدل التضخم)، أو في الدخل الوطني الإجمالي، والتي تؤدي إلى زيادة طويلة المدى في متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.

هذا ويفرق الاقتصاديون بين النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية؛ فإذا كان النمو يمثل التحسن الكمي لمجمل الاقتصاد، بما في ذلك الموارد والنمو الديمغرافي وإنتاجية العمل، -والذي يقتضي سلسلة من التغيرات على مستوى الهيكل الاقتصادي حتى تضمن استمراره-، فإن التنمية الاقتصادية هي؛ مجموع التغيرات الاقتصادية والاجتماعية المرافقة لذلك النمو والتي بدونها يتوقف النمو (بدر الدين، 2017، صفحة 15)، فالتنمية الاقتصادية إذن مفهوم أوسع وأشمل من النمو الاقتصادي، أي أن التنمية الاقتصادية لا بد وأن تتضمن النمو ولكن العكس غير صحيح. والجدول التالي يبين أوجه الاختلاف بين النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية:

جدول رقم (09): مقارنة بين النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية

أوجه الاختلاف	النمو الاقتصادي	التنمية الاقتصادية
مضامين	يشير النمو الاقتصادي إلى زيادة مرور الوقت في الناتج الحقيقي للبلد من السلع والخدمات (GNP) أو الناتج الحقيقي لنصيب الفرد من الدخل.	تتضمن التنمية الاقتصادية حركة تصاعدية للنظام الاجتماعي بأكمله من حيث الدخل والمدخرات والاستثمار إلى جانب التغيرات التدريجية في الهيكل الاجتماعي والاقتصادي للبلد (التغيرات المؤسسية والتكنولوجية).
عوامل	يتعلق النمو بالزيادة التدريجية في أحد مكونات الناتج المحلي الإجمالي: الاستهلاك والإنفاق الحكومي والاستثمار وصافي الصادرات.	تتعلق التنمية بنمو مؤشرات رأس المال البشري، وانخفاض أرقام عدم المساواة، والتغيرات الهيكلية التي تعمل على تحسين نوعية حياة السكان بشكل عام.
قياس	كمي؛ الزيادات في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي Real GDP.	نوعي؛ مؤشر التنمية البشرية (HDI)، المؤشر المرتبط بالجنس (GDI)، مؤشر الفقر البشري (HPI)، معدل وفيات الرضع، معدل الإلمام بالقراءة والكتابة... الخ.
تأثير	يجلب تغييرات كمية في الاقتصاد	تجلب تغييرات نوعية وكمية في الاقتصاد
ملاءمة	النمو الاقتصادي هو مقياس أكثر ملاءمة للتقدم في البلدان المتقدمة. لكنه يستخدم على نطاق واسع في جميع البلدان لأن النمو شرط ضروري للتنمية.	التنمية الاقتصادية أكثر أهمية لقياس التقدم ونوعية الحياة في الدول النامية.
مجال	النمو معني بزيادة ناتج الاقتصاد	التنمية معنية بالتغيرات الهيكلية في الاقتصاد

Source : ("Economic Development vs. Economic Growth", no date)

ثانياً: أنواع النمو الاقتصادي: يمكن تصنيف النمو الاقتصادي إلى الأنواع التالية:

أ- النمو الاقتصادي التلقائي: يتحقق هذا النوع من النمو بشكل عفوي ودون إتباع التخطيط العلمي وذلك بفعل قوى السوق التلقائية، ويكون دور الدولة في هذه الحالة دوراً مساعداً ومكماً للسوق. وعلى الرغم من مروره في بعض الأوقات بمزات عنيفة تكون قصيرة المدى بفعل الدورات الاقتصادية، يعتبر النمو التلقائي من النوع البطيء والتدريجي والمتلاحق، كما يتصف بأنه ذاتي الحركة بفعل القوى الذاتية، ما يجعله يتميز بصفة الاستمرارية (حمدان، 2012، صفحة 09)؛

ب- النمو الاقتصادي العابر (غير المستقر): وهو الذي لا يملك صفة الاستمرارية، لأنه ينتج عن ظروف طارئة ويزول بزوالها - في الغالب تكون خارجية - . هذا النمط من النمو يناسب أكثر حالة الدول النامية، حيث يأتي استجابة للتحسن المفاجئ في تجارتها الخارجية، كما يحدث في إطار بنى اجتماعية وثقافية جامدة، لذلك نجده غير قادر على خلق الكثير من آثار المضاعف والمعجل، وفي أحسن حالاته يؤدي إلى نمو بلا تنمية؛

ت- النمو الاقتصادي المخطط: يحدث النمو المخطط نتيجة لعمليات تخطيط شامل لموارد المجتمع ومتطلباته. ترتبط فعاليته ارتباطاً وثيقاً بقدرة المخططين وبواقعية الخطط المرسومة، وكذا بفاعلية التنفيذ والمتابعة وتفاعل المواطنين مع تلك الخطط، وهو نمو ذاتي الحركة إذا استمر لفترة طويلة من الزمن يتحول إلى نمو مضطرب، وبالتالي إلى تنمية اقتصادية (زقير، 2015، صفحة 06).

مما سبق نستنتج أنه مهما يكن شكل النمو ونوعه، فإنه يعتبر ظاهرة كمية تعبر عن الزيادة المستمرة في الناتج لدولة ما لفترة من الزمن، ولعل أهم أنواعه من وجهة نظر الباحثة النمو الاقتصادي المخطط الذي يكون نتيجة لعمليات تخطيط علمي شامل لموارد الدولة ومتطلباتها. هذا الأخير إذا استمر لفترة طويلة يتحول إلى تنمية اقتصادية.

الفرع الثاني: قياس النمو الاقتصادي والعوامل المحددة له

وفي هذا الفرع سيتم تناول كل من مقاييس النمو الاقتصادي، وأهم العوامل المحددة له.

أولاً: قياس النمو الاقتصادي: يمكن قياس النمو الاقتصادي من خلال المقاييس التالية (حمدان، 2012، صفحة 10، 11):

أ- المعدلات النقدية للنمو: يعتبر هذا الأسلوب هو الأسهل، حيث يتم حساب معدلات النمو بناء على التقديرات النقدية لحجم الاقتصاد الكلي، أي بعد تحويل المنتجات العينية والخدمات لما يقابلها من العملات النقدية، وينقسم هذا المقياس إلى ثلاث أساليب رئيسية؛ وهي:

1- معدلات النمو بالأسعار الجارية: وفق هذا الأسلوب يتم قياس النمو الاقتصادي باستخدام العملة المحلية للبلد، وهو أسلوب يناسب دراسة معدلات النمو المحلية لفترة قصيرة؛

2- معدلات النمو بالأسعار الثابتة: نظراً لإهمال الأسعار الجارية لظاهرة التضخم وارتفاع الأسعار أصبح من الضروري تعديل البيانات استناداً للأرقام القياسية للأسعار أي تقدير الناتج المحلي بالأسعار الثابتة؛

3- معدلات النمو بالأسعار الدولية: يستخدم هذا الأسلوب عند إجراء الدراسات الاقتصادية الدولية المقارنة

خاصة تلك المتعلقة بالتجارة الخارجية، حيث يتم تحويل العملات المحلية إلى عملات دولية.

ب- المعدلات العينية للنمو: يستخدم هذا المقياس مؤشرات معدلات نمو متوسط نصيب الفرد، حيث تقيس هذه

المعدلات النمو الاقتصادي في علاقتها مع معدلات نمو السكان، كذلك ولعدم دقة المقاييس النقدية في مجال

الخدمات، يستخدم هذا الأسلوب بعض المقاييس العينية؛ كعدد الأطباء لكل ألف نسمة، نصيب الفرد من السلع

الغذائية... الخ؛

ت- مقارنة القوة الشرائية: تعتمد المؤسسات والمنظمات الدولية على مقياس قيمة الناتج القومي مقوماً بسعر الدولار

الأمريكي عند نشرها لتقارير خاصة بالنمو الاقتصادي المقارن لبلدان العالم، حيث أن القيمة الخارجية لسعر صرف

دولة ما تتحدد وفق قوتها الشرائية في السوق المحلية مقارنة بقوتها الشرائية في الأسواق الخارجية، أي أن العلاقة هي

علاقة الأسعار المحلية السائدة في هذه الدولة مقارنة بالأسعار السائدة في الدول الأخرى المشاركة معها في التبادل

التجاري، لتقوم بعدها وبناء على ذلك المقياس بترتيب الدول من حيث درجة تقدمها وتخلفها.

عموماً يمكن القول أنه وعلى الرغم من تعدد طرق قياس النمو الاقتصادي، يبقى الناتج المحلي الإجمالي المؤشر الأكثر

استخداماً في قياس هذا الأخير، ذلك أن النمو الاقتصادي هو فعل تراكمي لا يمكن رصده (بشكل كمي) إلا بعد مرور

فترة زمنية معينة (عادة سنة).

ثانياً: محددات النمو الاقتصادي: العوامل المحددة للنمو الاقتصادي متعددة ومتجددة. اختلف الاقتصاديون والباحثون

والكثير من الدراسات السابقة حول الأهمية النسبية لها ولعددتها، ولكن عموماً يعتبر؛ عنصر العمل، رأس المال، والتقدم

التقني من أهمها (شنافة، 2018، صفحة 197):

أ- العمل **the work**: يمثل عنصر العمل مجموع القدرات الفيزيائية التي يمكن للإنسان استخدامها في إنتاج السلع

والخدمات، وترتبط إنتاجيته برأس المال البشري الذي يمثل مخزون المعارف والمؤهلات والمكتسبات التي تساهم في رفع

وزيادة الإنتاج في ظل ثبات حجم رأس المال المادي المستعمل؛

ب- رأس المال **capital**: يعتبر رأس المال من حيث مدى توفره ومعدل تراكمه من المحددات الأساسية للطاقت

الإنتاجية ومعدلات تغيرها، ويعتبر التراكم الرأسمالي السبب الرئيسي في ضرورة تخصيص الموارد بين جانبي الإنتاج

والاستهلاك، لأن توجيهها للاستهلاك بنسب معتبرة يحد أو يقلل من مخزون رأس المال الذي يسمح باستمرارية

النشاط الاقتصادي، وعليه فإن الاستثمار في التكوين الرأسمالي يعزز من الإمكانيات الإنتاجية للاقتصاد، والذي

تكون بدايته باقتطاع المجتمع لجزء من دخله وادخاره، ثم تحويل هذه المدخرات إلى استثمارات تساهم في زيادة الناتج

المحلي الإجمالي؛

ت- التطور التقني **technical evolution**: يسمح التطور التقني بالاستخدام الأمثل لعوامل الإنتاج، مما يؤدي إلى ارتفاع في الناتج وتحقيق النمو الاقتصادي، ويعود إسهام هذا الأخير في حجم الناتج من خلال ما يسمى بالإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج من بينها العامل التكنولوجي، فالابتكارات العلمية الحديثة وكذا الاستثمار في رفع الكفاءة الإنتاجية لرأس المال البشري، يسمح بالنمو المتواصل للطاقة الإنتاجية للاقتصاد ككل وفي زيادة نصيب الفرد من الإنتاج الكلي، حتى في ظل بقاء حجم التكوين الرأسمالي أو التعداد السكاني ثابتا.

مما سبق نستنتج أن العناصر السابق ذكرها ليست وحدها المؤثرة في النمو الاقتصادي رغم دورها المحوري كعوامل مباشرة، بل هناك عوامل أخرى غير مباشرة يمكنها أن تؤثر في عملية النمو تلك، فالنمو الاقتصادي إذن هو دالة في العديد من العوامل المؤثرة؛ "مباشرة وغير مباشرة"، سيتم اكتشاف البعض منها لاحقا عند دراستنا لنظريات النمو الاقتصادي.

المطلب الثاني: نظريات النمو في الفكر الاقتصادي

نخص هذا المطلب لاستعراض أهم نظريات النمو الاقتصادي في المدارس الاقتصادية المختلفة، والتي تكون مرتبة وفق التسلسل التاريخي لظهورها؛ بالشكل التالي:

الفرع الأول: النظرية الكلاسيكية

"تتضمن نظرية النمو عند الكلاسيك آراء كل من آدم سميث ودافيد ريكاردو المتعلقة بالنمو، بالإضافة إلى آراء التجاريين حول مصدر الثروة من التجارة الخارجية، ثم آراء كل من ستيوارت مل حول الأسواق وروبيرت مالتوس حول السكان" (بن قدور، 2013، صفحة 70)، ويمكن حصر أبرز الأفكار التي ارتكزت عليها النظرية الكلاسيكية في تحليلها للنمو في؛ سياسة الحرية الاقتصادية والبعد عن أي تدخل للدولة في النشاط الاقتصادي، كما اعتبرت النظرية أن التكوين الرأسمالي هو مفتاح التقدم وأن الربح هو الحافز على الاستثمار، كما أن الأرباح تميل إلى التراجع والسبب هو تزايد حدة المنافسة بين الرأسماليين على التراكم الرأسمالي، هذا وأعتقد الكلاسيك -أيضا- بجمية الوصول إلى حالة الاستقرار كنهاية لعملية التراكم الرأسمالي؛ ذلك أنه ما أن تبدأ الأرباح في التراجع حتى تستمر إلى أن يصل معدل الربح إلى الصفر، ويتوقف التراكم الرأسمالي، ويستقر السكان، ويصل معدل الأجر إلى مستوى الكفاف. إذن فالنتيجة النهائية للتنمية من وجهة نظر الكلاسيك هي الركود، هذا الأخير ينتج عن الميل الطبيعي للأرباح نحو التراجع، وما يترتب عن ذلك من قيود على التراكم الرأسمالي، أو يستقر عدد السكان وتسود حالة من السكون (بدر الدين، 2017، صفحة 23، 24).

ووجهت للنظرية الكلاسيكية بعض الانتقادات؛ من بينها (بن قدور، 2013، صفحة 73):

- ✓ تجاهل الطبقة الوسطى؛ حيث تفترض النظرية وجود تقسيم طبقي بين الرأسماليين والعمال متجاهلة بذلك دور الطبقة الوسطى والاسهامات التي تقدمها في عملية النمو الاقتصادي؛
- ✓ أيضا إهمالها للقطاع العام؛
- ✓ أن النظرية تعطي أهمية أقل للتكنولوجيا، ويعود ذلك للافتراض الكلاسيكي القائل بأن المعارف الفنية هي من المعطيات وأنها لا تتغير مع الزمن؛
- ✓ كذلك القوانين غير الحقيقية؛ حيث تقوم النظرة التشارؤية للاقتصاديين الكلاسيك أمثال؛ ريكاردو ومالتوس على أن النتيجة الحتمية لتطور رأس المال هي الكساد؛
- ✓ وأيضاً خطأ النظرة للأجور والأرباح؛ ففي الواقع لم يحدث وأن آلت الأجور إلى مستوى الكفاف كما أن الدول المتقدمة لم تصل إلى مستوى الكساد الدائم؛
- ✓ وأخيراً عدم واقعية مفهوم عملية النمو حيث افترض الكلاسيك حالة من السكون مع وجود تغير يدور حول نقطة التوازن الساكنة، أي أن النظرية افترضت حدوث بعض النمو في شكل ثابت ومستمر، والواقع أن هذا التفسير لا يعد تفسيراً مقنعاً لعملية النمو الاقتصادي كما هو عليه اليوم.

الفرع الثاني: النظرية النيوكلاسيكية

ظهر الفكر النيوكلاسيكي في السبعينات من القرن التاسع عشر، وبمساهمات أبرز اقتصاديينه: "ألفريد مارشال، ويكسل، كلارك وسولو"، القائم على أساس إمكانية استمرار عملية النمو الاقتصادي دون حدوث ركود - كما أورد الفكر الكلاسيكي -، ولعل أهم الأفكار التي ارتكز عليها النيوكلاسيك في تحليلهم للنمو نجد؛ أن النمو الاقتصادي عبارة عن عملية مترابطة ومتكاملة ذات تأثير إيجابي متبادل؛ بمعنى أن نمو قطاع معين يؤدي إلى دفع القطاعات الأخرى للنمو؛ كما يؤدي نمو الناتج القومي إلى نمو فئات الدخل المختلفة من أجور وأرباح، وهذا يعتمد النمو الاقتصادي على المقدار المتاح من عناصر الإنتاج الممثلة في؛ (العمل، الأرض، الموارد الطبيعية، رأس المال، التنظيم، والتكنولوجيا)؛ بالنسبة لعنصر العمل نجد النظرية تربط بين التغيرات السكانية وحجم القوى العاملة، مع التنويه بأهمية تناسب الزيادة في السكان أو في القوى العاملة مع حجم الموارد الطبيعية المتاحة، كما يعتبر النيوكلاسيك عملية النمو محصلة للتفاعل بين التراكم الرأسمالي (عنصر رأس المال) والزيادة السكانية، أما التنظيم فحسب أنصار النظرية فإن المنظم يستغل التطور التكنولوجي بالصورة التي تنفي وجود أي جمود في العملية التطويرية، وهو قادر دائماً على التجديد والابتكار، كذلك يتطلب النمو الاقتصادي -بحسب النيوكلاسيك- التركيز على التخصص وتقسيم العمل وحرية التجارة، وذلك بغية تحسين معدل التبادل التجاري الدولي (بن رمضان، 2014، الصفحات 91-93).

هذا ووجهت للنظرية النيوكلاسيكية عدة انتقادات في مجال تحليلها للنمو الاقتصادي يمكن إجمالها؛ فيما يلي

(الدليمي، 2015، صفحة 35):

- ✓ التركيز على النواحي الاقتصادية في تحقيق التنمية والنمو، متجاهلة بذلك النواحي الأخرى التي لا تقل عنها أهمية؛ كالعوامل السياسية، الاجتماعية، والثقافية؛
- ✓ أن عملية التنمية تتم بشكل تدريجي بخلاف رؤية غالبية الاقتصاديين حول أهمية وجود دفعة قوية لحدوثها؛
- ✓ كذلك يركز اهتمامها بالمشكلات الاقتصادية في الأمد القصير دون الإشارة إلى ما قد يحصل في الأمد الطويل؛
- ✓ وأخيرا افتراض حرية التجارة الخارجية أمر من الصعب تطبيقه في وجود التدخل الحكومي والحوجز التجارية التي تعتمد عليها كثير من الدول.

الفرع الثالث: النظرية الكينزية

"ترتبط هذه النظرية بأفكار الاقتصادي جون ماينارد كينز (1883-1946) الذي تمكن من وضع الحلول المناسبة للأزمة الاقتصادية العالمية للفترة من عام (1929-1932)" (بدر الدين، 2017، صفحة 26)، إذ توصل إلى أن الاقتصاد يقوم على مبدأ الطلب الفعال، وبالتالي فالمشكلة الاقتصادية تقوم على جانب الطلب وليس العرض. وفي هذا الصدد أكد كينز على أن الطلب الفعال الذي يصدر عن كافة المتعاملين الاقتصاديين هو أساس عملية النمو الاقتصادي، وبذلك يمكن للدولة التدخل في النشاط الاقتصادي (على خلاف الكلاسيك)، كما أشار كينز إلى أن عملية النمو الاقتصادي تكون عن طريق آلية المضاعف الذي يفسر انتقال أثر تغيرات الطلب على العرض (بن رمضان، 2014، صفحة 93، 94)، حيث يزداد الدخل القومي بمقدار مضاعف للزيادة الحاصلة في الإنفاق الاستثماري، ومن خلال الميل الحدي للاستهلاك، وترى هذه النظرية أن هناك ثلاثة معدلات للنمو، وهي: **معدل النمو الفعلي**: ويمثل نسبة التغيير في الدخل إلى الدخل؛ **معدل النمو المرغوب**: والذي يمثل معدل النمو عندما تكون الطاقة الإنتاجية في أقصاها؛ وأخيرا **معدل النمو الطبيعي**: وهو أقصى معدل للنمو يمكن أن ينتج عن الزيادة الحاصلة في كل من؛ القوة العاملة، التراكم الرأسمالي، والتقدم التقني عند مستوى الاستخدام التام، ويجب أن يتحقق التعادل بين معدلي النمو الفعلي والمرغوب، وأن يتعادل أيضا معدل النمو الفعلي مع المعدلين المرغوب والطبيعي؛ فالتعادل الأول يؤدي لتوفر القناعة لدى المديرين بقراراتهم الإنتاجية، أما إذا تعادل معدل النمو المرغوب فيه مع معدل النمو الطبيعي فليس هناك اتجاه لنشوء البطالة والتضخم (بدر الدين، 2017، صفحة 26، 27).

"يمكن القول بأن النموذج الكينزي يقف عند حدود اقتصاديات الدول الرأسمالية والمتقدمة بينما لا يصلح للتطبيق في حال الدول المتخلفة" (الدليمي، 2015، صفحة 56)، الأمر الذي جعل النظرية محل انتقاد وذلك للأسباب التالية (الدليمي، 2015، صفحة 56، 57):

- ✓ يكمن جوهر المشكلة في الدول المتخلفة في جانب العرض وليس الطلب على عكس الدول المتقدمة، فمع النقص الحاصل في رؤوس الأموال والكفاءة في عنصر العمل وكذا تخلف وسائل الانتاج، فإنه لا يتوقع أن تؤدي الزيادة في

الإنفاق الحكومي إلى زيادة في الناتج الحقيقي، بل إلى ارتفاع في المستوى العام للأسعار و حدوث تضخم، وهذا ما وقع بالفعل في بعض الدول النامية التي حاولت تطبيقها لهذه السياسة؛

✓ اتسام الدول المتخلفة بكثافة هجرة العمالة من الريف نحو المدن والتي من شأنها أن ترفع من نسبة البطالة في المدن وتنقصها في الريف، وبدون شك فإن تطبيق سياسة كينز من شأنها أيضا ظهور مشكلة عامة للبطالة في الدولة مع انخفاض الدخل القومي؛

✓ سياسة الزيادة في الإنفاق الحكومي قد تكون إيجابية في بعض الظروف (كظروف الكساد)، وغير إيجابية في ظروف أخرى (مثل أزمة الكساد التضخمي) فهي سياسة قليلة الفعالية في الدول النامية وذلك للأسباب التالية:

- عدم رشادة الإنفاق الحكومي؛
- عدم مرونة الاستثمار لتغيرات أسعار الفائدة؛
- تتطلب سياسة كينز في تحفيزها لعملية النمو الاقتصادي تدخلات حكومية كبيرة، وهو ما يستدعي أموالا كبيرة، وهذا الأمر غير متوفر في معظم الدول النامية.

الفرع الرابع: النظرية الحديثة

ونتيجة لاستمرار الفجوة التنموية بين الدول الصناعية المتقدمة والدول النامية، فقد ركزت النظرية الحديثة على النمو الاقتصادي في الأمد الطويل؛ منها: نموذج بول رومر وروبرت لوكاس سنة 1986؛ اللذين تمحورا حول تطوير الإطار التاريخي لتحقيق تحول نوعي ذاتي في مجال المعرفة والتقدم التقني، أما غريك مانكي، ديفيد رومر وديفيد ويل 1992؛ فقد استندت أبحاثهم على الصياغة الجديدة لدالة الإنتاج بالتراط مع السلاسل الزمنية وإحصاءات النمو في الدول النامية، التي تركز على أهمية التطور التقني في النمو الاقتصادي، وفي الوقت ذاته فإن مثل هذه الدالة لا تفسح المجال لرأس المال البشري لتوسيع مساهمته في العملية الإنتاجية؛ والسبب هو أن مجموع معاملات المرونة للعناصر الثلاثة مساوياً للواحد الصحيح، وبالتالي تنفرد النظريات السابقة بأنها قسمت رأس المال إلى: رأس مال مادي، ورأس مال بشري، وفي ظل هذه النظرية يتلاءم مع مفهوم معدلات النمو اللازمة لصالح الفقراء؛ حيث يتم مناقشة المضامين الأساسية لتطوير حياة السكان، خاصة الفقراء الذين يعيشون تحت خط الفقر، وذلك لا يتحقق إلا من خلال تطوير المستويات التعليمية والصحية والخدمات الأساسية، وكل ما يتعلق بزيادة مساهمة العنصر البشري في العملية الإنتاجية (محمودي و بركان، 2016، صفحة 263).

ووجهت لهذه النظرية بعض الانتقادات نلخصها في؛ أنها تعتمد على عدد من فرضيات الفكر النيوكلاسيكي التقليدي والتي تعتبر غير ملائمة للدول النامية؛ خاصة وأن النمو الاقتصادي في هذه الدول غالبا ما يعاق من خلال عدم الكفاءة الناتجة عن؛ " ضعف البنى الارتكازية وقلة الهياكل المؤسسية وأسواق رأس المال والسلع غير الكاملة؛ وبسبب إهمال النظرية لهذه العوامل التي تعد كمحددات مؤثرة فإن إمكانية تطبيقها لدراسة التنمية الاقتصادية تكون محدودة خاصة

عند مقارنة دولة بأخرى. ورغم أن هذه النظرية لا تزال في مراحلها التكوينية فإنها مع ذلك تساهم في توفير فهم أفضل لاختلافات النمو طويلة الأجل في الدول المتقدمة والنامية من خلال التركيز على المصادر الرئيسية للنمو الاقتصادي الداخلي (القرشي م.، 2007، صفحة 81، 82).

وبعد استعراضنا لنظريات النمو في الفكر الاقتصادي تبين أن هناك جدلا وتضاربا في الآراء بين الاقتصاديين على اختلاف مدارسهم وانتماءاتهم الفكرية فيما يتعلق بتفسير وتحليل ظاهرة النمو والمتغيرات المؤثرة عليها؛ كالتراكم الرأسمالي، رأس المال البشري، الابتكارات، الانفتاح التجاري.... وغيرها. ويعزى ذلك إلى اختلاف الفترة الزمنية والظروف السائدة التي ظهرت فيها كل نظرية أو مدرسة اقتصادية.

المطلب الثالث: التحليل الاقتصادي للعلاقة بين النمو الاقتصادي وأداء سوق الأوراق المالية

في هذا المطلب سنقوم بالتحليل الاقتصادي للعلاقة بين النمو الاقتصادي وأداء سوق الأوراق المالية من خلال؛ الإطار النظري والدراسات السابقة للعلاقة بين المتغيرين؛ وفق الآتي:

الفرع الأول: الإطار النظري للعلاقة

يعتبر النمو الاقتصادي من أهم المؤشرات الاقتصادية التي تقيس حالة النشاط الاقتصادي في الدول باعتباره يمثل جميع السلع والخدمات المنتجة في الاقتصاد الوطني خلال فترة زمنية معينة (عادة سنة) (سراي، 2017، صفحة 64)، والذي يمكن أن تنعكس التقارير الدورية حول مستوياته واتجاهاته المستقبلية على حركة أسعار الأوراق المالية، ذلك أن بعض الدراسات كانت قد أشارت إلى؛ أن أسعار الأوراق المالية تتحرك بشكل متناسق ومنتظم (أي؛ غير منعزل) مع حركة النشاط الاقتصادي، وبفواصل زمنية محددة، كما يرى كثير من الاقتصاديين والماليين أن استقرار الأسواق المالية وتأديتها لمهامها على نحو أفضل يتوقف على استقرار النشاط الاقتصادي (بسبع، 2015، صفحة 152)، "وقد حاولت بعض الدراسات إثبات هذه الحقيقة من خلال قياس العلاقة بين النشاط الاقتصادي (ممثلا بالنتائج المحلي الإجمالي)، والأسواق المالية (ممثلة بأسعار الأسهم والسندات) وقد جاءت النتائج مؤيدة لهذه الفرضية" (عطية، 2012، صفحة 07)، كما كشف تقرير لوزارة التجارة الأمريكية أن دراسة حركة الناتج المحلي الإجمالي ومستوى أسعار الأوراق المالية خلال الفترة (1959-1985) أسفرت عن وجود علاقة طردية في مجملها بين هاذين المتغيرين (هندي، 2009، صفحة 215). هذا ويستند البعض في تفسيرهم للعلاقة الطردية بين حالة النشاط الاقتصادي وأسعار الأوراق المالية -خاصة الأسهم-، إلى أن نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي سيكون له أثر إيجابي على زيادة الدخل الحقيقية لدى الأفراد، وهو ما يجعل بأن تكون هناك إمكانية لادخار مبالغ أكبر من الدخل التي يتحصلون عليها، والتي ستوجه مباشرة للاستثمار في شراء الأسهم مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها (بسبع، 2015، صفحة 153)، كما أن الزيادة غير المتوقعة في الناتج الوطني

الإجمالي تزيد من التفاؤل بشأن المستقبل الأمر الذي يترتب عليه زيادة في حركة التعامل بالأسهم وبالتالي ارتفاع أسعارها (سراي، 2017، صفحة 65).

الفرع الثاني: الدراسات السابقة

وفي هذا الصدد جاءت عدة دراسات تؤيد وجود علاقة بين المتغيرين الحقيقي والمالي، ومن البحوث والدراسات التي تناولت جانباً أو آخر من جوانب هذا الموضوع؛ نجد:

أولاً: دراسة (Demir, 2019, pp. 01-14): حاولت هذه الدراسة التحقق في تأثير بعض عوامل الاقتصاد الكلي من ضمنها النمو الاقتصادي، على مؤشر سوق الأسهم التركي BIST-100 خلال فترة الربع الأول من عام 2003 إلى الربع الرابع من عام 2017. أهم النتائج التي تم الحصول عليها من البيانات الفصلية عبر اختبار ARDL Bounds هي أن؛ النمو الاقتصادي والقيمة النسبية للعملة المحلية واستثمارات المحفظة والاستثمارات الأجنبية المباشرة ترفع من أداء مؤشر سوق الأسهم بينما تؤثر أسعار الفائدة وأسعار النفط الخام سلباً عليه؛

ثانياً: دراسة (TEKIN & YENER, 2019, pp. 79-90): والتي بحثت في العلاقة السببية بين الناتج المحلي الإجمالي ومؤشرات الأسهم في الاقتصاديات الرئيسية في قارة أمريكا وأوروبا ودول البريكس وتركيا. للفترة من (1998Q1-2017Q4). تم استخدام تحليل السببية Toda-Yamamoto Granger. خلصت الدراسة إلى وجود سببية من جانب واحد من مؤشرات سوق الأسهم إلى النمو الاقتصادي في الولايات المتحدة ودول البريكس وتركيا - هذه النتيجة لا تختلف من حيث البلدان المتقدمة والنامية "فرضية العرض القائد"؛ وهي إحدى فرضيات النمو الاقتصادي ذات السببية أحادية الاتجاه -، لكن النتائج بالنسبة لألمانيا تشير إلى العلاقات ذات الاتجاهين؛

ثالثاً: دراسة (Enock & Elly, 2017, pp. 110-132): فقد بحثت في العلاقة بين أداء سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في مجموعة شرق إفريقيا، تم استخدام نموذج VAR (Vector Autoregressive) بالإضافة إلى اختبار السببية ل Granger. توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طويلة الأمد بين مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية (القيمة السوقية والسيولة) والنمو الاقتصادي في مجتمع شرق إفريقيا، في حين لم تثبت وجود علاقة بين تقلب أسعار الأسهم في البورصة والنمو الاقتصادي؛

رابعاً: دراسة (بسيج، 2015، الصفحات 150-174): وأما هذه الورقة فهي تهدف إلى بيان أثر بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية من ضمنها النمو الاقتصادي ممثلاً في الناتج المحلي الإجمالي GDP بالأسعار الجارية على أداء سوق الأوراق المالية بالسعودية، باستخدام اختبار التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ خلال الفترة الممتدة من الربع الأول 2005 حتى الربع الرابع 2013. توصلت الدراسة إلى وجود تأثير جوهري لهذه المتغيرات -من ضمنها النمو الاقتصادي- على المؤشر العام لأسعار الأسهم على المدى الطويل وعلى المدى القصير، وأن المؤشر العام لأسعار الأسهم

يرتبط بعلاقة ايجابية مع كل من الناتج المحلي الإجمالي، العرض النقدي وسعر الصرف، وعلاقة عكسية مع سعر الفائدة والتضخم؛

خامسا: (سراي و بلعجوز، 2014، الصفحات 72-87): وأخيرا ومن حيث السوق المالي الأردني فإن هذه الدراسة والتي قام الباحثان من خلالها بقياس أثر معدلات النمو الاقتصادي في الأردن على أداء السوق المالية خلال الفترة (1978-2013). توصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية إحصائية بين معدل النمو الاقتصادي ومؤشرات أداء السوق المالية، وهذا ما يتطابق مع النظرية الاقتصادية والكثير من الدراسات السابقة في هذا المجال القاضية بوجود علاقة طردية بين المتغيرين، وبالتالي يمكن استخدام النمو الاقتصادي كمتغير أساسي للتنبؤ بحركة الأوراق المالية في بورصة عمان.

وعموما استمرت البحوث التجريبية في دراسة العلاقة بين المتغيرين "الحقيقي والمالي"، حيث أن معظم الدراسات خلصت إلى وجود علاقة بينهما (تؤيد الفرضية) وأن هذه العلاقة كانت إما في الاتجاه الموجب أو الاتجاه السالب. هذا التباين يمكن تفسيره باختلاف مؤشرات الأسواق المالية، تنوع المنهجيات المعتمدة في القياس، اختلاف فترات ودول الدراسة..... وغيرها.

وختاما نستطيع القول -ومن وجهة نظر الباحثة- أن المتغيرات السالف ذكرها ما هي إلا مجموعة ضيقة من جملة واسعة من العوامل والمحددات الاقتصادية الأخرى التي قد تلعب دورا محوريا وهاما في تحديد درجة تقلب مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، إلا أنها ليست هي العامل المحدد والحاسم، ما يجعل تأثيرها يكون جزئيا وتكميليا في طبيعته للمؤثرات الأخرى، والتي نذكر منها؛ العجز الموازي، الإنفاق العام، الدين العام، مؤشر الإنتاج الصناعي، حجم الاستثمار الأجنبي، أسعار النفط..... وغيرها، وهي مساحات متوفرة لأبحاث إضافية في هذا المجال.

ملخص الفصل الثالث

من خلال قراءتنا لهذا الفصل المعنون بـ؛ -التأصيل النظري لعلاقة متغيرات الاقتصاد الكلي بأداء سوق الأوراق المالية-؛ نستخلص أن:

- ✓ هناك اختلافا واضحا في تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي -بشكل مباشر/ أو غير مباشر- على أداء سوق الأوراق المالية، فمنها ما يؤثر بالإيجاب ومنها ما يؤثر بالسلب، وذلك حسب ما ورد في عدة دراسات وأبحاث سابقة -عربية وأجنبية-، وبناء على النظريات التي تم اعتمادها لشرح العلاقة بين المتغيرات المختارة ومؤشرات أداء السوق المالي، توصلنا إلى؛
- ✓ أن هناك جدلا وتضاربا في الآراء بين الاقتصاديين فيما يخص طبيعة العلاقة بين التضخم وتغيرات أسعار الأسهم، فهناك من يرى وجود علاقة طردية بين التضخم وعوائد الأسهم مثل؛ (Fisher)، وهناك من يرى وجود علاقة عكسية بين المتغيرين مثل؛ (Fama). هذا التباين بين الفرضيتين أكدته نتائج عدة دراسات سابقة؛
- ✓ أن هناك علاقة ارتباط سلبية بين أسعار الفائدة وأسعار الأوراق المالية، إذ تميل أسعار الأسهم إلى التحرك في اتجاه معاكس لحركة أسعار الفائدة طويلة الأجل في علاقة غير مباشرة، كما يؤدي انخفاض معدلات الفائدة إلى زيادة الطلب على الأوراق المالية ذات العوائد الثابتة (السندات) -كبديل للأسهم- في علاقة مباشرة، وهو ما توصلت إليه نتائج أغلب الدراسات السابقة (تؤيد فرضية العلاقة العكسية بين المتغيرين)؛
- ✓ أن هناك اختلافا في الآراء بين الاقتصاديين حول طبيعة العلاقة بين عرض النقود وأداء سوق الأوراق المالية، حيث يرى (Friedman & Schwartz) أن طبيعة العلاقة بين المتغيرين طردية، في حين أكد (Keran) أنها عكسية، ولكل منهما تفسيره ووجهة نظره الخاصة في ذلك. هذا التباين في الوجهتين أكدته فيما بعد نتائج عدة دراسات سابقة؛
- ✓ أن طبيعة العلاقة بين أسعار الصرف وأداء سوق الأوراق المالية عكسية، وتكون من خلال منهجين يختلفان باختلاف علاقة التأثير (مباشرة/ أو غير مباشرة)، وهو ما خلصت إليه نتائج جل الدراسات السابقة؛
- ✓ أن هناك علاقة ارتباط ايجابية بين النمو الاقتصادي وأداء سوق الأوراق المالية، لأن التحسن في الناتج المحلي الإجمالي سينعكس على ارتفاع مداخيل الأفراد، ما يدفعهم لزيادة الطلب والاستثمار في سوق الأسهم ويؤول إلى ارتفاع أسعارها، وهو ما أسفرت عليه نتائج عدة دراسات سابقة رغم التباين الطفيف في بعضها؛
- ✓ أن كل ما ذكر من متغيرات ما هي إلا مجموعة ضيقة من جملة واسعة من العوامل والمحددات الاقتصادية الأخرى التي قد تؤثر في أداء سوق الأوراق المالية. نذكر منها؛ العجز الموازي، الإنفاق العام، الدين العام، مؤشر الإنتاج الصناعي، حجم الاستثمار الأجنبي، أسعار النفط.... وغيرها، وهي مساحات متوفرة لأبحاث إضافية في هذا المجال.

الفصل الرابع

نمذجة قياسية للعلاقة الديناميكية بين متغيرات
الاقتصاد الكلي وأداء سوق عمان لأوراق المالية
خلال الفترة (1990-2020)

تمهيد:

بعد أن تم تسليط الضوء في الفصول السابقة- على مختلف الجوانب النظرية المتعلقة بمتغيرات الدراسة، وبيان مختلف الأسس النظرية المتعلقة بمتغيرات الاقتصاد الكلي المختارة والدور الذي يمكن أن تعكسه على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، جاء هذا الفصل ليختبر مدى تطابق الجانب النظري للدراسة مع الواقع التطبيقي في الأردن. من خلال منهج يتلاءم وأهداف الدراسة، حيث سيتم اعتماد أسلوب القياس الكمي باستخدام الأساليب القياسية الخاصة بتحليل السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة للفترة الممتدة من 1990 إلى غاية 2020، واختيار أفضل الدوال وفقاً لمعايير إحصائية وقياسية ومدى توافقها مع النظرية الاقتصادية في إطار نماذج الفجوات الزمنية المتباطئة (ARDL). وعلى هذا الأساس سيكون عرض هذا الفصل وفقاً للمباحث التالية:

- ✓ المبحث الأول: لمحة عامة حول سوق عمان للأوراق المالية؛
- ✓ المبحث الثاني: تقييم أداء المؤشرات الرئيسية لسوق عمان المالي خلال فترة الدراسة؛
- ✓ المبحث الثالث: التحليل الاقتصادي للتطورات ذات العلاقة بنشاط سوق عمان المالي خلال فترة الدراسة؛
- ✓ المبحث الرابع: قياس وتحليل أثر بعض متغيرات الاقتصاد الكلي على أداء سوق عمان المالي خلال فترة الدراسة.

المبحث الأول: لمحة عامة حول سوق عمان للأوراق المالية

اعتمدت الدول العربية على غرار الدول النامية بإنشاء وتطوير أسواقها المالية، نظرا للدور الكبير الذي تؤديه هذه الأخيرة في التنمية الاقتصادية، والأردن من بينها؛ والتي أعطت أهمية بالغة لإنشاء وتطوير أسواقها المالية، حيث يعتبر سوق عمان المالي أحد أهم أسواق الأوراق المالية الناشئة في المنطقة نظرا للإنجازات التي يحققها في كل مرة على المستويين الداخلي والخارجي. في هذا المبحث سنحاول الإلمام بأهم المفاهيم النظرية المتعلقة بهذا السوق من؛ خلفية تاريخية وهيئات مكونة، تقسيمات السوق وأدواته، آلية عمله وأهم إنجازاته، ولكن قبل كل هذا سنلقي نظرة سريعة على الاقتصاد الأردني وتطوره بالموازاة وفترة الدراسة.

المطلب الأول: الاقتصاد الأردني - نظرة عامة

يهدف هذا المطلب إلى التعرف على طبيعة اقتصاد المملكة الأردنية الهاشمية واستكشاف أهم ملامح تطوره بالموازاة وفترة الدراسة.

الفرع الأول: طبيعة اقتصاد دولة الأردن

يُعدّ اقتصاد دولة الأردن اقتصاداً متنوعاً بشكل جيد على الرغم من الصعوبات والعقبات التي تواجهه وحقيقة كونه صغيراً نسبياً. غالبية الناتج المحلي الإجمالي تأتي من قطاع التجارة والتمويل اللذان يشكّلان معاً ما نسبته ثلث الناتج تقريباً، في حين يُساهم قطاع النقل والاتصالات، المرافق العامة والبناء بحُصص إجمالية الناتج المحلي، وهي القيمة ذاتها التي يساهم فيها قطاع الصناعة والتعدين، أمّا العملات الأجنبية في دولة الأردن فمصدرها الرئيسي هو التحويلات القادمة من الأردنيين العاملين في الخارج، علاوة على ذلك فإنّ العملة الرسمية في المملكة هي الدينار الأردني والمتوقّرة على شكل فئات ورقية مختلفة (مروان، 2022). أما القطاع المصرفي في الأردن فيمكن القول أنه متقدم وحديث نسبياً ليصبح بذلك الوجهة المفضلة للاستثمار نتيجة لسياساتها المحافظة التي ساعدت البنك المركزي الأردني في الهروب وتجنب الأزمة المالية العالمية 2008، هذا وأبرم الأردن اتفاقيات تجارة حرة أكثر من أي بلد عربي آخر، كما أنه يتمتع بوضع متقدم مع الاتحاد الأوروبي، إلى جانب التكامل الوثيق مع مجلس التعاون الخليجي، غير أن الاقتصاد الأردني تعترضه مجموعة من العقبات الرئيسية في مقدمتها؛ مصادر المياه الشحيحة، الاعتماد الكامل على الواردات النفطية من أجل الحصول على الطاقة، عدم الاستقرار الإقليمي في المنطقة.... وغيرها ("الأردن # الاقتصاد"، بدون تاريخ)، "ويعلق الأردن آماله على السياحة وصادرات اليورانيوم، إضافة إلى الصخر الزيتي والتجارة وتكنولوجيا المعلومات والاتصالات لتحقيق النمو الاقتصادي في المستقبل" ("معلومات عن المملكة الأردنية الهاشمية"، بدون تاريخ).

الفرع الثاني: أهم ملامح تطور الاقتصاد الأردني خلال فترة الدراسة

لم يكن الاقتصاد الأردني بمنأى عن التطورات الاقتصادية الحاصلة خاصة بعد انفتاحه على الاقتصاد العالمي من خلال؛ التجارة الخارجية والاستثمار الأجنبي المباشر وغيرها من التطورات والمستجدات التي شهدتها الساحة الداخلية والخارجية للمملكة؛ وفي الآتي نستعرض أهم ملامح التطور لهذا الاقتصاد خلال فترة الدراسة.

أولاً: في عامي (1990-1991)؛ عانى الأردن آثاراً اقتصادية من جراء حرب الخليج وتداعياتها على؛ المساعدات العربية القادمة إلى الأردن وتحويلات العاملين في الخارج، أسواق التصدير لهذه الدول، وإمدادات النفط هي الأخرى تضررت جراء موقف الأردن من الحرب ووقوفه إلى جانب العراق، كما انخفضت عائدات السياحة، وتفاقمت البطالة بسبب الأعداد الكبيرة العائدة من الخليج، وتراجع في قدرة الحكومة على توفير الخدمات الأساسية ("اقتصاد الأردن"، بدون تاريخ)؛

ثانياً: خلال الفترة (1992-1998)؛ بدأ الأردن بتطبيق برنامج جديد للتصحيح الاقتصادي في عام 1992 والذي استمر لمدة ثلاث سنوات، تلاه برنامج آخر استمر العمل به حتى سنة 1998، وقد استهدف هذا الأخير تحقيق التوازن الداخلي والخارجي من خلال تبنيه لمجموعة من السياسات والإجراءات الرامية إلى؛ تحقيق الاستقرار المالي والنقدي، تحفيز المدخرات المحلية وتشجيع الاستثمار، تخفيض العجز في الموازنة العامة وميزان المدفوعات، كذلك تخفيض رصيد المديونية الخارجية، وإيلاء القطاع الخاص الأهمية التي يستحقها في تحقيق التنمية الاقتصادية والنمو الاقتصادي المستدام.... الخ، إلا أن أداء الاقتصاد الأردني خلال السنوات الأخيرة من برنامج التصحيح الثاني أخذ في التباطؤ الملحوظ وذلك جراء الظروف الإقليمية غير المواتية والانخفاض العالمي لأسعار النفط سنة 1998 (المشهداني، 2008)؛

ثالثاً: وفي الفترة (1999-2001)؛ باشرت الحكومة الأردنية سنة 1999 بتطبيق خطة إصلاح تهدف إلى تحويل الأردن إلى مركز إقليمي لتكنولوجيا المعلومات والاتصالات والسياحة، وفي سنة 2001 أصبح الأردن عضواً في منظمة التجارة العالمية، ونتيجة للسياسات الحكومية الساعية إلى تحرير السوق والاستقرار السياسي، تحولت عمان إلى مركز إقليمي لرجال الأعمال وأحد أكثر المواقع رغبة في الاستثمار بالمنطقة، حيث برز قطاعي السياحة والعقارات، بالإضافة لقطاع تكنولوجيا المعلومات والاتصالات في الأردن كأكثر القطاعات قدرة على المنافسة ("اقتصاد الأردن"، بدون تاريخ)؛

رابعاً: وخلال الفترة (2002-2008)؛ استمرت الإصلاحات إلى غاية العام 2004 أين تم الانتهاء منها، وكان من الممكن المحافظة على مكتسبات التصحيح الذي تم عبر علاج مريز وقاس سبق هذه المرحلة، بيد أن التشوهات الاقتصادية والهيكليّة عادت للظهور مرة أخرى مع بداية 2006 واستمرت إلى ما بعد 2008 -بداية ظهور أزمة الرهن العقاري- (الوزني، 2012)؛

خامسا: وفي عامي (2009-2010)؛ ونتيجة للأزمة المالية العالمية عرف النمو الاقتصادي في الأردن تباطؤاً في العام 2009، ليباشر النمو وفي جميع القطاعات الاقتصادية الرئيسية في العام 2010، كما أعلنت الحكومة الأردنية عن عدد كبير من الحوافز الرامية إلى جذب الاستثمارات الأجنبية مثل؛ الإعفاءات الضريبية وإنشاء مناطق حرة جديدة ("اقتصاد الأردن"، بدون تاريخ)؛

سادسا: وخلال الفترة (2011-2018)؛ تأثر أداء الاقتصاد الأردني بحالة اللااستقرار السياسي والأمني في دول الجوار (ثورات الربيع العربي وآثار حرب الخليج)، والتي نجم عنها إغلاق شبه كامل للحدود مع كل من سوريا والعراق، مما انعكس سلباً على حركة التجارة، ولتعزيز متانة الاقتصاد في المملكة ورفع قدرته على مواجهة الصدمات، قامت الحكومة الأردنية بتنفيذ مجموعة من السياسات والإجراءات الإصلاحية ضمن البرنامج الوطني للإصلاح الاقتصادي (2012-2015)، الذي تم تطبيقه بالتعاون مع صندوق النقد الدولي بنجاح كبير وفقاً لتقييم المؤسسات الدولية، وللمحافظة على هذه الإنجازات والسير قدماً فيها، تبني الأردن برنامجاً جديداً للإصلاح الاقتصادي لسنوات (2016-2018)، وبدون شك فإن هذه الإصلاحات سوف توفر دعامة أساسية قوية لتحفيز النشاط الاقتصادي وتحقيق النمو الشامل (كموني و الهندي، بدون تاريخ)؛

سابعا: وفي عامي (2019-2020)؛ فقد أثر وباء فيروس كورونا بشكل كبير على الاقتصاد الأردني، حيث انكمش النشاط الاقتصادي في الأردن بنسبة 1.6% خلال عام 2020. كما خلفت الجائحة أثرٌ مُدمرٌ على قطاع السفر والسياحة في البلاد الذي ساهم بنحو 18% من إجمالي الناتج المحلي ومن إجمالي الوظائف في عام 2019 ("اقتصاد في الأردن"، 2021).

وكإضافة لما سبق ورغم التحديات التي يواجهها الاقتصاد الأردني في كل مرة، فإن اقتصاد المملكة اليوم يسير نحو اقتصاد المعرفة والاقتصاد الرقمي ليواكب التطورات التكنولوجية التي شهدتها مختلف التعاملات الاقتصادية، وهو ما انعكس في انتقال الاقتصاد العالمي نحو الثورة الصناعية الرابعة، والتي لا سبيل أمام الاقتصادات الوطنية إلا مواكبتها والتكيف معها.

المطلب الثاني: الخلفية التاريخية لسوق رأس المال الأردني والهياكل المكونة له

في هذا المطلب سنقدم عرضاً تاريخياً لمختلف الأحداث المالية والاستثمارية التي شهدتها سوق رأس المال الأردني، بالإضافة إلى استكشاف أهم مكوناته.

الفرع الأول: الخلفية التاريخية لسوق رأس المال الأردني

نتناول في هذا الفرع الخلفية التاريخية للسوق المالي الأردني من خلال التركيز على نشأته أولاً ثم مراحل تطوره.

أولاً: نشأة سوق رأس المال الأردني: إن ظهور سوق غير منظمة في الأردن لتداول الأوراق المالية وعن طريق مكاتب غير متخصصة قد دفع إلى التفكير الجاد في إنشاء سوق مالية في العاصمة (عمان). فقام البنك المركزي الأردني وبالتعاون مع

مؤسسة التمويل الدولية (IFC) التابعة للبنك الدولي (WB) خلال سنتي (1975 و 1976) تقييم مشروع إنشاء السوق المالية، فصدر القانون رقم 31 للعام 1976، والذي أنشئت بموجبه سوق عمان المالية حيث باشرت أعمالها بتاريخ 1978/1/1 (عبد الجواد و الشديفات، 2006، صفحة 200)، وكان قانون سوق عمان المالي لسنة 1990 قد حدد أهداف السوق بـ؛ تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني، وكذلك تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة، سهولة، وسرعة هذا التعامل وبما يضمن أيضا مصلحة البلاد المالية وحماية صغار المدخرين، بالإضافة إلى توفير البيانات والإحصائيات اللازمة لتحقيق الأهداف السابقة للسوق ونشرها (الجمال، 2002، صفحة 157).

ثانيا: مراحل تطور السوق المالي الأردني: لم تنشأ السوق المالية الأردنية بصورة فجائية، بل مرت بمراحل زمنية مختلفة شهدت على إثرها عدة تحولات/ وتطورات أثرت عن انشائها نلخصها؛ في (التميمي، 2010، الصفحات 126-129):

أ- المرحلة الأولى (1930-1960): شهدت هذه المرحلة إنشاء عدد محدود من شركات المساهمة العامة بالأردن، نبدوها بالبنك العربي سنة 1930، ثم شركة التبغ والسجائر الأردنية سنة 1931، تلتها شركة الكهرباء الأردنية سنة 1938، وأخيرا شركة مصانع الإسمنت الأردنية سنة 1951، وبالرغم من هذه الأحداث واكتتاب المتعاملين بأسهم هذه الشركات، يبقى الملاحظ هو غياب قانون لتنظيم عملها وتداول أسهمها، الأمر الذي أدى إلى عشوائية التداول وظهور سوق غير منظمة من خلال مكاتب غير متخصصة بتداول أسهم هذه الشركات، لذلك اتسمت هذه المرحلة بمحدودية الفرص الاستثمارية وضعف انتشارها؛

ب- المرحلة الثانية (1960-1976): شهدت هذه المرحلة تطورا ملحوظا وملموسا في الاقتصاد الأردني تجسد بوضع الخطة الخماسية للبرنامج التنموي في الأردن خلال الفترة (1962-1967) والتي تضمنت؛ قيام بعض المشاريع الحكومية بطرح سندات، وإصدار قانون الشركات سنة 1962 وقانون الدين العام سنة 1966 الذي نظم عملية تمويل مشاريع التنمية الاقتصادية والاجتماعية. هذا الحدث الاقتصادي سبقه أول إصدار لإسناد القرض سنة 1961، وإصدار أذونات الخزينة سنة 1969 وذلك لتغطية العجز في الإنفاق الحكومي، هذا وشهدت المرحلة محاولات لتعبئة المدخرات المحلية والأجنبية وانتشار بعض الشركات المالية؛

ت- المرحلة الثالثة (1976-1990): شهدت هذه المرحلة حدثا ماليا مهما تبلور في إصدار القانون المؤقت رقم 31 لسنة 1976 القاضي بإنشاء ما يعرف وقتئذ بسوق عمان المالي الذي باشر نشاطاته بتاريخ 1978/01/01 بـ 66 شركة مساهمة، وإشراف لجنة تشكلت بقرار من مجلس الوزراء مهمتها؛ إدارة السوق وتنظيم إصدار الأوراق المالية وتداولها بما يضمن سلامة، سهولة، وسرعة المتاجرة بأسهم الشركات المساهمة العاملة في الاقتصاد الأردني. علاوة على ذلك حماية صغار المستثمرين وضمان حقوقهم من الغش والتلاعب، كما عرفت البيئة الاستثمارية

والمالية في الأردن بعد سنة 1980 جملة أحداث تمثلت في؛ خلق سوق موازية نتيجة ارتفاع عدد الأسهم المتداولة منذ سنة 1985، وأيضاً اندماج العديد من الشركات وفي مختلف القطاعات بهدف زيادة حجمها وقوتها الاقتصادية. كذلك التوسع في إصدار إسناد القرض للشركات العامة وتوسع البنك المركزي في إصدار سندات التنمية، وأخيراً وفي سنة 1988 البدء بتداول أذونات الخزينة؛

ث- المرحلة الرابعة (ما بعد عام 1990): شهدت هذه المرحلة تبني الحكومة الأردنية لسياسة إصلاح شاملة لسوق رأس المال تضمنت تعزيز نمو القطاع الخاص وتنوع قاعدة الاقتصاد الوطني، وسعيًا للارتقاء للمعايير الدولية في مجال تنظيم سوق الأوراق المالية. ويقتضى أهم حدث ضمن سياسة الإصلاح تلك هو صدور قانون الشركات رقم 22 لسنة 1997 وقانون الأوراق المالية المؤقت رقم 23 لسنة 1997 والذي ألغى بموجبه قانون سوق عمان المالي وتعديلاته، ثم تم تعديل هذا القانون بإصدار القانون رقم 76 لسنة 2002. هذا الأخير أعاد هيكلة وتنظيم سوق رأس المال باستحداث ثلاث مؤسسات مالية لإدارة السوق وهي؛ هيئة الأوراق المالية، بورصة عمان للأوراق المالية، ومركز إيداع الأوراق المالية، كما عرفت هذه المرحلة تشريعات تخص الإفصاح والشفافية وإلزام الشركات بهذه التشريعات لضمان حقوق المتعاملين في السوق، هذا بجانب السماح للاستثمار الأجنبي غير المباشر بدخول بورصة عمان للأوراق المالية لضمان فاعلية البورصة وتوفير السيولة المناسبة للسوق، ومواكبة للتطورات الحاصلة بدأ العمل بنظام التداول الإلكتروني في منتصف عام 2000، ونظراً للنشاط المتزايد لتداول الأوراق المالية في البورصة تم في العام 2008 تطبيق النسخة الجديدة من نظام التداول الإلكتروني **NSC V900**، وذلك لزيادة القدرة الاستيعابية لهذا النظام، ولزيادة القدرة الرقابية لمؤسسات السوق على عمليات التداول بالأوراق المالية بما يكفل تعزيز الشفافية في السوق، وإضافة لذلك تم تحديث البنية التقنية للبورصة وتطبيق التداول عبر الانترنت واحتساب أرقام قياسية جديدة واستحداث أدوات مالية جديدة.

وعلى العموم يمكن إجمال التطور التاريخي لسوق عمان المالي في أربعة مراحل أساسية، امتدت منذ عقد الثلاثينات من القرن العشرين. أضفت كل مرحلة منها سمات تحويلية وتطويرية للسوق حتى وصلت إلى ما هي عليه اليوم، حيث بدأت بإنشاء بعض الشركات المساهمة العامة أين كان التداول يتم من خلال سوق غير منظمة، وصولاً لإنشاء بورصة عمان للأوراق المالية لتطلع بدور السوق المنظمة للأوراق المالية.

الفرع الثاني: الهيئات المكونة لسوق عمان المالي

أحدث قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 المعدل لقانون الأوراق المالية المؤقت رقم 23 لسنة 1997 - كما سبق وأن أشرنا - نقلة نوعية في إعادة هيكلة سوق رأس المال الأردني والذي تم بموجبه استحداث ثلاث مؤسسات رئيسية لإدارة السوق؛ وهي:

أولاً: هيئة الأوراق المالية: وهي هيئة رقابية رسمية منظمة لسوق رأس المال في الأردن، لها شخصية اعتبارية تتمتع باستقلال مالي وإداري وترتبط مباشرة برئيس الوزراء (التميمي، 2010، صفحة 129)، وللهيئة مجلس مفوضين مكون من خمسة أعضاء متخصصين من بينهم الرئيس ونائبه، حيث تتمثل **صلاحيات** ومهام المجلس في؛ إعداد مشاريع القوانين والأنظمة المتعلقة بالأوراق المالية، ووضع التعليمات اللازمة لإدارة الهيئة، وأيضا الموافقة على التعليمات والأنظمة الخاصة ببورصة عمان ومركز إيداع الأوراق المالية، والموافقة على تسجيل الأوراق المالية، وكذلك منح التراخيص لشركات الخدمات المالية ومعتمدي المهن المالية، والموافقة على تسجيل صناديق الاستثمار، وأخيرا تحديد الرسوم والعمولات، وغير ذلك من المهام ("مجلس المفوضين"، بدون تاريخ)، **وتهدف** الهيئة إلى؛ توفير المناخ المناسب لضمان سلامة التعامل في الأوراق المالية وتنظيم سوق الأوراق المالية وسوق رأس المال، بالإضافة إلى حماية المستثمرين في السوق من الغش والخداع (الجمال، 2002، صفحة 168). وفي سبيل تحقيق هذه الأهداف تمارس الهيئة **المهام** التالية (نبيه، 2012، صفحة 298، 299):

- ✓ تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها؛
- ✓ تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها. هذه **الجهات** هي؛ بورصة عمان، مركز إيداع الأوراق المالية، الشركات المساهمة العامة، صناديق الاستثمار، معتمدو المهن المالية؛
- ✓ تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها، وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين والمستثمرين فيها؛
- ✓ تنظيم عمليات البيع بالمكشوف للأوراق المالية؛
- ✓ تنظيم العروض العامة لشراء أسهم الشركات المساهمة العامة.

ثانياً: مركز إيداع الأوراق المالية: أنشئ مركز إيداع الأوراق المالية بموجب قانون الأوراق المالية رقم 23 لسنة 1997 كمؤسسة ذات نفع عام، وبدأ بممارسة أعماله في ماي 1999. يتمتع المركز بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري كما يخضع لرقابة الهيئة وإشرافها. يتولى إدارة المركز مجلس إدارة ومدير تنفيذي مجرد من أية علاقات مالية مع أي وسيط أو عضو من الأعضاء، كما ليس له الحق بالتملك أو التصرف بأي ورقة مالية صادرة من طرفهم (التميمي، 2010، صفحة 131، 132)، **ويهدف** المركز إلى؛ تعزيز ثقة المستثمرين بالأوراق المالية وتمكينهم من متابعة استثماراتهم بالأوراق المالية بسهولة ويسر، بالإضافة إلى الحد من المخاطر المتعلقة بتسوية عمليات التداول المنفذة في السوق، ويعتبر المركز الهيئة الوحيدة المصرح لها بموجب القانون بمزاولة **الأعمال** التالية؛ تسجيل الأوراق المالية وإيداعها، حفظ ونقل ملكية الأوراق المالية وإجراء التقاوص والتسوية للأوراق المالية ("مركز إيداع الأوراق المالية - لجنة تعريفية"، بدون تاريخ)؛ وإضافة للأعمال المحددة بموجب القانون وفي سبيل تحقيق أهدافه يتولى المركز **المهام** الآتية ("مؤسسات سوق رأس المال"، بدون تاريخ):

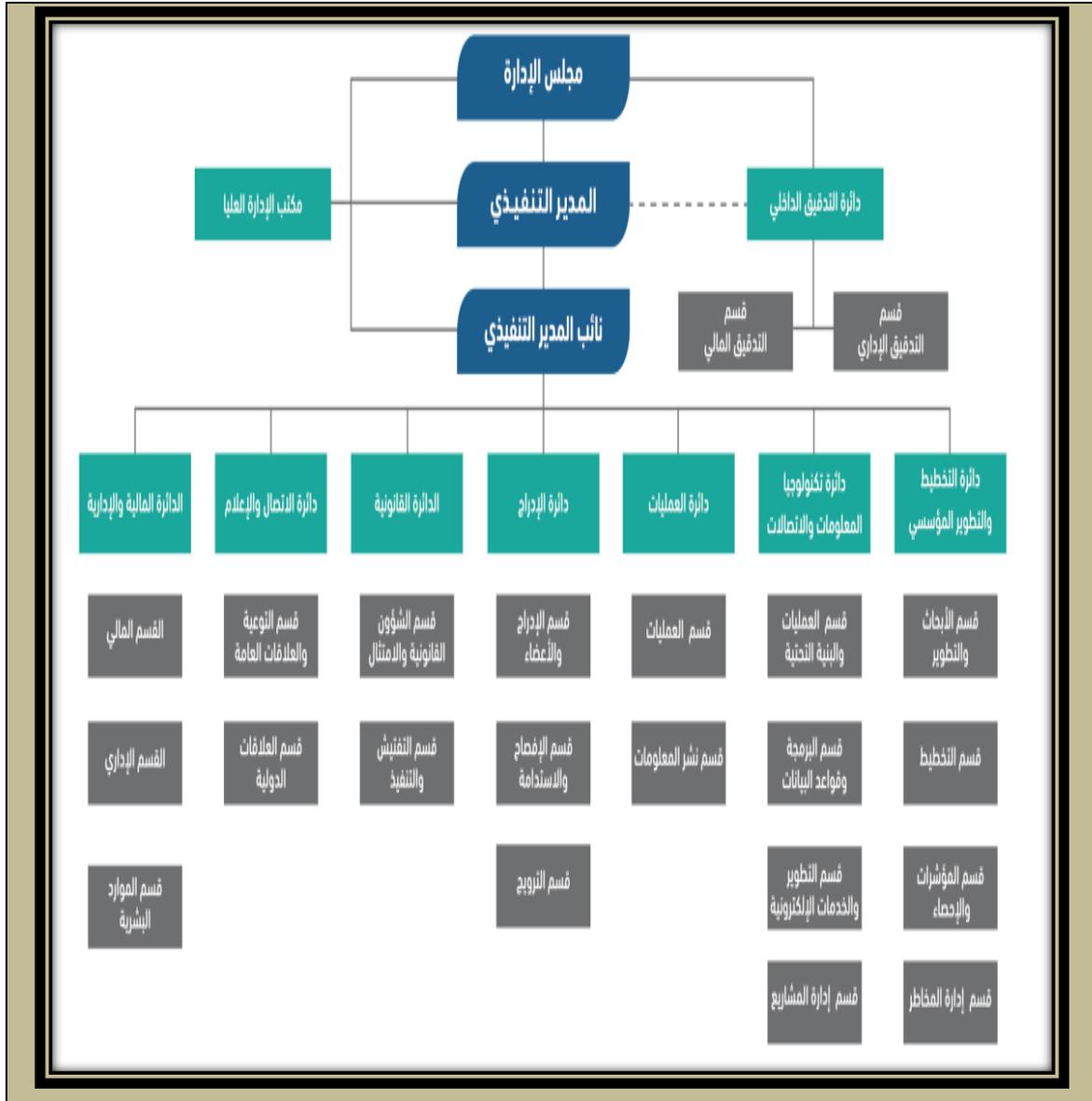
- ✓ الإشراف والرقابة على الأنشطة المهنية ذات العلاقة بعمل المركز والتي يقوم بها أعضاؤه؛
- ✓ إبداء الرأي في التشريعات ذات العلاقة بعمل المركز وفي تعديلاتها واقتراح هذه التشريعات، والإجراءات الكفيلة بحماية المستثمرين مالكي الأوراق المالية؛
- ✓ إصدار التقارير ونشر المعلومات والإحصاءات عن نشاط المركز؛
- ✓ إقامة علاقات تعاون مع مراكز الإيداع والجمعيات والمنظمات العربية والإقليمية والدولية في مجال الأوراق المالية وإبرام الاتفاقيات معها بما يخدم أهداف المركز؛
- ✓ إنشاء وإدارة صندوق ضمان التسوية.

ثالثاً: بورصة عمان للأوراق المالية: تأسست بورصة عمان للأوراق المالية في 11 مارس 1999 كمؤسسة مستقلة مصرح لها بموجب القانون بمزاولة العمل كسوق منظمة لتداول الأوراق المالية في المملكة، وفي 20 فيفري 2017 تم تسجيل بورصة عمان كشركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة، كما تعتبر شركة بورصة عمان الخلف القانوني العام والواقعي لبورصة عمان، والتي تدار (أي؛ الشركة) من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة (07) أعضاء يتم تعيينهم من قبل الهيئة العامة للبورصة ومدير تنفيذي متفرغ يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة (التقرير السنوي لبورصة عمان، 2020). هذا المجلس من **صلاحياته** أنه يضع الأنظمة الداخلية والتعليمات لإدارة شؤون البورصة؛ كإدراج وتداول الأوراق المالية، وصندوق ضمان الوسطاء الماليين؛ كذلك المعلومات والبيانات والسجلات التي تعد سرية والأشخاص المفوضين بالاطلاع عليها بحكم عملها؛ والمعلومات والبيانات والسجلات التي يتوجب على البورصة الإفصاح عنها، وتلك التي يجوز للجماهير الاطلاع عليها واستنساخها؛ كما يقوم بحل النزاعات بين أعضاء البورصة وبين الأعضاء وعملائهم؛ هذا وتتقاضى البورصة رسوم انتساب ورسوم اشتراك سنوية من أعضائها كما تتقاضى العمولات والأجور التي تنص عليها أنظمتها الداخلية (بوعبد الله، 2014، صفحة 257)، **وتهدف** البورصة إلى (التقرير السنوي لبورصة عمان، 2014):

- ✓ إيجاد بيئة استثمارية جاذبة، آمنة، ومنافسة تتسم بالشفافية والمصداقية؛
- ✓ تطوير عمليات، أساليب، وأنظمة تداول الأوراق المالية بالموازاة وأحدث الطرق المتبعة عالمياً؛
- ✓ تطوير العمل في البورصة والتميز في الخدمات التي تقدمها للأطراف ذات العلاقة؛
- ✓ نشر معلومات التداول إلى أكبر عدد ممكن من المتعاملين والمهتمين؛
- ✓ تنمية الوعي الاستثماري لكل فئات المجتمع وبصورة خاصة المتعاملين بالأوراق المالية؛
- ✓ زيادة عمق وشفافية السوق وتنويع الأدوات المالية المتاحة للمستثمرين؛
- ✓ تعزيز التعاون المشترك مع البورصات والمنظمات والاتحادات العربية، الإقليمية، والدولية.

ولبورصة عمان هيكل تنظيمي موضح في الشكل التالي:

شكل رقم (28): الهيكل التنظيمي لبورصة عمان -الأردن-



المصدر: (التقرير السنوي لبورصة عمان، 2020)

مما سبق نستنتج أن الحكومة الأردنية قد تبنت إصلاحات هيكلية لسوق رأس المال، أبرزها؛ إصدار قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 المعدل لقانون الأوراق المالية المؤقت رقم 23 لسنة 1997، والذي تم بموجبه استحداث ثلاث مؤسسات رئيسية مهمة هي؛ هيئة الأوراق المالية، بورصة عمان للأوراق المالية، مركز إيداع الأوراق المالية.

المطلب الثالث: تقسيمات السوق وأهم الأدوات المالية المتداولة فيه

هذا المطلب سنخصصه للتعرف وبشيء من التفصيل على مجموع الأسواق المشكلة لسوق عمان المالي بالإضافة إلى أهم الأدوات المالية المتداولة فيه.

الفرع الأول: تقسيمات سوق عمان المالي

يتم التداول بأسهم الشركات المدرجة في سوق عمان المالي من خلال **سوقين** رئيسيين؛ أولي وثانوي سنتعرف عليهما وعلى تقسيماتهما في هذا الفرع.

أولاً: السوق الأولي Primary Market: وهو سوق الإصدارات الأولية للشركات التي لم تستوف شروط الإدراج. هذه الإصدارات تشمل كل من إصدارات الأسهم والسندات للشركات القائمة وحديثة التأسيس، والتي يتم تسعيرها من خلال لجنة تسمى لجنة الإصدارات. تشير الأرقام في السوق إلى ارتفاع نسبة الإصدارات الأولية مما يعكس نضوج السوق وزيادة ثقة الجمهور به (أبو موسى، 2005، صفحة 87).

ثانياً: السوق الثانوي Secondary Market: وهو السوق الذي يجري فيه التعامل بالأوراق المالية بعد إصدارها واستكمال إجراءات الاكتتاب بها في إطار القوانين والأنظمة والتعليمات المعمول بها (صافي و البكري، 2009، صفحة 89)، وتنقسم هذه السوق إلى أربعة أسواق فرعية؛ على النحو الآتي (أبو موسى، 2005، الصفحات 87-89):

أ- السوق النظامية: وتمثل في ذلك الجزء من السوق الذي يتم من خلاله تنظيم التعامل في قاعة التداول بأسهم الشركات المدرجة فيها، وتخضع هذه السوق (البورصة) لإشراف هيئة الأوراق المالية التي ترتبط مباشرة برئيس الوزراء، ويتم إدراج أسهم الشركات المساهمة العامة في السوق النظامي إذا توفرت **الشروط** التالية:

- 1- أن تكون قد مرت سنة كاملة على إدراج أسهمها في السوق الموازي؛
- 2- أن تكون الشركة قد شرعت فعلا في ممارسة نشاطها الفعلي الطبيعي؛
- 3- أن لا يقل صافي حقوق المساهمين كما في نهاية سنتها المالية التي تسبق طلب الإدراج عن 75% من رأس المال المدفوع؛

4- أن تقدم الشركة التقرير السنوي الذي يظهر في الميزانية العامة لها كما في نهاية السنة المالية التي تسبق طلب الإدراج إضافة إلى حساباتها الختامية الأخرى، وتقرير مدقق الحسابات والبيانات الإيضاحية المتعلقة بتلك السنة وأن تلتزم بنشر هذه البيانات في صحيفتين يوميتين ولمرة واحدة على الأقل؛

5- أن يكون قد تم تداول 10% من مجموع الأسهم المكتتب بها على الأقل خلال عام كامل في السوق الموازي.

ب- السوق الموازي: ويتمثل في ذلك الجزء من السوق الذي يتعامل فيه بأسهم الشركات التي لا تلي تماما شروط الإدراج في السوق النظامي فهي سوق تحضيرية وتمهيدية للشركات المساهمة العامة التي تسعى للإدراج في السوق

النظامي، وهو بذلك يوفر السيولة اللازمة للشركات. أما عن شروط الإدراج فتكون أقل شدة من تلك الموجودة في السوق النظامي؛ وهي كما يلي:

- 1- أن تكون الشركة شركة مساهمة عامة؛
- 2- أن يكون مدفوعا ما نسبته 45% من القيمة الاسمية للسهم؛
- 3- أن لا يقل صافي المساهمين عن 40% من رأس المال المدفوع؛
- 4- أن تكون قد مرت سنة كاملة على تاريخ منح الشركة بالشروع في ممارسة عملها؛
- 5- أن تقدم الشركة التقرير السنوي الذي يظهر في الميزانية العامة لها إضافة إلى الحسابات الختامية وتقرير مدقق الحسابات.

ت- سوق السندات: وتشمل هذه السوق سندات التنمية وإسناد القرض وأذونات وسندات الخزينة، وتعتبر هذه الأخيرة (أي؛ السوق) ضيقة يتراوح حجم التداول فيها من (06) مليون دينار إلى (37) مليون دينار.

ث- التحويلات خارج القاعة: والتي تتكون من؛ التحويلات العائلية من الدرجة الأولى حتى الثالثة، التحويلات الإرثية وتحويلات خارج المملكة، كذلك تحويلات الشركات غير المدرجة. تتم التعاملات من خلال الدائرة القانونية، أما العمولات الخاصة بهذا السوق فتكون أقل من تلك التي يتم تقاضيها داخل القاعة.

الفرع الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق عمان المالي

نستعرض في هذا الفرع أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق عمان المالي والمنصوص عليها بموجب قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002؛ بالترتيب التالي (الشواور، 2008، الصفحات 164-167):

أولاً: الأسهم العادية: وهي أسهم نقدية ويجوز أن تكون عينية. تسدد دفعة واحدة أو على أقساط لا تتجاوز الأربع (04) سنوات من تاريخ المباشرة. تكون متساوية الحقوق والواجبات، وتأخذ أرقاما تسلسلية. أما شهادات الأسهم فهي عبارة عن وثيقة تصدر من قبل الشركة لصالح حامل الأسهم تعترف بموجبها هذه الأخيرة (أي؛ الشركة) بملكية الثاني لهذه الأسهم، وتشتمل على البيانات التالية؛ الاسم الكامل للشركة وموقعها الرئيس، كذلك نوع المساهمة وعدد الأسهم وأسماء المساهمين، وأخيرا تسلسل ملكية السهم؛

ثانياً: إسناد القرض: ويمكن تعريفها بأنها أوراق مالية ذات قيمة اسمية قابلة للتداول تصدرها الشركات المساهمة العامة وتطرحها للاكتتاب العام أو الخاص للحصول على قرض لا تقل مدته عن خمس (05) سنوات على أن تتعهد الشركة وبموجب هذا الإسناد بسداد هذا القرض وفوائده وفقا لشروط الإصدار. ويمكن تقسيمها إلى؛

- أ- إسناد قرض اسمية: تصدر باسم مالكيها وتنتقل ملكيتها وفق قانون السوق، وتوثق في سجلات الشركة؛
- ب- إسناد قرض لحاملها: تعطي لحاملها الحقوق المترتبة عليها وتنتقل ملكيتها من شخص لآخر بمجرد التسليم.

ثالثاً: **سندات المقارضة**: وهي واحدة من الأدوات التمويلية التي تكون وفقاً لقواعد الاقتصاد الإسلامي. تختلف عن مثيلاتها في الاقتصاد الوضعي كونها عبارة عن علاقة إقراض بين مصدر ومكاتب. تأخذ معنى المشاركة وليس المديونية أي أن الفائدة لا تحدد بشكل مسبق وإنما يترك أمرها لمدى الربح المحقق كما أنه لا يوجد أي ضمان لرد الأصل وذلك لاحتمال وجود خسائر، وبما أنها وثائق محددة القيمة تصدر بأسماء مالكيها نظير الأموال التي قدموها لصاحب المشروع بقصد تنفيذه له واستغلاله لتحقيق الربح. فإن إصدارها يكون بإحدى **الطريقتين** التاليتين:

أ- أن تصدر لأجل معين بهدف المشاركة في تمويل الاستثمار المراد إقامته وتسمى في هذه الحالة بسندات المقارضة المشاركة؛

ب- أن يكون إصدارها لهدف معين أي لتمويل استثمار محدد على أن يتم استردادها من خلال الدخل المتحقق عنه بالإضافة إلى المشاركة في الربح، وفي كلا **الحالتين** لا تخضع الأرباح المحققة عنها لضريبة الدخل، والأمر ذاته بالنسبة لأصل القرض.

رابعاً: أدوات الدين العام: وتشمل أذونات وسندات الخزينة التي تصدرها الحكومة بهدف الحصول على قروض من الجمهور. فأذونات **الخزينة**؛ "هي الصك أو الكمبيالة الصادرة بالنيابة عن خزينة الحكومة، والتي تنتقل ملكيتها بمجرد التسليم، وتنص على حق حاملها في استيفاء قيمتها الاسمية في التاريخ المحدد مع الفائدة المستحقة". أما **سندات الخزينة**؛ "فهي السندات المسجلة أو السندات لحاملها الصادرة عن الحكومة".

المطلب الرابع: آلية عمل سوق عمان المالي وأهم إنجازاته

وبعد التطرق لتقسيمات السوق وأدواته في المطلب السابق نخصص هذا المطلب للتعرف على آلية عمل سوق عمان المالي وعرض لأهم إنجازاته.

الفرع الأول: آلية عمل سوق عمان المالي

يهدف هذا الفرع إلى تقديم وتوضيح آلية عمل سوق عمان المالي من خلال التعرض للمتعاملين في هذا السوق، والتعرف على نظام التداول المطبق فيه.

أولاً: المتعاملون في سوق عمان المالي: يرتكز التعامل في سوق عمان المالي على بعض الجهات وفقاً لما نص عليه القانون، حيث ركز القانون والأنظمة والتشريعات الحكومية على بعض المتدخلين في السوق من بينهم؛ البنوك التجارية المحلية، البنوك المرخصة، مؤسسات الإقراض الزراعي المتخصصة، وكل الشركات المساهمة العامة الأردنية التي يبلغ رأسمالها المدفوع 100 ألف دينار أردني أو أكثر، وأخيراً جميع الشركات المساهمة العامة غير الأعضاء في السوق، والتي عليها القيام بتسجيل عمليات البيع والشراء لأسهمها في السوق، حيث تقوم هذه الشركات بتوضيح أسعار التعامل للجنة لتسجيلها في سجل خاص، ولا يجوز لها تسجيل أو إعلان المعلومات الواردة في هذا السجل إلا من الناحية الإحصائية والإجمالية (صافي و البكري، 2009، صفحة 77). ويتوسط تلك الجهات التي تكون إما مقرضة أو مقترضة ما يسمى **بالوسطاء**

الماليون، فهم يمثلون حلقة الوصل بين المستثمرين ومصدري الأوراق المالية (أبو موسى، 2005، صفحة 90)، وقد حددت المادة (08) من قانون سوق عمان المالي مهام الوسطاء حسب فئاتهم إلى (أبو موسى، 2005، صفحة 90،91):

- 1- إذا كان وسيطاً بالعمولة؛ فإن مهمته تتحدد في شراء وبيع الأوراق المالية لصالح العميل بناء على الأوامر الصادرة منه، وذلك مقابل عمولة محددة من طرف لجنة إدارة السوق؛
- 2- وإذا كان وسيطاً يشتري وبييع لصالح محفظته؛ فهو في هذه الحالة يقوم بدور صانع السوق؛
- 3- ويمكن أن يقوم الوسيط بدور المغطي للإصدارات الجديدة، وبذلك فهو يمثل حلقة الوصل بين مصدري الأوراق المالية وبين الجمهور لقاء عمولة تحدد في اتفاقية التغطية لضمان التسويق الكامل للإصدار، وتجدر الإشارة إلى أن الوسيط الذي يقوم بهذا الدور يلعب دور الوكيل **Dealer** الذي يتعهد بتسويق الإصدار الجديد؛
- 4- كما يمكن أن يقوم الوسيط بدور استشاري (المستشار المالي) للمستثمرين في الأوراق المالية ويغلب عليه بهذا الدور أن يكون شركة استثمار.

ثانياً: نظام التداول في سوق عمان المالي: وتتناول فيه:

أ- نظام التداول الإلكتروني وتطوره: تعد المملكة الأردنية الهاشمية من أوائل الدول في المنطقة التي أدركت أهمية إدخال التكنولوجيا الحديثة لسوقها المالي، حيث شرعت بورصة عمان وبعد عام واحد من تأسيسها -أي في عام 2000- بتحسين ومكنة بيئة التداول فيها، حيث استبدلت وبنجاح نظام التداول اليدوي الذي كان معمولاً به لما يقارب 22 عاماً بنظام تداول إلكتروني **NSC V2**، والذي يقوم من خلاله الوسطاء الماليون بتنفيذ الأوامر الصادرة عن عملائهم بدرجة عالية من التطور والكفاءة وضمن آلية تمتاز بالسهولة، المرونة، والأمان، كما سمحت البورصة لشركات الوساطة بالتداول عن بعد حيث تم ربط هذه الشركات من خلال شبكة الألياف الضوئية (Fiber Optics) والخطوط المؤجرة (Leased Lines). وتلبية للاحتياجات المتزايدة لسوق رأس المال في الأردن قامت البورصة في منتصف عام 2005 بتطوير نظام التداول الإلكتروني المعمول به آنذاك إلى النسخة **NSC V2+**، كذلك ونظراً للنشاط المتزايد لتداول الأوراق المالية في البورصة تم تطبيق النسخة الجديدة من نظام التداول الإلكتروني **NSC V900**، وذلك بغية تطوير عمليات التداول والرفع من القدرة الاستيعابية للنظام، كذلك الزيادة في سرعة وكفاءة هذا الأخير في استقبال الأوامر المدخلة ومعالجتها من طرف شركات الوساطة. علاوة على ذلك فإن استخدام هذه النسخة من النظام تتيح للبورصة تطوير برامج جديدة خاصة بما للقيام بعمليات الرقابة الداخلية على السوق والتحليل الفوري للمعلومات (لحظة بلحظة) بطريقة أسهل وبفعالية أكبر وذلك نتيجة التطور التكنولوجي في النسخة الجديدة والانفتاح الذي توفره مقارنة بالنسخة القديمة (أهم ملامح نظام التداول الإلكتروني **NSC V900** المطبق

في بورصة عمان"، بدون تاريخ). ويقدم نظام التداول الإلكتروني العديد من المزايا للسوق وللجهات المتعاملة معه؛ من بينها (مناصريه، 2016، صفحة 292):

- 1- رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية؛
- 2- مرونة عالية في تنفيذ الصفقات بعدالة، شفافية وأمان؛
- 3- سهولة التعرف على العمليات المنفذة وغير المنفذة؛
- 4- إمكانية تحليل أوضاع الشركات المتداولة أسهمها بشكل آني؛
- 5- تفعيل عملية الرقابة على عمليات التداول؛
- 6- إمكانية نشر المعلومات بشكل فوري يساعد على زيادة عمق وسيولة السوق.

ب- أنواع الأوامر: ويهدف تلبية رغبات المستثمرين أضافت النسخة الجديدة من النظام **NSC V900** أنواعاً جديدة من الأوامر من حيث الأسعار ومدد السريان، نلخصها في ("أهم ملامح نظام التداول الإلكتروني **NSC V900** المطبق في بورصة عمان"، بدون تاريخ):

- 1- أنواع الأوامر من حيث السعر: وتنقسم إلى:
 - ✓ الأمر بسعر محدد (**Limit Order**): هذا النوع من الأوامر يمثل رغبة المستثمر في شراء أو بيع الورقة المالية على سعر محدد لا يزيد عنه في حالة الشراء ولا يقل عنه في حالة البيع؛
 - ✓ الأمر بسعر السوق المحدد (**Market to Limit Order**): هذا الأمر يمثل رغبة المستثمر في شراء أو بيع الورقة المالية على أفضل الأسعار الموجودة، بحيث يكون أفضل سعر معروض في حالة أمر شراء، وأفضل سعر مطلوب في حالة أمر بيع؛
 - ✓ الأمر بسعر مفتوح (**Open Price Order**): هذا النوع من الأوامر يمثل رغبة المستثمر في شراء أو بيع الورقة المالية على سعر معادل لسعر التوازن التأشير المحتسب والذي سيتم التنفيذ على أساسه، ويسمح بإدخاله خلال مرحلتي ما قبل الافتتاح وما قبل الإغلاق، كما يأخذ هذا الأمر أولوية على الأمر بسعر محدد من حيث السعر، أي يتميز عنه بأولوية التنفيذ.

2- أنواع الأوامر من حيث مدة السريان (الصلاحية): وتنقسم إلى:

- ✓ الأمر الصالح حتى نهاية اليوم (**Day**): وهو أمر صالح حتى يوم واحد فقط، وفي حال عدم تنفيذه يقوم نظام التداول الإلكتروني بإلغائه في نهاية اليوم؛
- ✓ الأمر بصلاحية (**Sliding**): هذا الأمر يبقى صالح حتى ثلاثين (30) يوم من تاريخ إدخاله إلى نظام التداول الإلكتروني؛

✓ الأمر بصلاحيحة (GTC): هذا النوع من الأوامر لا يرتبط بمدة سريان معينة، بل يبقى صالحا حتى يتم إلغاؤه سواء من قبل الوسيط أو من قبل البورصة.

ت- العملات والرسوم في سوق عمان المالي: يستوفي الوسيط عمولة تحسب من القيمة السوقية للأوراق المالية لعمليتي الشراء والبيع حسب الجدول التالي ("عمولات التداول"، بدون تاريخ):

جدول رقم (10): عمولات التداول في بورصة عمان

الورقة المالية	الحد الأدنى للعمولة	الحد الأعلى للعمولة
الأسهم	4.5 دينار لكل ألف دينار	4.7 دينار لكل ألف دينار
السندات	45.0 دينار لكل ألف دينار	95.0 دينار لكل ألف دينار
وحدات الاستثمار	0.2 دينار لكل ألف دينار	2.2 دينار لكل ألف دينار

المصدر: ("عمولات التداول"، بدون تاريخ)

✓ يجوز للوسيط تقاضي عمولة تكون أقل من الحد الأدنى للأسهم المشار إليه أعلاه لعملية التداول الواحدة (أي؛ شراء أو بيع ورقة مالية واحدة في يوم واحد للمستثمر الواحد) والتي تزيد عن 100,000 ألف دينار، على أن لا تقل هذه العمولة وبأي حال من الأحوال عن 0.002 (أي؛ دينارين عن كل ألف)؛

✓ على كل طرف من طرفي العقد أن يضيف نسبة 0.0008 من القيمة السوقية للأسهم المتداولة كضريبة لصالح الخزينة العامة للدولة؛

✓ أما فيما يخص عمولة مؤسسات سوق رأس المال للأسهم فتُدفع بالشكل التالي: 0.0005 لهيئة الأوراق المالية ونفسها لبورصة عمان و0.0004 لمركز إيداع الأوراق المالية، والتي يقوم الوسيط بتحصيلها لحساب الجهات المذكورة، بينما تتقاضى هذه المؤسسات عمولة على السندات 0.0002 تُدفع بالتساوي للبورصة والمركز أما الهيئة فلا تستوفي أي عمولة عليها؛

✓ في حين لا تتقاضى مؤسسات سوق رأس المال أية عمولة على سندات الادخار للأفراد؛

✓ وأخيرا تتقاضى شركات الوساطة من العملاء (مستخدمي خدمة التداول عبر الإنترنت) عمولة تتراوح ما بين (0.002 - 0.006).

أما بالنسبة للرسوم وحسب ما جاء به النظام الداخلي للرسوم والبدلات والعمولات الصادر بالاستناد إلى أحكام المادتين (65 ب) و(74/أ) من قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002؛ ما يلي ("النظام الداخلي للرسوم والبدلات والعمولات"، بدون تاريخ):

✓ تستوفي البورصة رسم انتساب بواقع مائتي ألف (200.000) دينار ولمرة واحدة من الشركة التي تمنح رخصة للقيام بأعمال الوساطة المالية؛

✓ تستوفي البورصة رسم اشتراك سنوي من العضو بواقع خمسمائة (500) دينار.

الفرع الثاني: أهم إنجازات سوق عمان المالي في عام 2020

قامت بورصة عمان بالعديد من الإنجازات خلال العام 2020، ومن أهم الإنجازات والتطورات المحققة على المستويين الداخلي والخارجي؛ ما يلي (التقرير السنوي لبورصة عمان، 2020):

أولاً: الخطة الإستراتيجية لبورصة عمان: تابعت بورصة عمان تنفيذ خطتها الإستراتيجية للفترة (2018-2020) والتي تتوافق مع البرامج والمشاريع المعتمدة من قبل حكومة المملكة، كما أعدت البورصة خطتها الإستراتيجية للسنوات الثلاث القادمة (2021-2023) تضمنت مجموعة أهداف من شأنها أن تسهم في تعزيز دور البورصة في الاقتصاد الوطني، وتطوير الخدمات التي تقدمها، إضافة إلى تعزيز البنية التقنية وتطوير بيئة العمل، وأيضاً تعزيز تنافسية السوق وتقديم خدمات مبتكرة ومؤشرات جديدة، ولتحقيق الأهداف السالفة الذكر فقد اشتملت الخطة على ثماني مبادرات تضمنت تنفيذ سبعة وعشرين (27) مشروعاً خلال الفترة (2021-2023)؛

ثانياً: التطورات التقنية: ومواكبة للتطورات الحاصلة عملت البورصة على تطوير أنظمتها الإلكترونية وفق أحدث المعايير العالمية، فقد تم إطلاق مشروع نظام الإفصاح الإلكتروني بلغة **XBRL**. هذا النظام يوفر إمكانية نشر المعلومات المالية وغير المالية والافصاحات الهامة من قبل الشركات المصدرة إلكترونياً وباللغتين العربية والإنجليزية، مما يقلل من الوقت، الجهد، والتكاليف، ويعزز من الشفافية وبالتالي يرفع من كفاءة السوق، كما تعمل البورصة على وضع اللمسات الأخيرة لإطلاق مشروع نظام التداول الإلكتروني **Optiq** في الربع الأول من عام 2021 استناداً لأحدث المواصفات والمعايير الدولية. كما قامت البورصة بتحديث البنية التحتية الخاصة بالبيئة الافتراضية، وذلك من خلال استبدال الأجهزة الخادمة وأجهزة ومعدات التخزين الخاصة بها بأجهزة جديدة ذات مواصفات عالية تحتوي على ساعات تخزينية إضافية وتستخدم تكنولوجيا حديثة تسمى البنية التحتية المدججة **Hyper Converged**.

ثالثاً: التطورات التشريعية: تقوم البورصة وبشكل مستمر بمراجعة التشريعات المنظمة لكافة جوانب العمل في السوق وتعديلها بما يتلاءم وأي تطورات تطرأ في سوق رأس المال الأردني، حيث قامت البورصة وخلال سنة 2020 بتعديل عقد التأسيس والنظام الأساسي لشركة بورصة عمان لسنة 2018، وتعديل نظام العضوية في بورصة عمان لسنة 2018 وإقرار هذه التعديلات حسب الأصول.

رابعاً: إطلاق صفحة جديدة على الموقع الإلكتروني تحت عنوان "أحداث الشركات المدرجة": وتم إطلاقها باللغتين العربية والإنجليزية. أنشأت بهدف تعزيز الشفافية وتوفير المعلومات الهامة للباحثين والمستثمرين لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية،

وتمكن المستخدمين من الحصول على تقرير عن الأحداث الجارية على الشركات المدرجة بما يتناسب واحتياجاتهم بكل سهولة ويسر.

خامسا: إصدار دليل الشركات المساهمة العامة لعام 2020: هذا الدليل يتضمن معلومات عامة عن الشركات المساهمة العامة المتداولة في سوق عمان للأوراق المالية، كذلك المعلومات المالية للشركات المساهمة المتعلقة بقائمة المركز المالي، قائمة الدخل، وقائمة التدفق النقدي إضافة لبعض النسب المالية للفترة (2016-2019).

سادسا: مشاركة بورصة عمان في مؤشر Refinitiv واتحاد البورصات العربية للشركات منخفضة انبعاثات الكربون: وهو مؤشر إقليمي يعنى بالشركات منخفضة انبعاثات الكربون في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، ويتكون من 30 شركة متداولة في 09 أسواق حققت متطلبات ومعايير المؤشر من ضمنها بورصة عمان، حيث يعد دخولها لهذا المؤشر دلالة ايجابية إلى تمهيد الطريق لإيجاد منتجات جديدة في الأسواق القابلة للاستثمار في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، كما سيساهم في تعزيز جذب مديري الأصول والاستثمارات إلى أسواق الشرق الأوسط وشمال أفريقيا في ضوء تصاعد أهمية معايير الحوكمة والاستدامة في العالم.

سابعا: حث الشركات العائلية على الإدراج: وضمن خطة خارطة الطريق التي يتم تنفيذها بالتعاون مع البنك الأوروبي لإعادة الإعمار والتنمية EBRD. عقدت البورصة من خلال تقنيات الاتصال المرئي والمسموع ورشة عمل بعنوان "الطريق إلى الإدراج في بورصة عمان" بمشاركة من هيئة الأوراق المالية والبنك الأوروبي، حيث قامت البورصة باستعراض خارطة طريق العرض العام الأولي إلى الإدراج في بورصة عمان. بينت من خلالها مفهوم العرض العام الأولي والمتطلبات الأساسية له إضافة إلى التعريف بمزايا ومنافع الإدراج في البورصة.

ثامنا: إعداد خطة الطوارئ لتنظيم العمل عن بعد: قامت البورصة بإعداد خطة تستهدف تنظيم آلية العمل عن بعد سواء بشكل جزئي أو كامل بما يضمن استمرارية أعمالها وتقديم خدماتها على أكمل وجه خاصة في ظل التطورات الناتجة عن تداعيات انتشار كوفيد-19، وذلك من خلال استخدام الشبكة الافتراضية الخاصة Virtual Private Network (VPN)، كإجراءات احترازية منها لمواجهة هذه الظروف وحالة عدم اليقين التي سادت في السوق.

تاسعا: تطوير وتعزيز قاعدة بيانات الموقع الإلكتروني للبورصة على الانترنت: قامت بورصة عمان بتطوير وتعزيز قاعدة بيانات الموقع الإلكتروني على الانترنت، حيث تم استخدام نظام Percona للمزامنة Replication بين البيانات، وذلك لزيادة سرعة عمل الموقع وزيادة القدرة الاستيعابية له".

عاشرا: الحضور على المستوى المحلي، العربي، والدولي: شاركت بورصة عمان في فعاليات المنظمات العربية والدولية ذات العلاقة من خلال تقنيات الاتصال المرئي والمسموع عبر الانترنت ومنها؛ حضور اجتماع الهيئة العامة السنوي الثلاثون واجتماع لجنة العمل الحادي والثمانون لاتحاد البورصات الأوروبية الآسيوية FEAS، وحضور اجتماع الجمعية العامة العادي لاتحاد البورصات العربية AFE، والذي تم فيه انتخاب بورصة عمان بالإجماع كعضو ممثل عن دول المشرق العربي إلى جانب بورصة بيروت في مجلس إدارة الإتحاد. كما شاركت البورصة في فعاليات المؤتمر السنوي بعنوان الطاولة المستديرة العالمية والذي عقد بتنظيم من مبادرة تمويل برنامج الأمم المتحدة للبيئة UNEP FI، ومؤتمر "دعم البنوك المركزية لأسواق رأس المال في ظل جائحة كورونا" والذي عقد بتنظيم من اتحاد المصارف العربية UAB بالتعاون مع اتحاد البورصات العربية AFE.....إلخ.

إحدى عشر: الاتفاقيات والمذكرات: وقعت بورصة عمان اتفاقية تعاون مشترك مع جامعة عمان العربية تستهدف إنشاء غرفة محاكاة وتدريب على نظام التداول الإلكتروني الخاص ببورصة عمان. كما وقعت البورصة 05 اتفاقيات تتعلق بتوزيع معلومات التداول منها 03 اتفاقيات مع كل من شركة ASHARQ NEWS Services Ltd وشركة المجموعة المالية هيرميس القابضة- مصر وشركة المجموعة المالية هيرميس- الأردن، واتفاقيتان لتوزيع معلومات التداول لغاية تقديم خدمة التداول عبر الإنترنت مع كل من شركة مسك للوساطة المالية وشركة الحكمة للخدمات المالية.

مما سبق يمكن القول أن السوق المالية الأردنية ومن خلال بورصة عمان حققت مجموعة من الإنجازات سواء من حيث؛ التطورات التشريعية، التقنية، وكذلك التعاملات الخارجية بالشكل الذي يؤدي بالنهوض بالاقتصاد الأردني في ظل الاضطرابات السياسية والإقليمية المحيطة.

المبحث الثاني: تقييم أداء المؤشرات الرئيسية لسوق عمان المالي خلال فترة الدراسة

تقييم أداء سوق عمان المالي يكون من خلال تحليل تطور حركة مؤشرات أدائه، وتبعاً لموضوع البحث سنلقي نظرة أولية حول الأرقام القياسية لأسعار الأسهم في بورصة عمان مع تبيان لطرق وكيفية احتسابها، لنتطرق بعدها مباشرة إلى تحليل تطور مؤشرات أداء سوق عمان المالي خلال فترة الدراسة التي تمتد من 1990 إلى غاية 2020.

المطلب الأول: الأرقام القياسية في سوق عمان المالي

تعد الأرقام القياسية من أهم المؤشرات التي تعكس تحركات أسعار الأسهم في السوق، كما تستخدم في قياس التغيرات التي تطرأ على الأسعار خلال فترة زمنية معينة مقارنة بأخرى. في هذا المطلب سنستكشف أهم أنواع الأرقام القياسية لأسعار الأسهم في بورصة عمان وطرق حسابها.

الفرع الأول: الرقم القياسي البسيط (غير المرجح)

بدأ سوق عمان المالي منذ عام 1980 باحتساب رقم قياسي غير مرجح (بسيط) لأسعار الأسهم، بناء على عينة مكونة من 38 شركة من كافة القطاعات وذلك لاحتساب الرقم القياسي العام، وقد تم تحديد أسعار افتتاح التداول؛ الأول من كانون الثاني 1980 كفترة أساس حيث قدرت قيمة الرقم القياسي بـ 100 نقطة، وبداية من عام 2004 تم تغيير قيمة الأساس إلى 1000 نقطة، وإضافة للرقم القياسي العام يتم احتساب أرقام قياسية لكافة القطاعات وهي: قطاع البنوك والشركات المالية، التأمين، الخدمات والصناعة ("المؤشرات الرئيسية"، بدون تاريخ). ويتم احتساب الرقم القياسي العام غير المرجح والأرقام القياسية القطاعية (مؤشرات قطاعية) باعتماد أسلوب المعدلات الهندسية وفق الصيغة التالية ("طريقة الاحتساب"، بدون تاريخ):

$$\text{Index (t)} = \text{Exp} (\text{Ln}(10)*S)*1000$$

حيث أن:

Index (t): الرقم القياسي البسيط (غير المرجح) في الزمن **t**؛

Exp: الدالة الأسية؛

Ln (10): دالة اللوغاريتم ذات الأساس 10؛

S: عدد الأسهم المدرجة.

الفرع الثاني: الرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية

بدأ سوق عمان المالي منذ مطلع عام 1992 وبعد دراسات إحصائية مكثفة، باحتساب رقم قياسي جديد مرجح بالقيمة السوقية وتم تحديد 31 كانون الأول 1991 كفترة أساس (الرقم القياسي = 100 نقطة)، تم تغييره إلى 1000 اعتباراً من بداية عام 2004. يقوم هذا الرقم على أساس اختيار عينة مكونة من 50 شركة ممثلة للسوق تم زيادتها إلى 60 شركة في العام 1994 ثم إلى 70 شركة في سنة 2001 وبعدها إلى 100 شركة سنة 2007، واختيار هذه العينة تم اعتماد خمسة معايير تعكس حجم الشركات ومدى سيولتها ممثلة في؛ القيمة السوقية للشركة، عدد أيام التداول، معدل دوران السهم، حجم التداول، وعدد الأسهم المتداولة، كما يتم أخذ التمثيل القطاعي بعين الاعتبار عند اختيار العينة ("المؤشرات الرئيسية"، بدون تاريخ). ولاحتساب الرقم القياسي العام المرجح بالقيمة السوقية والأرقام القياسية القطاعية نستخدم الصيغة الرياضية التالية ("طريقة الاحتساب"، بدون تاريخ):

$$\text{Index (t)} = (M_t/B_t)* 1000$$

* عند فترة الأساس؛ $(t=1) \Leftarrow \text{Index} = 1000 \Leftarrow B_1 = M_1$ (القيمة السوقية للعينة = القيمة الأساسية)

*عند؛ $(t > 1) \Leftarrow$

$$\left\{ \begin{array}{l} B_t = B_{t-1} * (M_t / M_{ad}) \\ M_{ad} = M_t - I_t - N_t + Q_{t-1} \end{array} \right.$$

حيث أن؛

t : الزمن الذي يتم فيه احتساب الرقم القياسي؛

$Index_t$: الرقم القياسي عند الزمن t ؛

M_t : القيمة السوقية لشركات العينة عند الزمن t ، وتساوي مجموع حاصل ضرب أسعار إغلاقات الأسهم المكونة للعينة في الزمن t في عدد الأسهم المكتتب بها في نفس الفترة؛

B_t : القيمة الأساسية (Base Value) وهي القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها المكونة للعينة في فترة الأساس حيث تم اختيار إغلاق سنة 1991 كسنة أساس؛

M_{ad} : القيمة السوقية المعدلة عند الزمن t ، وعن طريق احتسابها يتم إجراء كافة التعديلات على الرقم القياسي من حيث زيادة رؤوس الأموال أو إضافة أو سحب بعض الشركات من/ وإلى العينة؛

I_t : القيمة السوقية للإصدارات الجديدة من أسهم الشركات المكونة لعينة الرقم القياسي عند الزمن t ؛

N_t : القيمة السوقية لأي شركة أضيفت إلى العينة خلال الزمن t ؛

Q_{t-1} : القيمة السوقية لأي شركة كانت في عينة الرقم القياسي خلال الفترة السابقة ($t-1$) وتم سحبها خلال الزمن t .

الفرع الثالث: الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة

ونتيجة للتطورات العالمية في مجال احتساب الأرقام القياسية وبهدف زيادة قدرة هذه الأرقام على عكس أداء السوق، قامت بورصة عمان بتطوير رقم قياسي جديد مبني على أساس الأسهم الحرة (المتاحة للتداول) بحيث يعطي أفضل تمثيل لتحركات أسعار الأسهم في السوق ويخفف من حدة تأثير الشركات ذات القيمة السوقية العالية بحيث يخفض ثقلها. تم احتساب هذا الرقم من خلال الترجيح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول Float Free في الشركات وليس بعدد الأسهم الكلي المدرج لكل شركة. هذا الأسلوب معتمد من قبل عدد كبير من المؤسسات الدولية التي تقوم باحتساب أرقام قياسية لمعظم دول العالم وتعتبر من أكبر الشركات العالمية في خدمات التزويد بالأرقام القياسية مثل

مؤسسة ستاندرد أند بورز P&S والـ FTSE Group وشركتي داو جونز وستوكس. وقد تم تطبيق معايير شركة داو جونز في اختيار عينة الشركات التي يتم احتساب هذا الرقم على أساسها، ويشتمل نطاق المؤشر على جميع الشركات المحلية والمدرجة في بورصة عمان بينما يتم استثناء الشركات التي تمثل مجموعها أقل من 01% من القيمة السوقية الإجمالية للبورصة والشركات التي لا تزيد نسبة أيام تداولها على 33.33% من أيام التداول الكلية في كل ربع. يتكون المؤشر من 100 شركة من أكبر الشركات التي استوفت الشروط من حيث القيمة السوقية في المؤشر الجديد، ويحدد وزنه بالقيمة السوقية للأسهم الحرة فيما تحدد أوزان الأسهم الفردية بنسبة 10% كحد أقصى بهدف منع هيمنة الأسهم الفردية على المؤشر. هذا وتم في نهاية العام 1999 اختيار الرقم (1000) نقطة كقيمة أساس لهذا الرقم القياسي. ويتميز بأنه يعكس بشكل أفضل تحركات أسعار الأسهم في السوق، كما أنه يخفف من تأثير الشركات ذات القيمة السوقية الكبيرة. علاوة على ذلك فهو يعطي فرصة أكبر للشركات الصغيرة والمتوسطة للتأثير على تحركاته ("المؤشرات الرئيسية"، بدون تاريخ). ويتم استخدام الصيغة التالية لاحتساب الرقم القياسي المرجح للأسهم الحرة ("طريقة الاحتساب"، بدون تاريخ):

$$\text{Index}_t = \frac{\sum_{i=1}^n (P_{ti} \times S_{ti} \times F_{ti})}{D_t}$$

حيث أن؛

P_{ti} : سعر إغلاق سهم الشركة i في الزمن اليوم (t) ؛

S_{ti} : عدد الأسهم المدرجة للشركة i كما هي في الزمن اليوم (t) ؛

F_{ti} : المعامل للشركة i كما هي في الزمن اليوم (t) ؛

D_t : مقام الرقم القياسي Divisor في الزمن اليوم (t) .

وباختصار يمكن القول أنه ومن خلال تتبع هذه المؤشرات يمكننا رصد التطورات الحاصلة في السوق المالي، وكذلك التعرف على اتجاهات أسعار الأسهم في هذه السوق، وهذا ما سنتناوله في الآتي أين سنتعرف على اتجاهات مؤشرات الأداء والمؤشر العام لبورصة عمان والمعبر عليه؛ بالرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية.

المطلب الثاني: تحليل تطور مؤشرات أداء سوق عمان المالي للفترة (1990-2020)

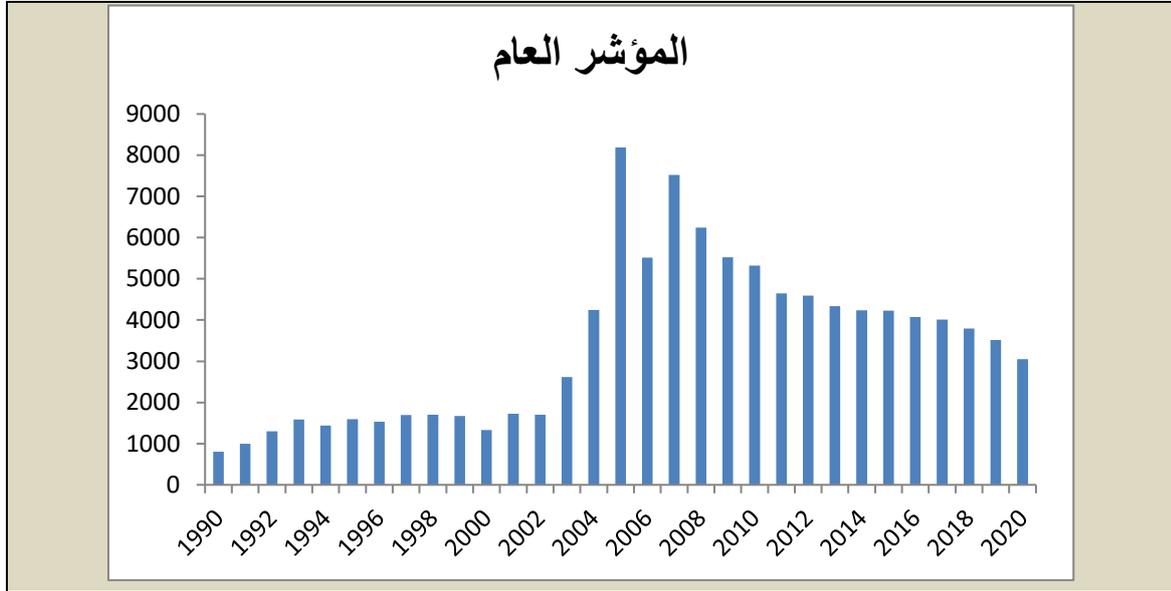
لقد تم الاعتماد على التقارير السنوية الصادرة عن بورصة عمان لرصد أدائها خلال فترة الدراسة. وفقا لمجموعة من

المؤشرات؛ بالترتيب التالي:

الفرع الأول: المؤشر العام لأسعار الأسهم

يعد المؤشر العام لأسعار الأسهم والمعبر عليه بالرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية من بين أهم المؤشرات التي تعكس اتجاهات أسعار الأسهم في سوق عمان المالي وتطوراته من فترة لأخرى، فهو من المؤشرات المعبرة عن الأداء الكلي للسوق، والشكل التالي يوضح مدى تطور/ أو تدني هذا المؤشر خلال فترة الدراسة.

شكل رقم (29): تطور المؤشر العام لأسعار الأسهم خلال الفترة (1990-2020)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الملحق رقم (01) وباستخدام برنامج Excel.

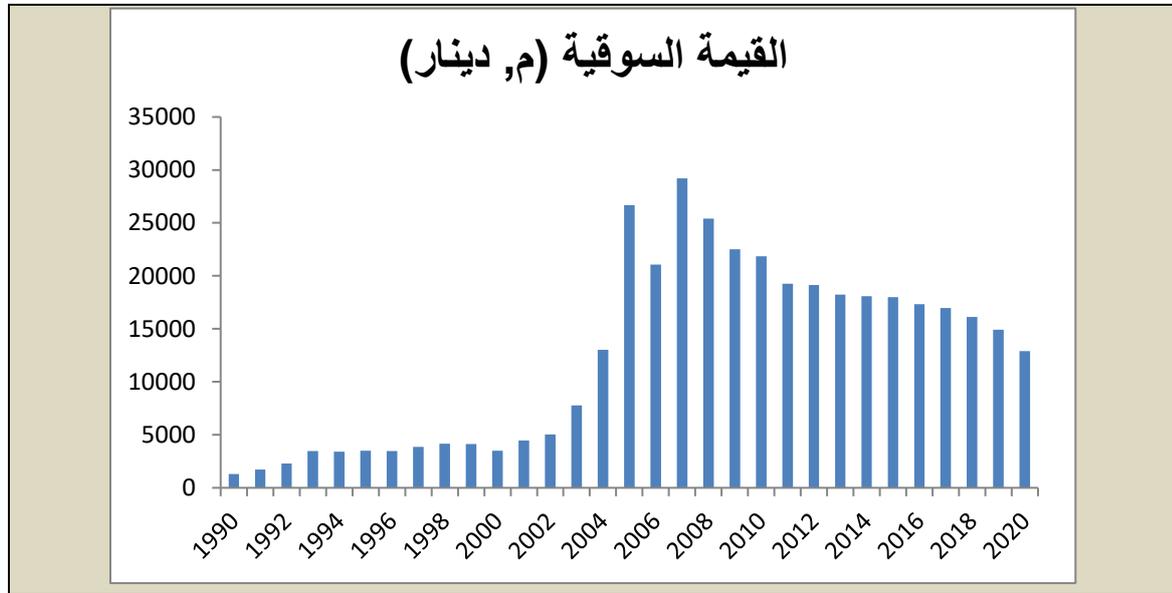
من الشكل أعلاه نلاحظ أن؛ المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي شهد ارتفاعا متواصلا طيلة الفترة (1990-2005) - باستثناء بعض السنوات-، إذ بلغ ذروته مسجلا ما قيمته 8191.5 نقطة سنة 2005 بعدما كانت 804.3 نقطة سنة 1990، أي بنسبة ارتفاع قدرت بـ 918.46% ويعود ذلك إلى؛ التزام الحكومة الأردنية بتنفيذ برامج التصحيح الاقتصادي، حرب الخليج والتي من تداعياتها عودة العاملين الأردنيين من الخليج إلى المملكة، بالإضافة إلى زيادة حجم الإصدارات الجديدة من الأسهم والتوسع في المجالات الاستثمارية، تنفيذ برامج الخصخصة والآثار الايجابية التي خلفها قانون الأوراق المالية لسنة 2002، وفي سنة 2006 سجل المؤشر العام لأسعار الأسهم انخفاضا في قيمته وبمعدل تغير سنوي سالب بلغ 32.63%، ويعود ذلك إلى الحركة التصحيحية التي عرفها السوق المالي الأردني بعد عملية الإدراج التي حدثت، ليعود ويرتفع من جديد سنة 2007 حيث بلغ 7519.3 نقطة بنسبة 36.27%. وبداية من العام 2008 وإلى غاية العام 2020 سجل المؤشر العام انخفاضا متواصلا في قيمه، إذ بلغ أدنى قيمة له بـ

3049.6 نقطة سنة 2020 بعدما كانت 6243.1 نقطة سنة 2008، ويرجع ذلك لعدة أسباب من بينها؛ الأزمة المالية 2008، ثورات الربيع العربي، والاضطرابات التي عانى منها الأردن نتيجة لذلك مما ولد انعكاسا على الأوضاع السياسية والاقتصادية.

الفرع الثاني: مؤشر القيمة السوقية

يشير مؤشر القيمة السوقية إلى إجمالي قيمة الأوراق المدرجة في السوق، كما يعتبر من أهم المؤشرات المعتمدة في قياس حجم السوق المالي، ويقاس غالبا من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق المالي على الناتج المحلي الإجمالي، ويمكننا تتبع تطور هذا المؤشر في بورصة عمان خلال فترة الدراسة من خلال الشكل التالي.

شكل رقم (30): تطور مؤشر القيمة السوقية خلال الفترة (1990-2020)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الملحق رقم (01) وباستخدام برنامج Excel.

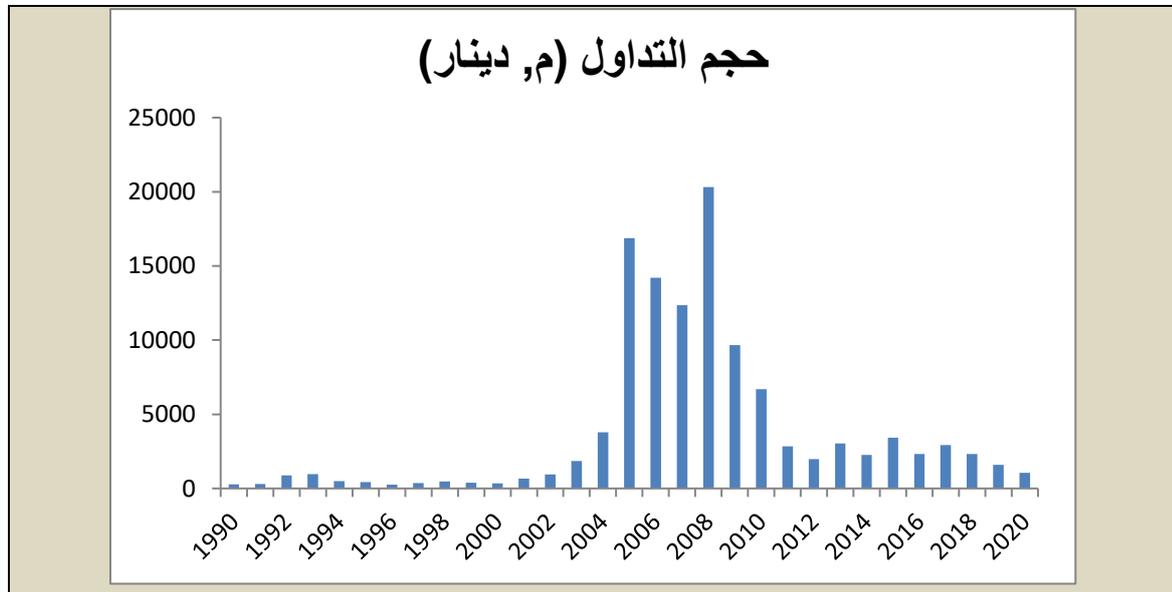
من الشكل أعلاه نلاحظ أن مؤشر القيمة السوقية في سوق عمان المالي يتخذ منحاً تصاعدياً متواصلًا من سنة 1990 إلى غاية 2007 - باستثناء بعض السنوات -، إذ بلغ ذروته مسجلاً ما قيمته 29,214,2 مليون دينار سنة 2007 بعدما كانت 1,293,2 مليون دينار سنة 1990، أي؛ بمعدل زيادة بلغ 2159.06%، ويعود ذلك إلى عدة عوامل أبرزها؛ التزام الحكومة الأردنية بتنفيذ برامج التصحيح الاقتصادي، عودة العاملين الأردنيين من دول الخليج العربي إلى المملكة مما أدى إلى ارتفاع قيمة الاستثمارات في البورصة وارتفاع حجم السيولة، التأثير الإيجابي لقانون الأوراق المالية لسنة 2002، التوسع في المجالات الاستثمارية وتنفيذ برامج الخصخصة.... وغيرها، ليسجل بعدها مباشرة انخفاضاً في قيمته قدر بـ 13.03% العام 2008 وذلك بسبب الأزمة المالية العالمية 2008، لتواصل بعد ذلك القيمة السوقية انخفاضها حتى سنة 2020 مسجلة أدنى قيمة لها في هذه الفترة قدرت بـ 12,907,8 مليون دينار؛ ومرد ذلك هو

تراجع أداء البورصة بسبب تراجع أداء بعض الشركات ما أثر على أسعار أسهمها وانسحابها منها بسبب تدهور الأوضاع السياسية والأمنية لدول الجوار، ناهيك عن الآثار المدبرة التي خلفتها جائحة كورونا على النشاط الاقتصادي في الأردن وانتقال تأثيرها إلى أداء بورصة عمان.

الفرع الثالث: مؤشر حجم التداول

يعبر مؤشر حجم التداول عن سيولة السوق المالي كما يعد مؤشرا مكملا لمؤشر الرسملة السوقية الذي يعبر عن حجم السوق، ومن خلال الشكل التالي يمكننا تتبع وتحليل التطورات الحاصلة في هذا المؤشر ببورصة عمان خلال فترة الدراسة.

شكل رقم (31): تطور مؤشر حجم التداول خلال الفترة (1990-2020)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الملحق رقم (01) وباستخدام برنامج Excel.

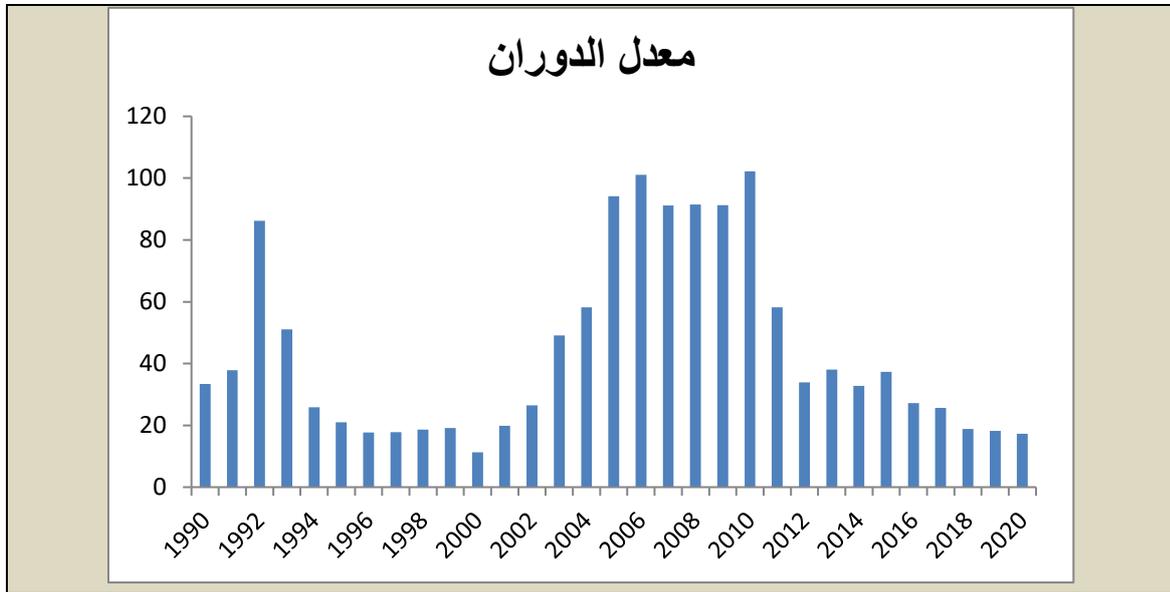
ومن الشكل أعلاه يمكن ملاحظة؛ أن هناك زيادة مستمرة في حجم التداول منذ سنة 1990 وإلى غاية سنة 2005 - باستثناء بعض السنوات -، حيث سجل ما قيمته 16,871,1 مليون دينار العام 2005 بعدما كانت 268,9 مليون دينار سنة 1990، أي؛ بنسبة ارتفاع قدرت بـ 62641.16%، وهذا راجع لتطور أداء البورصة من خلال تطوير الجانب التنظيمي واعتماد نظم تكنولوجيا معلومات متطورة، علاوة على ذلك السياسات الحكومية الساعية إلى تحرير السوق وإزالة القيود التي كانت مفروضة على الاستثمار الأجنبي، مما أدى إلى جذب عدد كبير من المتعاملين الجدد والمستثمرين الأجانب إلى سوق عمان المالي خلال هذه الفترة، ليسجل بعد ذلك هذا المؤشر انخفاضا في قيمه سنتي 2006 و 2007 بقيمة 14,209,9 و 12,348,1 مليون دينار على التوالي، نتيجة للحركة التصحيحية التي عرفها سوق الأوراق المالية في الأردن، ليعود ويسجل ارتفاعا سنة 2008 إذ بلغ ذروته بقيمة 20,318,0 مليون دينار، ومرد ذلك هو إقبال المستثمرين على شراء الأسهم المنخفضة السعر والتي تسببت فيها الأزمة المالية 2008، ليشهد بعد ذلك

تجاوزا في قيمه حيث بلغ أدنى قيمة له سنة 2020 بـ 1,048,8 مليون دينار، ويفسر هذا بتراجع أداء البورصة نتيجة تأثرها بالأزمة المالية 2008، الأوضاع السياسية والأمنية الإقليمية المحيطة بالبورصة، إضافة إلى انتشار جائحة كورونا وإغلاق القطاعات الاقتصادية والتي ترتب عليها تعطيل البورصة لأعمالها.

الفرع الرابع: مؤشر معدل دوران السهم

يشير هذا المؤشر-أيضا- إلى درجة سيولة السوق المالي وفعاليتها، كما يعتبر مؤشرا مكملا لحجم التداول. والشكل التالي يوضح تطور مؤشر معدل دوران السهم في بورصة عمان خلال فترة الدراسة.

شكل رقم (32): تطور مؤشر معدل دوران السهم خلال الفترة (1990-2020)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الملحق رقم (01) وباستخدام برنامج Excel.

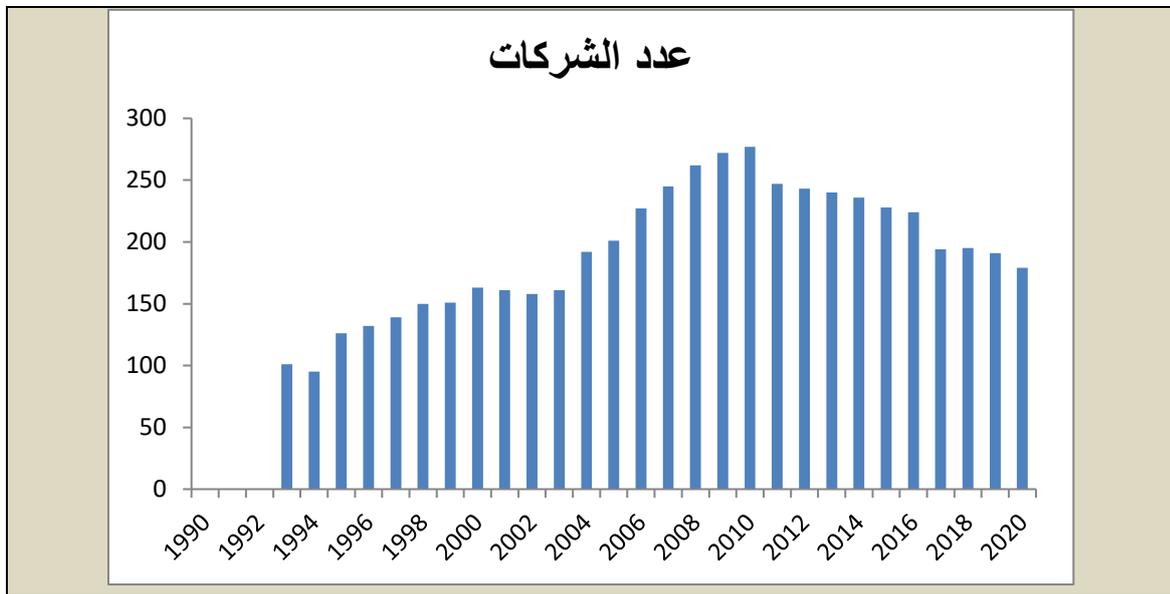
ومن الشكل أعلاه يمكن ملاحظة التذبذب الواضح في مؤشر معدل دوران الأسهم في سوق عمان المالي طوال فترة الدراسة، مما يصعب تحديد اتجاهه بالضبط، غير أنه وبصفة عامة يمكننا أن نستنتج أنه وقبل سنة 2008 يلاحظ في هذا المؤشر ارتفاعا، وهذا كنتيجة طبيعية طالما أنه يعتمد في حسابه على قيم حجم التداول والقيمة السوقية اللذين شهدا ارتفاعا متواصلا طيلة هذه الفترة -كما سبق ذكره-، فمن خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن؛ معدل دوران السهم قد ارتفع من 33.4% سنة 1990 إلى 101.1% سنة 2006، وهذا نتيجة التطور الذي بلغته بورصة عمان للأوراق المالية، بحيث أصبحت مناخا أكثر ملاءمة لجذب الاستثمار، ما يعكس تزايد نشاطها وفعاليتها وبالتالي درجة سيولتها، وفي سنة 2008 بلغ معدل الدوران ما نسبته 91.5%، أي؛ بمعدل انخفاض قدره 09.5% عن سنة 2006، وهذا راجع لأثر الأزمة المالية العالمية على أداء السوق، ليعاود بعدها الارتفاع من جديد إذ بلغ ذروته سنة 2010 بمعدل 102.2% وهو أعلى معدل دوران شهدته سوق عمان المالي خلال فترة الدراسة، ليعود ويسجل من جديد تحاوي في قيمه ليصل إلى أدنى

معدل له في سنة 2020 بنسبة 17.3%، وذلك بسبب الربيع العربي وتداعياته، والاضطرابات التي عانى منها الأردن نتيجة لذلك مما ولد انعكاسا على الأوضاع السياسية والاقتصادية للمملكة.

الفرع الخامس: مؤشر عدد الشركات المدرجة

يقيس هذا المؤشر مدى اتساع حجم السوق وعمقه، حيث أن زيادة عدد الشركات المدرجة يعطي معنى حول تطور السوق المالي وعمقه والعكس في حالة تراجع هذا العدد، ويمكننا رصد تطور هذا المؤشر في بورصة عمان خلال فترة الدراسة من خلال الشكل التالي.

شكل رقم (33): تطور مؤشر عدد الشركات المدرجة خلال الفترة (1990-2020)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الملحق رقم (01) وباستخدام برنامج Excel.

يظهر من الشكل أعلاه أن عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان قد شهد تراجعاً سنة 1994 مقارنة بسنة 1993 بمعدل انخفاض قدره 05.94%، وقد يعود السبب في ذلك لخروج بعض الشركات من البورصة نتيجة لضعف أدائها، وبداية من سنة 1995 -وكاستثناء لبعض السنوات- أخذ مؤشر عدد الشركات المدرجة في الارتفاع ليواصل اتجاه الصعود إلى غاية 2010 أين وصل ذروته بـ 277 شركة بعدما كان بـ 126 شركة سنة 1995، أي؛ بمعدل زيادة قدر بـ 119.84%، وهذا إن دل فهو يدل على اتساع السوق في هذه المرحلة، حيث أصبح مناخاً جاذباً للاستثمار ضف إلى ذلك التحفيزات المقدمة من طرف الحكومة الأردنية للاستثمار سواء المحلي/ أو الأجنبي، وكذا التسهيلات الممنوحة للشركات المدرجة في البورصة، ومنذ بداية العام 2011 وحتى العام 2020 نلاحظ انخفاضاً واضحاً في عدد الشركات المدرجة من 247 شركة إلى 179 شركة على التوالي، أي بنسبة انخفاض قدرت بـ 27.53%، ويعود السبب في ذلك

إلى إلغاء إدراج بعض الشركات من قبل سلطات سوق عمان المالي، والملاحظ أن عدد الشركات المسجلة في بورصة عمان يبقى منخفض إذا ما قارناه بعدد الشركات المسجلة في البورصات العالمية.

وفي الأخير يمكن القول أن سوق عمان للأوراق المالية عرفت تطوراً كبيراً في مؤشرات أدائها خاصة مع بداية الألفية الثالثة (2000-2008)، ويعود ذلك للتطورات التي شهدتها في هذه المرحلة خاصة في؛ الشق التنظيمي، التوسع في المجالات الاستثمارية، تنفيذ برامج الخصوصية... وغيرها، لتشهد بعدها تراجعاً في مؤشرات أدائها بسبب تأثيرها ببعض العوامل الخارجية المحيطة، كالأزمة المالية 2008، ثورات الربيع العربي، كوفيد-19، والأوضاع السياسية والأمنية لدول الجوار... الخ؛

المبحث الثالث: التحليل الاقتصادي للتطورات ذات العلاقة بنشاط سوق عمان المالي خلال فترة الدراسة

يقوم المستثمرون ومن خلال المؤشرات الاقتصادية بما يسمى بالتحليل الاقتصادي وذلك لأهميته الكبيرة في رسم الخطوط الأولى لجذب الاستثمارات بمختلف أنواعها خاصة في سوق الأوراق المالية، وذلك من خلال تحليل مجموعة من المتغيرات من بينها؛ متغيرات الاقتصاد الكلي التي تساعدهم في تحديد أو التنبؤ بتحركات أسعار الأسهم والسندات بصورة عامة، ما يدل على أهميتها كمرآة عاكسة لحالة السوق، وقبل أن نستعرض تطور هذه المؤشرات في الأردن خلال فترة الدراسة، وكاستكمال لموضوع البحث نقوم بتقديم مفهوم عام للتحليل الاقتصادي وأهميته في سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: التحليل الاقتصادي - تقديم عام

يهدف هذا المطلب إلى التعريف بمصطلح التحليل الاقتصادي وأهم فوائده مع توضيح لأهميته في سوق الأوراق المالية.

الفرع الأول: التحليل الاقتصادي وفوائده

التحليل الاقتصادي هو أحد أجزاء علم الاقتصاد، وهو منهج علمي يساعد على تفسير العوامل التي تؤثر في سلوك الظواهر الاقتصادية، كما نستطيع من خلاله أن نستمد الأدوات المنطقية، لكي نستخدمها في استنتاج النظريات الاقتصادية المختلفة، ويتم هذا الأمر من خلال إمكانية إعادة الظاهرة الاقتصادية إلى العناصر البسيطة، ومن ثم صياغة الفرضية التفسيرية على أساس العلاقة التابعية أو السببية ("التحليل الاقتصادي وفوائده"، بدون تاريخ). في بادئ الأمر كان التحليل الاقتصادي مبنيًا على الاستنتاجات المنطقية البسيطة من خلال المقدمات التي تقودنا إلى النتائج لتعميمها، وذلك من خلال ملاحظة الظواهر الاقتصادية وتفسيرها دون محاولة تفسيرها وتحليلها، وفي أواخر القرن الثامن عشر برزت المدرسة الكلاسيكية التي أنشأها آدم سميث، والتي نقلت على إثرها تحليل الظواهر الاقتصادية من مجرد التفسير إلى التحليل والتنبؤ إذ استخدم الاقتصاديون الرياضيات وعلم الإحصاء في تفسيرهم للظواهر الاقتصادية الأمر الذي ساعد على تطور التحليل الاقتصادي من مجرد مراقبة الظواهر الاقتصادية إلى تحديد سيرها والتحكم بها، وجدير بالذكر أن أهميته التحليل

الاقتصادي تكمن في التنبؤ بالتغيرات الاقتصادية المحتملة (محمود المتولي، 2021)، ويسعى التحليل الاقتصادي إلى توفير عدة فوائد لكل من متخذي القرار، المستثمرين، الباحثين وغيرهم؛ في مقدمتها (جواد كاظم، 2020):

- ✓ أنه يساعد في الحكم على النظام والأداء الاقتصادي؛
- ✓ كما يساهم في رسم وتوضيح السياسات الاقتصادية على كافة المستويات الاقتصادية؛
- ✓ وأخيرا يساهم في التنبؤ بالتغيرات الاقتصادية المحتملة... وغيرها.

الفرع الثاني: أهمية التحليل الاقتصادي في سوق الأوراق المالية

تكمن أهمية التحليل الاقتصادي في سوق الأوراق المالية في كونه الخطوة الأولى في التحليل الأساسي -المشار إليه سابقا- والمرآة العاكسة للصور الكلية لاقتصاد الدولة، وذلك من خلال قراءه الدوريات الشهرية، الربع سنوية، والسنوية، وتقارير المؤسسات المعنية المحلية والدولية، التي تتناول المؤشرات الاقتصادية الكلية؛ كالتضخم، الناتج المحلي الإجمالي، السياسات النقدية والمالية.... وغيرها من المؤشرات التي تعكس حالة السوق وتأثير تلك المتغيرات على الحالة الاقتصادية المرتبطة بدورة الأعمال (رواج/ أو كساد) حتى يستطيع المستثمر اختيار القطاع المناسب لتوجيه الاستثمار إليه، فالتحليل الاقتصادي ينظر للأسعار الظاهرة في السوق أنها بمثابة نتيجة لعوامل أخرى تسببت في ظهورها على ما هي عليه وبالتالي يملى علينا البحث وراء تلك المسببات فقد يكون السبب وراء ارتفاع السعر أو انخفاضه مثلا عوامل تكون في ظروف العرض والطلب يتوجب التعمق في بحثها إذا ما أردنا تحقيق الاستفادة الكبرى من الاستثمار من خلال التنبؤ بالمستقبل، فالتحليل الأساسي لا يتوقف على البيانات المالية فحسب بل يبحث في مسباتها ودراسة سلوك الدولة كليا وتسيط الضوء على المتغيرات الاقتصادية الكلية؛ كأسعار الفائدة، النمو الاقتصادي، التضخم.... وغيرها التي تنعكس على العرض والطلب للعملة وعلى نمو/ أو تباطؤ قطاعات اقتصاديه معينه مما يساهم في توجيه النصيب الأكبر للاستثمارات في الأوراق المالية، وذلك من خلال قدرة هذا النوع من التحليل (أي؛ الاقتصادي) في الحكم على الأنظمة والمستويات الاقتصادية في الدولة وكفاءة الاقتصاد، فضلا عن رسم السياسات الاقتصادية على مستوى القطاعات المختلفة والتنبؤ بالتغيرات الاقتصادية (محمود المتولي، 2021).

ختاما وعلى الرغم من الأهمية الكبيرة والدور الهام الذي يقوم به التحليل الاقتصادي في جذب الاستثمارات لسوق الأوراق المالية، وذلك من خلال تحليل أهم المؤشرات الاقتصادية الكلية التي تسهل على المستثمر اختيار نوع الورقة المالية الملائمة، إلا أن نتائجه لا تتمتع بدرجة قصوى من الموثوقية وذلك نظرا لشدة التعقيدات الموجودة في عالم الاقتصاد وكذا الديناميكية التي تتميز بها هذه المؤشرات الكلية، وهو ما سنستكشفه في التالي حيث سيتم التعرف على الاقتصاد الأردني من خلال عدة متغيرات كلية.

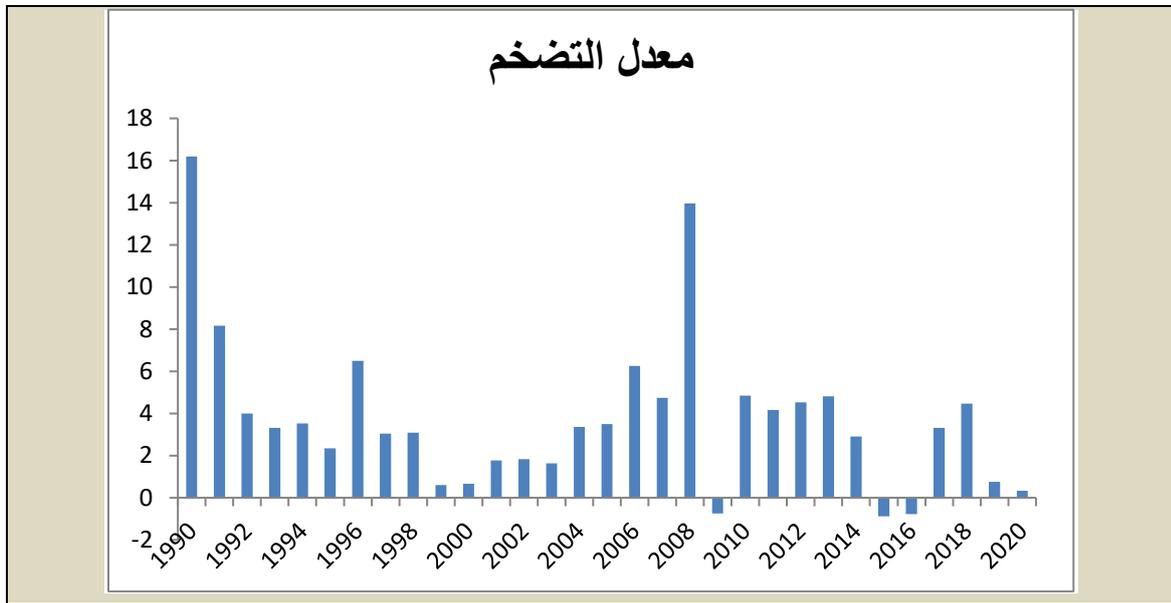
المطلب الثاني: تحليل تطور أداء بعض متغيرات الاقتصاد الكلي في الأردن خلال الفترة (1990-2020)

لقد تم الاعتماد على البيانات السنوية لمتغيرات الاقتصاد الكلي المختارة الصادرة عن البنك الدولي، لرصد تطورها في دولة الأردن خلال فترة الدراسة؛ وهو ما يمكن استعراضه على النحو التالي:

الفرع الأول: معدل التضخم

يعد التضخم والمعير عليه بالرقم القياسي لأسعار المستهلك من بين أهم المؤشرات الاقتصادية الكلية التي يسترشد بها المستثمرون عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، والشكل التالي يلخص تطور هذا المؤشر في الأردن خلال فترة الدراسة.

شكل رقم (34): تطور مؤشر معدل التضخم خلال الفترة (1990-2020)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الملحق رقم (02) وباستخدام برنامج Excel.

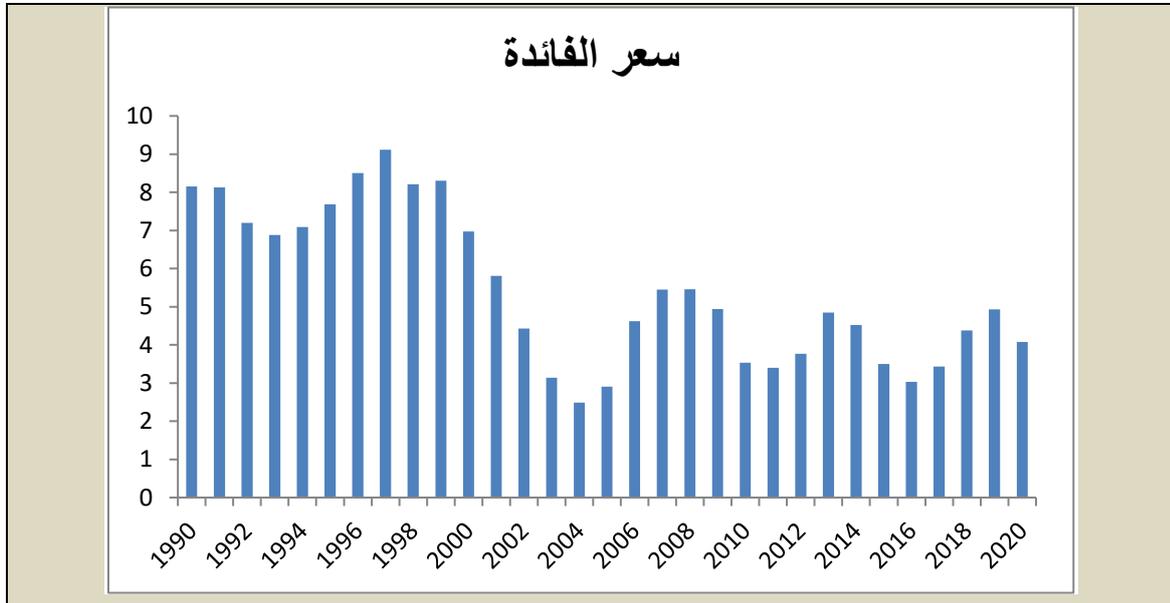
من الشكل أعلاه يمكن ملاحظة التذبذب الواضح الذي شهده معدل التضخم في الأردن طوال فترة الدراسة، ما يعكس هشاشة الاقتصاد الأردني وتعرضه للصدمات والأزمات المالية المختلفة، كونه اقتصاد يعتمد على قطاع الخدمات المالية والسياحية، كذلك المساعدات العربية وحوالات العاملين بالخارج، إضافة لافتقاره للموارد الطاقوية، الطبيعية، والمواد الأولية... وغيرها، إذ سجل معدل التضخم أعلى ارتفاع له في بداية الفترة "سنة 1990" بنسبة 16.19% ويعود ذلك إلى تداعيات حرب الخليج وأثرها الواضح على الاقتصاد الأردني، ليعاود بعدها الاتجاه نحو الانخفاض متأرجحا ما بين 8.16% و 4.74% بين العام 1991 والعام 2007 على التوالي، وهي معدلات مقبولة تعكس مدى التزام الحكومة الأردنية بتنفيذ برامج التصحيح الاقتصادي، ليعود ويسجل من جديد معدل التضخم قفزة قياسية إذ ارتفع معدله إلى 13.97% سنة 2008، والسبب في ذلك هو تأثير اقتصاد المملكة بالأزمة المالية العالمية، وبعد العام 2008 وإلى غاية العام 2020 سجل التضخم نوعا من الاستقرار النسبي في معدلاته،

وهذا بسبب انخفاض أسعار النفط في الأسواق العالمية. إلا أن الملاحظ هو تسجيل التضخم لمعدلات سالبة (-0.74%، -0.88%، -0.78%) في سنوات 2009، 2015، 2016 على التوالي.

الفرع الثاني: سعر الفائدة

يعتبر سعر الفائدة والمعبر عليه بسعر الفائدة على الودائع من مؤشرات السياسة النقدية المطبقة من طرف البنك المركزي للتحكم في حجم المعروض النقدي، كما أن له دور كبير في زيادة الادخار وبالتالي الاستثمار. ويمكننا تتبع تطور هذا المؤشر في الأردن خلال فترة الدراسة من خلال الشكل التالي.

شكل رقم (35): تطور مؤشر سعر الفائدة خلال الفترة (1990-2020)



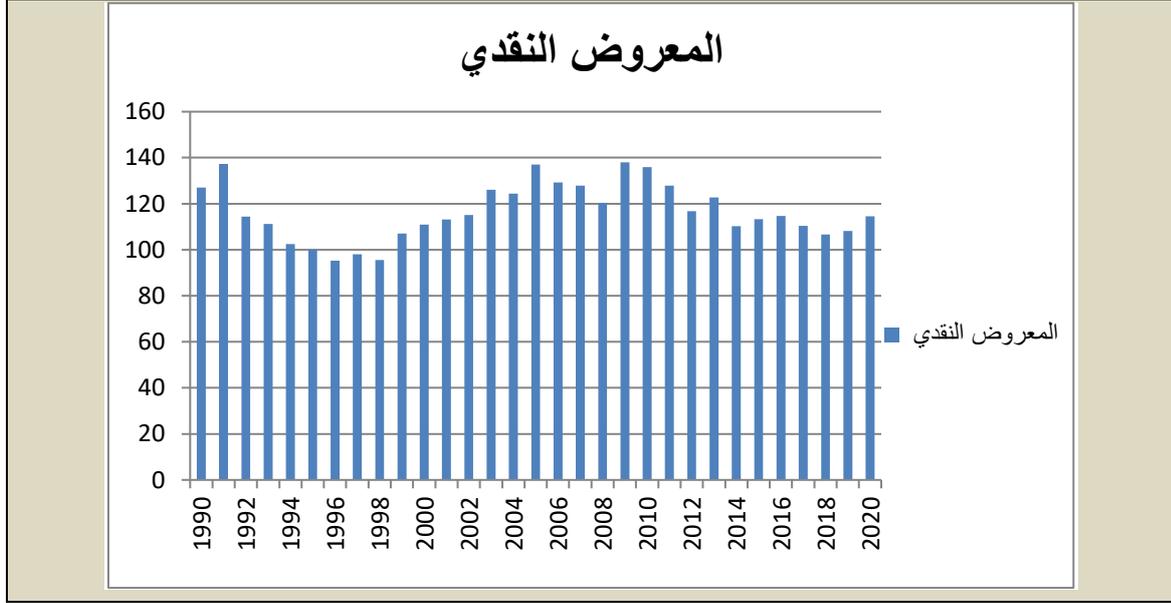
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الملحق رقم (02) وباستخدام برنامج Excel.

ما يمكن ملاحظته من الشكل أعلاه هو؛ أن معدل الفائدة في الأردن مر بمرحلتين أساسيتين خلال فترة الدراسة؛ الأولى كانت قبل سنة 2000 والتي تميزت بمعدلات فائدة مرتفعة بلغت ذروتها العام 1997 بمعدل 9.11% وهي معدلات مرتفعة لا تحفز على الاستثمار، ومع بداية سنة 2000 "المرحلة الثانية"؛ وفي إطار برامجها التنموية وتشجيعها للاستثمار المحلي والأجنبي، بدأ التخفيض التدريجي لمعدلات الفائدة -كإجراء تحفيزي- من الحكومة الأردنية لتمويل المشاريع الاقتصادية المختلفة وبتكلفة ملائمة مما يحفز النمو الاقتصادي، حيث وصل إلى أدنى قيمة له سنة 2004 والمقدرة بـ 2.49% وهو أدنى معدل فائدة شهده الاقتصاد الأردني في هذه الفترة، ليعاود بعدها الارتفاع خلال الفترة (2005-2008) متجاوزا في بعض الأحيان عتبة 5%، ثم سجلت أسعار الفائدة انخفاضا طفيفا في معدلاتها لتبقى تتأرجح حول المعدل 3% و4% طيلة الفترة الموالية.

الفرع الثالث: عرض النقود

يعتبر عرض النقود والمعبر عليه بـ M2 كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي من أهم مؤشرات السياسة النقدية وأحد الأدوات الرئيسية التي تستخدمها الحكومة للتأثير على مستوى نمو الاقتصاد، والشكل التالي يوضح تطور هذا المؤشر في الأردن خلال فترة الدراسة.

شكل رقم (36): تطور مؤشر عرض النقود خلال الفترة (1990-2020)



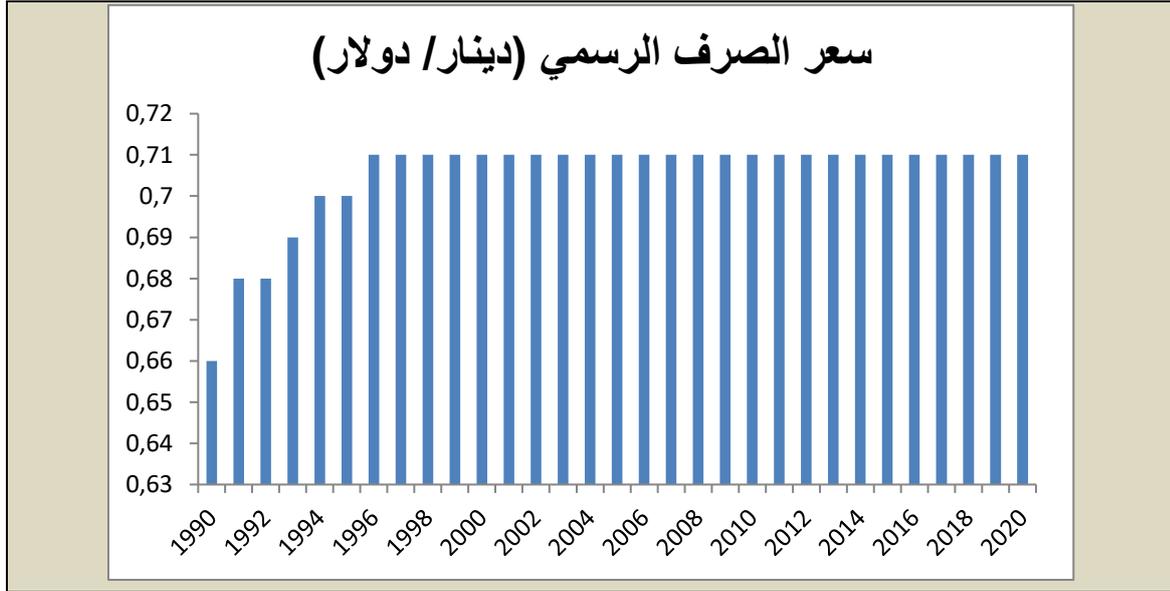
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الملحق رقم (02) وباستخدام برنامج Excel.

من خلال الشكل أعلاه يظهر لنا؛ التذبذب الواضح -بين ارتفاع وانخفاض- في تطور متغير المعروض النقدي طيلة فترة الدراسة. حيث شهد هذا الأخير تحسناً في بداية الفترة من 1990 إلى 1991 بمعدل ارتفاع قدر بـ 8.09%، ويمكن تفسير ذلك بالجهود المبذولة من طرف المملكة في تحطيم آثار حرب الخليج على الاقتصاد الأردني، ليشهد بعدها انخفاضاً في السنوات الموالية أي؛ طيلة الفترة (1992-1998)، وبداية من سنة 1999 وإلى غاية 2009 سجل هذا المؤشر ارتفاعاً في قيمه باستثناء بعض السنوات كسنة 2008 أين بلغ المعروض النقدي ما نسبته 120.42%، والسبب هو تأثر اقتصاد المملكة بالأزمة المالية 2008، ليرتفع بعدها مباشرة مسجلاً أعلى ارتفاع له طيلة فترة الدراسة في العام 2009 بنسبة 138% أي؛ بمعدل نمو 14.6%. هذه الزيادة في عرض النقود تنسجم مع تطور النشاط الاقتصادي في دولة الأردن خلال هذه الفترة، وبعد العام 2009 وحتى العام 2020 سجل المعروض النقدي تراجعاً في معدلاته باستثناء بعض السنوات التي سجلنا فيها تحسناً نسبياً في هذا المؤشر كسنة 2020 التي شهدت ارتفاعاً طفيفاً في هذا الأخير بنسبة 5.85% عن سنة 2019، وذلك على الرغم من الظروف غير المواتية كالتشاور وباء كورونا، وحالة عدم اليقين التي ما زالت تسود المنطقة منذ عدة سنوات.

الفرع الرابع: سعر الصرف

يعتبر سعر الصرف والمعبر عليه بسعر الصرف الرسمي مؤشرا هاما ومتغيرا أساسيا له بالغ الأثر في مقدرة الاقتصاد التنافسية، فهو يعد كأداة ربط بين الاقتصاديات المختلفة في العالم، والشكل التالي يلخص تطور هذا المؤشر في الأردن خلال فترة الدراسة.

شكل رقم (37): تطور مؤشر سعر الصرف خلال الفترة (1990-2020)



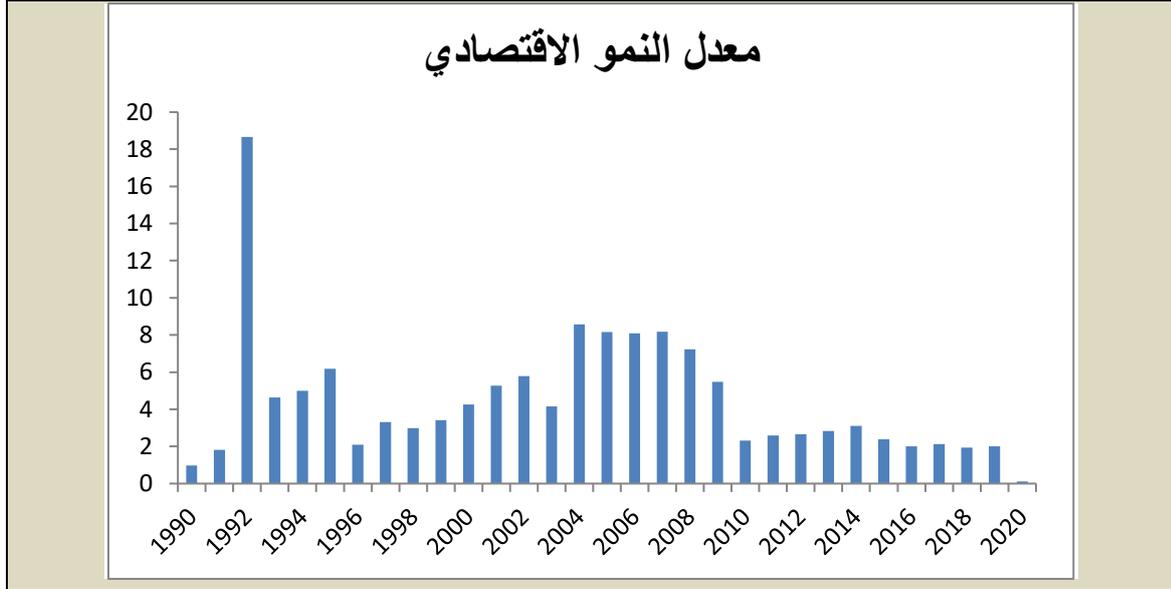
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الملحق رقم (02) وباستخدام برنامج Excel.

من الشكل أعلاه نلاحظ؛ المنحنى التصاعدي الذي اتخذته أسعار صرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي بدءاً من سنة 1990 إلى غاية 1995 حيث ارتفع سعر صرف الدينار مقابل الدولار عند سعر وسطي من 0.66 إلى 0.70 فللسا للدولار، وقد يعود السبب في ذلك إلى تحرير أسواق النقد والصرف من قيود الإدارة، وبداية من سنة 1996 وحتى نهاية فترة الدراسة سنة 2020 نلاحظ ثباتاً واستقراراً في المنحنى، ويفسر ذلك ببدء البنك المركزي الأردني اعتماد سياسة تثبيت سعر الصرف، وهو ما يظهر جلياً من خلال عدم تغير سعر صرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي خلال هذه الفترة التي سجل فيها سعر صرف الدينار مقابل الدولار ثباتاً في قيمه عند سعر وسطي قدره (0.71) فللسا للدولار، وبالتالي فالبنك المركزي الأردني هو من يتحمل تبعات هذا التثبيت الذي يتطلب توفر احتياطات صرف كبيرة لدى هذا الأخير .

الفرع الخامس: النمو الاقتصادي

يعتبر النمو الاقتصادي والمعبر عليه بمعدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي أحد أهم المؤشرات الاقتصادية الدالة على الوضعية الاقتصادية للبلد خلال فترة زمنية معينة (عادة سنة)، ويمكن رصد تطور/ أو تدني هذا المؤشر في الأردن خلال فترة الدراسة من خلال الشكل أدناه.

شكل رقم (38): تطور مؤشر النمو الاقتصادي خلال الفترة (1990-2020)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الملحق رقم (02) وباستخدام برنامج Excel.

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن النمو الاقتصادي في الأردن يتميز بمعدلات نمو نوعاً ما متقاربة طوال فترة الدراسة، إذا ما استثنينا بعض السنوات كسنة 1992، أين بلغ النمو الاقتصادي ذروته بمعدل 18.66%، ما يعكس الجهود المبذولة من طرف الحكومة الأردنية في تحطيط آثار حرب الخليج على اقتصاد المملكة، ليعاود بعدها الانخفاض في السنوات الموالية، ومع بداية الألفية الجديدة وحتى العام 2007 حقق الاقتصاد الأردني تحسناً ملحوظاً في معدلات نموه تراوحت بين 4.16% كأدنى قيمة و8.57% كأعلى قيمة، وهذا نتيجة لارتفاع حجم الاستثمارات في المملكة، مدفوعاً بزيادة الطلب العالمي على السلع والخدمات الأردنية واسترداد الثقة بالدينار الأردني، وفي العام 2008 وبسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية سجل النمو الاقتصادي تراجعاً في معدلاته مقارنة بالعام 2007 بنسبة انخفاض قدرت بـ 11.61%، واستمر النمو الاقتصادي في التراجع في باقي الفترة مسجلاً أدنى قيمة له سنة 2020 والمقدرة بـ 0.12%، ويعود ذلك للأوضاع السياسية والأمنية المضطربة في المنطقة، الربيع العربي، ناهيك عن الآثار المدمرة التي خلفها وباء كورونا على النشاط الاقتصادي في الأردن خاصة قطاع السفر والسياحة الذي ساهم بنحو 18% من إجمالي الناتج المحلي ومن إجمالي الوظائف في عام 2019... وغيرها، إلا أن الملاحظ هو؛ أن معدلات النمو ظلت موجبة طيلة فترة الدراسة رغم تباطؤها في بعض السنوات.

وباختصار يمكن القول أن متغيرات الاقتصاد الكلي المختارة في دولة الأردن قد أظهرت تباينا في أدائها طيلة فترة الدراسة، وهو ما يعكس الديناميكية التي تتميز بها هذه المتغيرات من فترة لأخرى رغم حالة الاستقرار التي تتميز بها بعضها كمتغير سعر الصرف الذي عرف ثباتا واستقرارا في أدائه، بداية من سنة 1996 وحتى نهاية فترة الدراسة سنة 2020، نتيجة اعتماد البنك المركزي الأردني لسياسة سعر الصرف الثابت طيلة هذه الفترة.

المبحث الرابع: قياس وتحليل أثر بعض متغيرات الاقتصاد الكلي على أداء سوق عمان للأوراق المالية خلال فترة الدراسة

يلخص هذا المبحث جل الدراسة النظرية السابقة، من خلال إجراء دراسة قياسية لأثر متغيرات الاقتصاد الكلي المختارة على أداء سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1990-2020)، ولتحقيق هذا الهدف تم الاعتماد على منهجية الانحدار الذاتي ذي الإبطاء الموزع (ARDL) لإجراء أفضل صيغة للنمذجة القياسية في تقدير العلاقة بينهما، حيث يعتبر هذا الأخير من أهم الأساليب الإحصائية التي يعتمد عليها الاقتصاد القياسي للكشف عن العلاقات الديناميكية بين المتغيرات وتفسيرها وتحديد اتجاهها.

المطلب الأول: منهجية الدراسة والأساليب القياسية المستخدمة

نظرا للخصائص التي تتميز منهجية نماذج الانحدار الذاتي ذو الإبطاء الموزع (ARDL) عن باقي منهجيات القياس الاقتصادي فإن تطبيقها يحقق العديد من المزايا والمنافع، كما يتطلب تطبيقها إتباع مجموعة من الخطوات، وفي هذا الإطار سيتم عرض أهم المتطلبات النظرية لهذه المنهجية الحديثة.

الفرع الأول: تقديم منهجية نماذج الانحدار الذاتي ذو الإبطاء الموزع (ARDL)

وضع (Pesaran et al. 2001) منهجية ARDL للتكامل المشترك من خلال أسلوب اختبار الحدود (Bound- Test)، ودمج فيها نماذج الانحدار الذاتي (Autoregressive Models) ونماذج الإبطاء الموزعة (Distributed Lag Models)، وفي هذه المنهجية السلسلة الزمنية تكون دالة في إبطاء قيمها، وقيم المتغيرات التفسيرية الحالية وإبطائها بفترة واحدة أو أكثر (حواس و زرواط، بدون تاريخ، صفحة 214). يتميز نموذج الانحدار الذاتي ذو الإبطاء الموزع (ARDL) عن غيره من الأساليب التقليدية المستخدمة لاختبار التكامل المشترك مثل؛ (Engle and Granger 1987)، (Johansen 1988)، (Johansen & Juselius 1990) بالعديد من المزايا؛ نختصرها في (حمه، 2019، صفحة 157، 158):

✓ خلافا لغيرها من التقنيات التقليدية للتكامل المشترك، فإن منهجية ARDL لا تتطلب الافتراض التقييدي بأن تكون السلاسل الزمنية لجميع المتغيرات محل الدراسة متكاملة من نفس الدرجة، إذ يمكن تطبيقها بغض النظر عن

- درجة التكامل بين المتغيرات سواء عند مستوياتها $I(0)$ أو من الدرجة الأولى $I(1)$ أو خليط بينهما، بشرط ألا تكون متكاملة من الدرجة الثانية $I(2)$ أو رتبة أعلى؛
- ✓ عكس التقنيات الأخرى للتكامل المشترك التي تكون حساسة لحجم العينة، فإن منهجية ARDL أكثر قوة نسبياً في العينات الصغيرة والمحدودة، وتعطي نتائج أكثر كفاءة في الدراسات التي تستخدم ما بين 30 إلى 80 مشاهدة؛
 - ✓ في حين أن الأساليب التقليدية للتكامل المشترك تقوم بتقدير العلاقة في المدين القصير والطويل في إطار مجموعة من المعادلات، فإن منهجية ARDL تعمل على تقدير العلاقتين القصيرة وطويلة الأجل معا في نفس الوقت وفي سياق معادلة واحدة، وهو ما يسهل التطبيق والتفسير؛
 - ✓ يطبق نموذج ARDL إطار نمذجة من العام إلى الخاص من خلال أخذ عدد كافي من فترات الإبطاء للحصول على عملية توليد البيانات، وهو يقدر عدد $(p+1)^k$ من الانحدارات بغرض الحصول على طول فترة الإبطاء المثلى لكل متغير، حيث يمثل p أقصى فترة إبطاء يمكن أن تستخدم و k هو عدد المتغيرات الداخلة في النموذج، ويتم تحديد النموذج على أساس معايير مختلفة: HQC ، RBC ، AIC ، SBC ؛
 - ✓ في العادة تواجه الأساليب التقليدية للتكامل المشترك مشكلة النمو الداخلي، في حين أنه ضمن منهجية ARDL يمكن التمييز بين المتغيرات التابعة والمستقلة والقضاء على المشاكل التي قد تنشأ بسبب وجود الارتباط الذاتي والنمو الداخلي، وعليه فالنتائج التي تحصل من تقدير هذا النموذج (ARDL) تعتبر كفؤة وغير متحيزة؛
 - ✓ خلافاً للتقنيات التقليدية للتكامل المشترك؛ في نماذج ARDL يمكن تقدير علاقة التكامل المشترك باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية بمجرد تحديد العدد الأمثل للفجوات الزمنية بالنموذج، كما يمكن تمثيل نموذج تصحيح الخطأ الذي يقوم بتقدير العلاقة في الأجل الطويل ويضم في الوقت ذاته التعديلات من الأجل القصير إلى الأجل الطويل دون فقدان المعلومات على المدى الطويل.

الفرع الثاني: خطوات تطبيق منهجية (ARDL)

يتطلب تطبيق منهجية (ARDL) إتباع عدة خطوات والمرور بمجموعة من المراحل في التحليل؛ وذلك على النحو التالي:

أولاً: دراسة استقرارية السلاسل الزمنية: تتمثل الخطوة الأولى في التحليل في فحص السلاسل الزمنية المستخدمة في الدراسة لمعرفة ما إذا كانت ساكنة أم غير ساكنة (لعصامي، 2021، صفحة 229)، ومن أحدث الأساليب الإحصائية في الكشف عن سكون السلاسل الزمنية والتي يمكن من خلالها تجنب الحصول على الانحدار الزائف؛ نجد: اختبارات جذر الوحدة، والتي يعتبر اختبار ديكي- فولر الموسع (ADF) واختبار فيليبس وبيرون (PP) أشهرها:

أ- اختبار ديكي- فولر الموسع **Augmented Dickey-Fuller Test (ADF)**: يعتبر اختبار **(ADF)** من أشهر اختبارات جذر الوحدة، وهو اختبار مطور لاختبار ديكي فولر البسيط **(DF)** **Dickey-Fuller Test**. قام بتطويره كل من ديكي وفولر بثلاث معادلات انحدار مختلفة لاختبار جذر الوحدة، وتأخذ معادلة التقدير لهذا النموذج الشكل التالي:

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 T + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^m \alpha_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t$$

حيث تمثل؛ Y_t : متغيرات الدراسة في السنة t ، T : الاتجاه العام، ε : حد الخطأ العشوائي، m : عدد فترات التباطؤ الكافية لإلغاء الارتباط الذاتي لحد الخطأ، ويطبق اختبار ديكي- فولر الموسع **(ADF)** باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية **(OLS)**، ويتضمن الاختبار الفرضيتين التاليتين:

$H_0 : \delta=0$	←	✓ فرضية العدم: وجود جذر الوحدة (السلسلة غير مستقرة)
$H_1 : \delta \neq 0$	←	✓ الفرضية البديلة: عدم وجود جذر الوحدة (السلسلة مستقرة)

كما يتم تحديد عدد الفجوات الزمنية المتباطئة (m) بشكل يوازن بين درجات الحرية ومعالجة الارتباط الذاتي، ومن المعايير المستخدمة في هذا المجال نجد؛ معيار أكايك **(Akaike)**، شوارز **(Schwars)**، وهنان كوين **(Hannan-Quinn)** (لعصامي، 2021، صفحة 232).

ب- إختبار فيليبس وبيرون **Phillips and Perron (PP)**: ويضاف إلى الاختبار السابق الاختبار الذي طوره **Phillips and Perron (PP)** الذي يختلف عن اختبار ديكي-فولر البسيط والموسع في كونه لا يحتوي على قيم متباطئة للفروق، ويأخذ بعين الاعتبار الارتباط في الفروق الأولى في السلسلة الزمنية باستخدام التصحيح الغير معلمي، ويسمح بوجود متوسط لا يساوي الصفر واتجاه خطي للزمن، ويتطلب هذا النوع من اختبارات جذر الوحدة وباستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية **(OLS)** تقدير المعادلة الآتية:

$$\Delta Y_t = \mu_0 + \mu_1 Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

وبعد ذلك يتم تحويل الإحصائية للتخلص من أثر الارتباط الذاتي على التوزيع الاحتمالي لإحصائية الاختبار، ويتم استخدام اختبار t لقيمة μ_1 حيث يتم اختبار الفرضية الصفرية التي تنص بعدم استقرار السلسلة الزمنية في مستوياتها ($\mu_1=0$) مقابل الفرضية البديلة القائلة باستقرار السلسلة الزمنية ($\mu_1 < 0$). ولما تكون قيمة μ_1 معنوية

وسالبة فهذا يعني رفض الفرضية الصفريّة وقبول الفرضية البديلة القائلة باستقرار السلسلة الزمنية، علاوة على ذلك يستخدم اختبار PP القيم الحرجة نفسها التي يستخدمها اختبار ADF (المصباح، 2006، صفحة 14، 15).

ثانياً: تحليل التكامل المشترك وفقاً لمنهج الحدود (Bound- Test): وفي هذه الخطوة يتم التحقق من وجود علاقة توازنية طويلة المدى بين المتغيرات باستخدام أسلوب اختبار الحدود (Bound- Test) الذي اقترحه (Pesaran et al. 2001) والمستند على اختبار F (Wald Test) الذي يختبر فرضية عدم التكامل المشترك بين المتغيرات مقابل وجود تكامل مشترك بينها (حواس و زرواط، بدون تاريخ، صفحة 215)، ويتم التأكد من وجود تكامل مشترك بين المتغيرات قيد الدراسة من خلال اختبار الفرضيات التالية (لعصامي، 2021، صفحة 238):

$H_0 : \lambda_1 = \lambda_2 = 0$	←	فرضية العدم: عدم وجود تكامل مشترك ✓
$H_1 : \lambda_1 \neq \lambda_2 \neq 0$	←	الفرضية البديلة: وجود تكامل مشترك ✓

وفي اختبار (Bound-Test) يتم مقارنة قيمة F-statistic المحسوبة مع قيمتين حرجتين إحداهما دنيا $I(0)$ والأخرى عليا $I(1)$ تستخرجان من الجداول التي وضعها (Pesaran et al. 2001)، حيث لا يمكن رفض فرضية العدم H_0 عندما تكون قيمة F المحسوبة أقل من القيمة الحرجة الدنيا $I(0)$ ، ما يعكس عدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات قيد الدراسة، في حين يتم رفض فرضية العدم H_0 وقبول الفرضية البديلة H_1 عند تجاوز قيمة F المحسوبة القيمة الحرجة العليا $I(1)$ ، ما يعكس وجود تكامل مشترك بين المتغيرات محل الدراسة، أما إذا وقعت قيمة F المحسوبة بين الحديدين السفلي والعلوي فإن النتائج تعتبر غير حاسمة (حمه، 2019، صفحة 159، 160).

وعند تحقق التكامل المشترك بين المتغيرات نقوم بتقدير معادلة الأجل الطويل، والتي تكون بالشكل التالي (لعصامي، 2021، صفحة 238):

$$Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \theta_i Y_{t-1} + \sum_{i=1}^q \delta_i X_{t-1} + \varepsilon_t$$

بحيث تعبر؛ θ ، δ : عن معاملات المتغيرات، p, q : فترات الإبطاء، أما ε ؛ فيشير إلى حد الخطأ العشوائي. ويتم اختبار رتبة الإبطاء حسب معيار Akaike (AIC) وSchwars (SBC)، قبل أن يتم تقدير النموذج المحدد بطريقة المربعات الصغرى العادية (OLS)، وذلك بغية إلغاء الارتباط التسلسلي/ أو الذاتي في الأخطاء العشوائية، وللإشارة فقد حددت فترتي إبطاء (Lag=2) كحد أقصى للبيانات السنوية (لعصامي، 2021، صفحة 238).

ثالثاً: استخلاص مواصفات نموذج **ARDL** لحركيات المدى القصير: وفي هذه الخطوة يمكن استخلاص مواصفات **ARDL** لحركيات المدى القصير عن طريق بناء نموذج تصحيح الخطأ (Error Correction Model) **ECM**, (حواس و زرواط، بدون تاريخ، صفحة 216)، هذا الأخير يرجع التغيرات التي تحدث في متغير ما إلى أخطاء توازنية سابقة، فهو يؤمن الربط الديناميكي بين المستويات قصيرة الأجل والمستويات طويلة المدى للمتغيرات أثناء عملية التعديل (**Adjustment**) للوصول إلى التوازن طويل الأجل (العصامي، 2021، صفحة 238). ونموذج تصحيح الخطأ يكتب بالشكل التالي (حواس و زرواط، بدون تاريخ، صفحة 216):

$$\Delta Y_t = c + \sum_{i=1}^p \rho_i \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^q \delta_i \Delta X_{t-i} + \psi ECT_{t-1} + u_t$$

حيث يمثل ECT_{t-1} حد تصحيح الخطأ، أما Ψ فتشير إلى معامل تصحيح الخطأ الذي يقيس سرعة التعديل أي؛ التي يتم بها تعديل الاختلال في التوازن في المدى القصير باتجاه التوازن في المدى الطويل (حواس و زرواط، بدون تاريخ، صفحة 216). وتشير الدراسات إلى أن معامل تصحيح الخطأ يؤكد وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرين إذا تحقق فيه الشرطين التاليين وهما؛ سلبية ومعنوية هذا المعامل (جلولي و مقران، 2019، صفحة 10).

رابعاً: اختبارات التشخيص والاستقرار الهيكلي في نموذج **ARDL**: وقبل اعتماد نموذج **ARDL** وتطبيقه ينبغي التأكد من جودته من خلال إجراء مجموعة من الاختبارات القياسية (اختبارات التشخيص) والمتمثلة في؛ اختبار الارتباط التسلسلي للبواقي، باستخدام **Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test**، واختبار اختلاف التباين، باستخدام **Heteroskedasticity Test: ARCH**، واختبار التوزيع الطبيعي للبواقي، باستخدام **Jarque-Bera Test**، بالإضافة إلى إجراء اختبار استقرارية النموذج أي؛ الاستقرار الهيكلي للمعلم المقدر باستخدام كل من؛ اختبار المجموع التراكمي لتكرار البواقي **CUSUM** واختبار مربعات المجموع التراكمي لتكرار البواقي **CUSUMSQ** (جلولي و مقران، 2019، صفحة 12). هذان الاختباران اللذان اقترحهما كل من؛ **Dublin, Evans, Brown**، في العادة نجدهما مصاحبين لمنهجية **ARDL**، حيث يعدان من أهم الاختبارات في هذا المجال كونهما يوضحان أمرين مهمين؛ الأول هو تبيان وجود أي تغير هيكلي في البيانات، والثاني مدى استقرار وانسجام معلمات العلاقات في الأمدين القصير والطويل، وجدير بالذكر أن الاستقرار الهيكلي للمعلمات المقدره يتحقق، إذا وقع الشكل البياني للاختبارين (**CUSUM & CUSUMSQ**) داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5% (حمه، 2019، صفحة 163).

المطلب الثاني: التعريف بالمتغيرات ومصادر بيانات الدراسة

نخصص هذا المطلب أولاً للتعريف بمتغيرات الدراسة، ثم تحديد الإطار الزمني للنموذج ومصادر البيانات لهذه المتغيرات.

الفرع الأول: التعريف بمتغيرات الدراسة

وبعد الاطلاع المكتف على الأدبيات النظرية والدراسات السابقة من أجل تحديد أهم المتغيرات التي سيتم التركيز عليها في الدراسة القياسية تم تحديد متغيرات الدراسة؛ كما يلي:

أولاً: المتغير التابع dependent variable: ويمثل مؤشر القيمة السوقية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي. رمزنا له بالرمز (K) معبراً عنه بنسبة مئوية (%). تم استخدام هذا المؤشر للتعبير عن أداء سوق عمان المالي خلال فترة الدراسة.

ثانياً: المتغيرات المستقلة independent variables: وتتضمن أهم متغيرات الاقتصاد الكلي الشائعة الاستعمال في الدراسات والبحوث التطبيقية والتي يمكن أن تؤثر على أداء سوق عمان المالي؛ وهي كما يلي:

أ- التضخم: يعتبر التضخم أحد المتغيرات الأساسية في الاقتصاد الكلي، وللتعبير عن هذا المؤشر تم استخدام الرقم القياسي لأسعار المستهلك. رمزنا له بالرمز (inf) معبراً عنه بنسبة مئوية، وقد أكدت الكثير من الدراسات على التأثير السلبي للتضخم على أداء السوق المالي، وهو ما يتفق وفرضية **FAMA** المناقضة لفرضية **Fisher**، وبالتالي لا يمكن استخدام الأسهم كوسيلة تحوط تامة ضد مخاطر التضخم؛

ب- سعر الفائدة: يعتبر سعر الفائدة أحد أدوات السياسة النقدية المطبقة من طرف البنك المركزي للتحكم في حجم المعروض النقدي، وللتعبير عن هذا المؤشر تم اعتماد سعر الفائدة على الودائع باعتباره البديل الأفضل والأقرب للاستثمار في البورصة في حالة انخفاض أسعارها في البنوك. رمزه الإحصائي (R) معبراً عنه بنسبة مئوية، وقد أثبتت العديد من الدراسات التطبيقية سلبية العلاقة بين أسعار الفائدة وأداء سوق الأوراق المالية، وهو ما يتفق في الغالب والنظرية الاقتصادية التي تشير إلى العلاقة العكسية بين المتغيرين؛

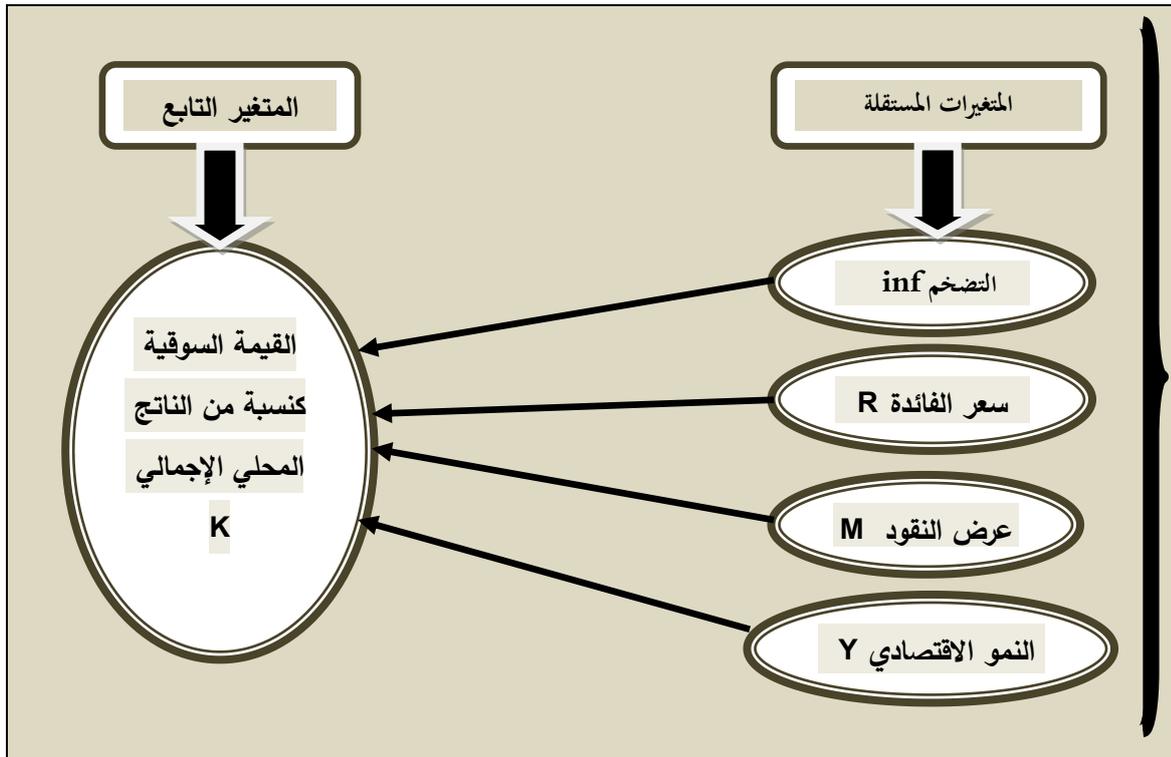
ت- عرض النقود: يعتبر المعروض النقدي أداة أخرى للسياسة النقدية والتي من خلالها يمكن للحكومة التأثير على مستوى نمو الاقتصاد، وللتعبير عن هذا المؤشر تم استخدام المعروض النقدي بمعناه الواسع كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي. رمزه الإحصائي (M) معبراً عنه بنسبة مئوية، وقد أثبتت العديد من الدراسات التطبيقية ايجابية العلاقة بين عرض النقود وأداء السوق المالي، وهو ما يتفق وفرضية "**Friedman & Schwartz**" التي تنص على العلاقة الطردية بين المتغيرين؛

ث- **سعر الصرف**: لم يتم استخدام سعر الصرف (Ex) وتم إسقاطه من نموذج الانحدار لأنه مرتبط مع معدل التضخم، والسبب في ذلك هو تسجيل سعر صرف الدينار الأردني/ مقابل الدولار الأمريكي ثباتاً في قيمه منذ سنة 1996 وإلى غاية نهاية فترة الدراسة 2020، كنتيجة لإتباع البنك المركزي الأردني لسياسة سعر الصرف الثابت طيلة هذه الفترة؛

ج- **النمو الاقتصادي**: يعتبر النمو الاقتصادي من أهم المؤشرات التي تعكس مستوى الأداء الاقتصادي للدولة لفترة معينة عادة سنة، وللتعبير عن هذا المؤشر تم استخدام النمو السنوي للناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة. رمزنا له بالرمز (Y) معبراً عنه بنسبة مئوية، وقد أكدت الكثير من الدراسات على التأثير الإيجابي للنمو الاقتصادي على أداء سوق الأوراق المالية، لأن التحسن في الناتج المحلي الإجمالي سينعكس على ارتفاع مداخيل الأفراد، ما يدفعهم لزيادة الطلب والاستثمار في سوق الأسهم ويؤول إلى ارتفاع أسعارها.

والشكل التالي يلخص متغيرات الدراسة التي تعكس الهيكل العام للنموذج:

شكل رقم (39): المتغيرات المستخدمة في نموذج الدراسة



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على المعطيات السابقة.

الفرع الثاني: مصادر بيانات الدراسة

تمثل بيانات السلاسل الزمنية مشاهدات سنوية لكل متغير على حدى، حيث بدأت فترة الدراسة من العام 1990 سنة اندلاع حرب الخليج "صيف 1990"، والتي من تداعياتها عودة العاملين الأردنيين من دول الخليج العربي إلى المملكة مما أدى إلى ارتفاع قيمة الاستثمارات في البورصة وارتفاع حجم السيولة، أما نهاية الفترة بالعام 2020 وذلك لتوفر البيانات، أما عن مصادر هذه البيانات/ أو الإحصائيات فتم الحصول عليها من؛ بيانات وإحصائيات البنك الدولي، والتقارير السنوية لبورصة عمان.

المطلب الثالث: تقدير النموذج وتحليل النتائج

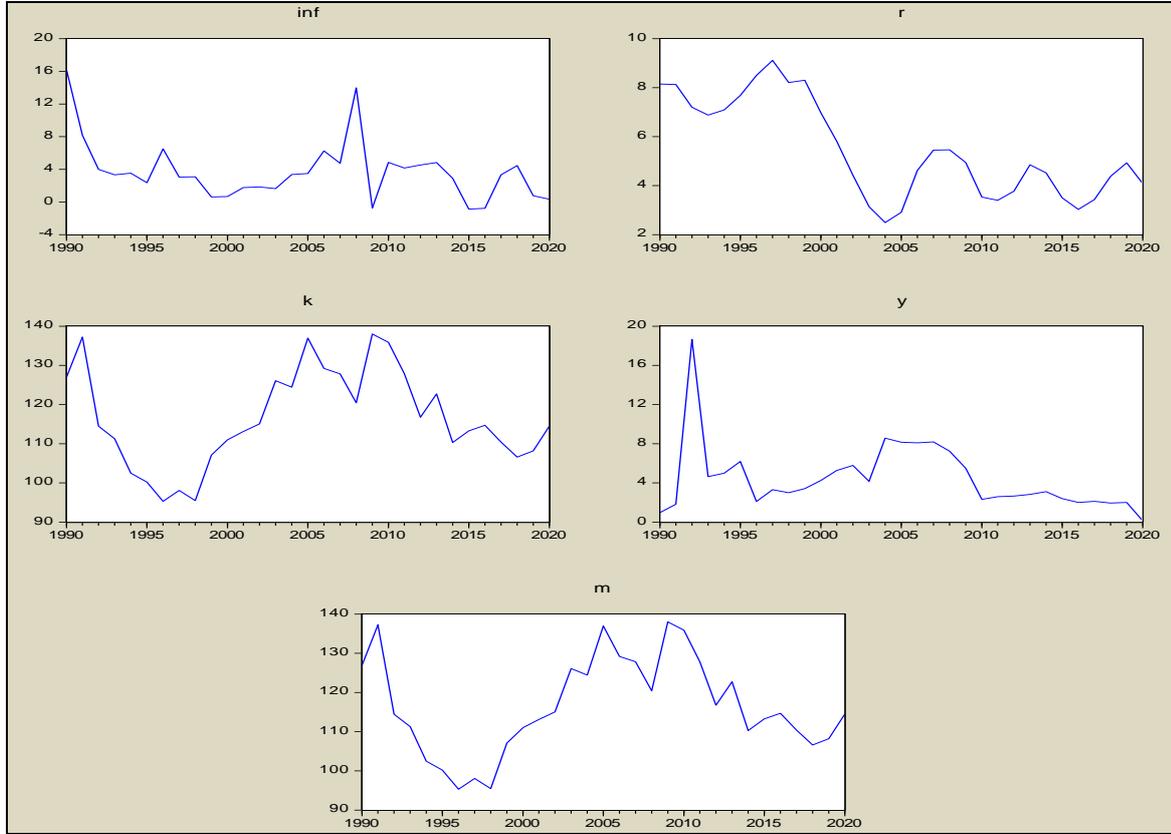
للإجابة على الإشكالية الرئيسية للدراسة واختبار مدى صحة فرضياتها نقوم في هذا المطلب بتقدير وتحليل نتائج النموذج المقترح لهذه الدراسة وفق منهجية (ARDL) وبالإستعانة ببرنامج (Eviews 10)، وذلك من خلال إجراء مجموعة من الاختبارات الإحصائية والقياسية؛ بالترتيب التالي:

الفرع الأول: دراسة استقرارية متغيرات الدراسة

نخصص هذا الفرع لدراسة استقرارية متغيرات الدراسة، باستعمال التمثيل البياني للسلاسل الزمنية للمتغيرات أولاً، ثم بعد ذلك إجراء اختبار جذر الوحدة للسلاسل الزمنية السنوية للمتغيرات باستخدام اختبار (ADF).

أولاً: التمثيل البياني للسلاسل الزمنية للمتغيرات: قمنا بتمثيل مستويات السلاسل الزمنية المتعلقة بمتغيرات الدراسة بيانياً فكانت؛ كما يلي:

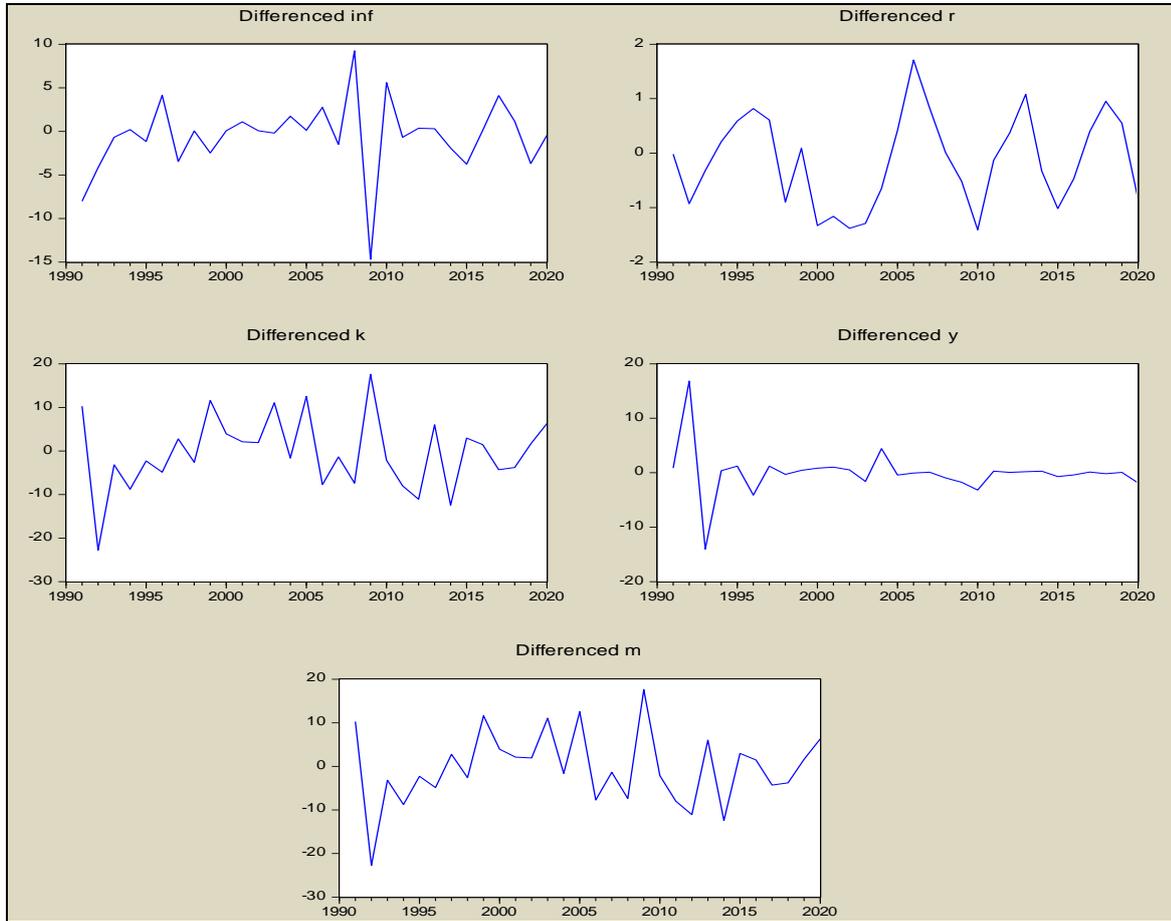
شكل رقم (40): التمثيل البياني لمستويات السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة خلال الفترة (1990-2020)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews10.

من الشكل أعلاه والذي يعكس التمثيل البياني لمستويات السلاسل الزمنية المتعلقة بمتغيرات الدراسة، نلاحظ أن هذه السلاسل الزمنية بعضها كانت مستقرة عند مستوياتها والبعض الآخر غير مستقرة، حيث تم تسجيل تذبذبا واضحا في اتجاهها من فترة لأخرى؛ كسلسلة m و k ... وغيرها، تلك التغيرات الاتجاهية يمكن التخلص منها باستخدام الفروق الأولى، والشكل أدناه يوضح التمثيل البياني للفروق من الدرجة الأولى للسلاسل الزمنية للمتغيرات المستخدمة في هذه الدراسة:

شكل رقم (41): التمثيل البياني للفروق الأولى لمتغيرات الدراسة خلال الفترة (1990-2020)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews10.

من خلال الشكل أعلاه والذي يبين تمثيلاً للفروق الأولى للسلاسل الزمنية للمتغيرات المستخدمة في هذه الدراسة، يمكن القول أن جميع المتغيرات أصبحت أكثر استقراراً، حيث تم تسجيل تذبذبات حول قيم متوسطة ثابتة على طول فترة الدراسة، وهو ما قد يشير إلى ثبات وتكامل المتغيرات عند الدرجة الأولى $I(1)$ (حمه، 2019، صفحة 177)، وحتى نتحقق من مدى استقرارية المتغيرات المستخدمة في هذه الدراسة، سيتم في الخطوة الموالية إجراء اختبار الاستقرار للسلاسل الزمنية السنوية للمتغيرات باستخدام اختبار (ADF) .

ثانياً: اختبار استقرارية السلاسل الزمنية: لاختبار استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة ومن ثم تحديد درجة تكامل كل سلسلة تم اعتماد اختبار ديكي فولر الموسع (ADF) باعتباره الأكثر شهرة من بين مجموعة الاختبارات، حيث يتم اختبار فرضية العدم التي تنص على وجود جذر الوحدة أي أن؛ السلسلة الزمنية غير مستقرة، مقابل الفرضية البديلة التي تنص على عدم وجود جذر الوحدة وبالتالي؛ السلسلة الزمنية مستقرة، وبالاستعانة ببرنامج (Eviews 10) تم الحصول على النتائج الموضحة في الجدول التالي.

جدول رقم (11): اختبار ديكي فولر الموسع (ADF) لاستقرارية السلاسل الزمنية

UNIT ROOT TEST RESULTS TABLE (ADF)						
Null Hypothesis: the variable has a unit root						
	At Level	K	INF	M	R	Y
With Constant	t-Statistic	-1.5439	-5.5606	-2.0193	-2.2327	-4.1652
	Prob.	0.4981	0.0001	0.2774	0.1997	0.0029
		n0	***	n0	n0	***
With Constant & Trend	t-Statistic	-1.2914	-5.4733	-2.0643	-3.6552	-4.8903
	Prob.	0.8708	0.0006	0.5438	0.0423	0.0024
		n0	***	n0	**	***
Without Constant & Trend	t-Statistic	-1.5677	-5.6210	-2.0541	-2.2529	-4.2357
	Prob.	0.1084	0.0000	0.0401	0.0257	0.0001
		n0	***	**	**	***
At First Difference						
		d(K)	d(INF)	d(M)	d(R)	d(Y)
With Constant	t-Statistic	-5.3291	-8.8865	-6.5378	-4.4219	-8.3259
	Prob.	0.0002	0.0000	0.0000	0.0017	0.0000
		***	***	***	***	***
With Constant & Trend	t-Statistic	-5.4412	-8.7576	-6.5022	-4.3054	-8.3164
	Prob.	0.0007	0.0000	0.0000	0.0108	0.0000
		***	***	***	**	***
Without Constant & Trend	t-Statistic	-5.4256	-8.9383	-6.5886	-2.9863	-8.4789
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000	0.0042	0.0000
		***	***	***	***	***

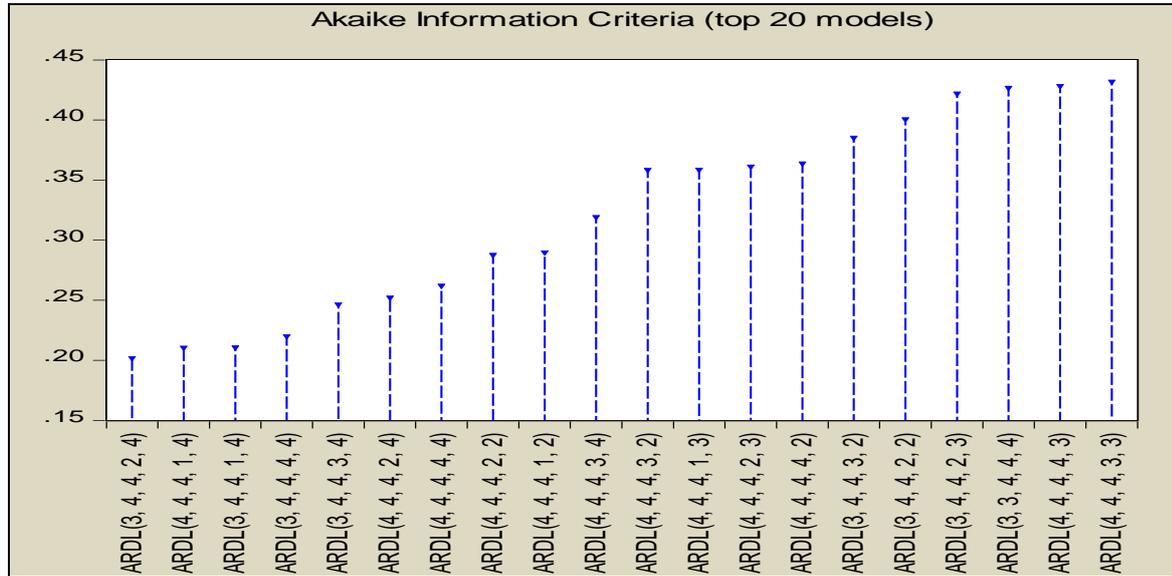
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي *Eviews10*.

توضح النتائج المتوصل إليها في الجدول أعلاه أن السلاسل الزمنية لكل المتغيرات؛ القيمة السوقية (K)، عرض النقود (M)، وسعر الفائدة (R) كانت غير مستقرة عند مستوياتها الأصلية $I(0)$ أي؛ وجود جذر الوحدة (فرضية الاختبار غير محققة)، لأن كل القيم الاحتمالية أكبر من 0.1 وفي معظم الحالات (حد ثابت، حد ثابت واتجاه عام، بدون حد ثابت واتجاه عام)، وتصبح جميع السلاسل الزمنية للمتغيرات السالف ذكرها مستقرة عند أخذ الفروق الأولى لها؛ ما يعني رفض فرضية عدم H_0 وقبول الفرضية البديلة H_1 القائلة (بسكون السلاسل الزمنية)؛ وبما أن فرضية الاختبار محققة فالسلاسل الزمنية تعتبر متكاملة من الدرجة الأولى $I(1)$ ، بينما تظهر السلسلتين الزميتين للتضخم (INF) والنمو الاقتصادي (Y) مستقرتين عند المستوى الأصلي من البيانات $I(0)$ وعند أخذ الفرق الأول $I(1)$ (أي عدم وجود جذر الوحدة)، حيث تتضمن الفروق والقيم الاحتمالية أقل من 0.01 لمعظم معادلات اختبار جذر الوحدة (ADF)، وبما أن السلاسل تحتوي على مزيج من $I(0)$ و $I(1)$ مع عدم وجود سلاسل زمنية متكاملة من الرتبة $I(2)$ فالطريقة الملائمة لدراسة العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة هي مقارنة ARDL.

الفرع الثاني: اختبار الفجوات الملائمة للنموذج

قبل القيام بعملية التقدير للنموذج على المديين الطويل والقصير فإنه يتوجب أولاً تحديد عدد الفجوات الزمنية الواجب الاعتماد عليها في التقدير، وبالاعتماد على معيار **Akaike** وباستخدام برنامج (Eviews 10) فإنه يمكننا تحديد العدد الأمثل للفجوات الزمنية بالنموذج حسب أقل قيمة لها (خلفاوي و عوامر، 2019، صفحة 126)، كما هو موضح في الشكل التالي:

شكل رقم (42): اختبار الفجوات الملائمة في نموذج الدراسة



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews10.

وفقاً لهذه الحالة يوضح الشكل أعلاه أفضل 20 نموذج تم الحصول عليها استناداً لمعيار **Akaike**، وعليه فإن النموذج الأفضل والذي تم اختياره حسب منهجية ARDL هو من الرتبة "ARDL (3,4,4,2,4)" حيث يعطي أقل قيمة لإحصائية هذا المعيار (AIC)، ويتم تحديدها تلقائياً من قبل البرنامج المستخدم، أي أن العدد الأمثل لفترات الإبطاء للمتغير التابع (القيمة السوقية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي) هو ثلاث (03) فترات إبطاء، وفترتي (02) إبطاء بالنسبة لمتغير سعر الفائدة، في حين أن المعروض النقدي، التضخم، والنمو الاقتصادي فكانوا يتخلف زمني متماثل (04) فترات إبطاء لكل متغير على حدى. والجدول أدناه يبين درجات التأخير المتلى في نموذج ARDL المختار لكل متغير على حدا:

جدول رقم (12): درجات التأخير المتلى في نموذج ARDL

المتغير	K	INF	M	R	Y
درجة التأخير المتلى	03	04	04	02	04

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews10.

ومنه فإن النموذج المختار "ذو الرتبة (3,4,4,2,4) ARDL" يأخذ الصيغة التالية:

$$\Delta K_t = c + \sum_{i=1}^4 \beta_{1i} \Delta INF_{t-1} + \sum_{i=1}^4 \beta_{2i} \Delta M_{t-1} + \sum_{i=1}^4 \beta_{3i} \Delta R_{t-1} + \sum_{i=1}^4 \beta_{4i} \Delta Y_{t-1} + \alpha_1 INF_{t-1} + \alpha_2 M_{t-1} + \alpha_3 R_{t-1} + \alpha_4 Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

حيث ال: Δ : يشير إلى الفروق من الدرجة الأولى، c : الحد الثابت، t : اتجاه الزمن، ε_t : حد الخطأ العشوائي،

($\alpha_4, \alpha_3, \alpha_2, \alpha_1$): معاملات العلاقة طويلة الأجل، ($\beta_4, \beta_3, \beta_2, \beta_1$): معاملات العلاقة قصيرة الأجل (تصحيح الخطأ)،

الفرع الثالث: اختبار التكامل المشترك وفقاً لمنهج الحدود (Bound-Test)

بعد تحديد رتبة (3,4,4,2,4) ARDL، يتم التوجه نحو إجراء اختبار الحدود (Bound-Test) الذي اقترحه (pesaran 2001) للتأكد من وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة في المدى الطويل، ولأجل ذلك نقوم بحساب إحصائية فيشر من خلال اختبار (Wald Test) حيث يتم اختبار فرضية العدم التي تنص على عدم وجود تكامل مشترك مقابل الفرضية البديلة القائلة بوجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة. الموضحة نتائجه في الجدول التالي:

جدول رقم (13): نتائج اختبار الحدود (Bound-Test) لعلاقة التكامل المشترك

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
			Asymptotic: n=1000	
F-statistic	9.205494	10%	2.2	3.09
	k	4	5%	2.56
			2.5%	2.88
			1%	3.29
				4.37
			Finite Sample: n=35	
			10%	2.46
			5%	2.947
			1%	4.093
			Finite Sample: n=30	
			10%	2.525
			5%	3.058
			1%	4.28
				5.84

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي *Eviews10*.

يعرض الجدول (13) وبالاستعانة ببرنامج (Eviews 10) نتائج اختبار الحدود لعلاقة التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة حيث تشير النتائج؛ إلى أن القيمة المحسوبة لاختبار (F) والبالغة (9.205494) أكبر من القيمة الحرجة العليا 4.37 عند مستوى معنوية 01%، وهذا يشير إلى وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات قيد الدراسة، أي نرفض فرضية العدم H_0 التي تنص على "عدم وجود علاقة تكامل مشترك" بين المتغيرات محل الدراسة، ونقبل الفرضية البديلة H_1 القائلة "بوجود علاقة توازنية طويلة الأجل" بين المتغيرات الداخلة في النموذج.

الفرع الرابع: تقدير العلاقة طويلة الأجل للنموذج

وبعد التأكد من وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة وفقاً لاختبار الحدود (**Bound-Test**)، يمكن الآن تقدير علاقة التوازن طويل الأجل بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، وبالاستعانة ببرنامج (Eviews 10) نحصل على تقديرات المعلمات في الأجل الطويل باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) التي تأخذ الشكل التالي، كما أن النتائج موضحة في الجدول الموالي:

$$EC = K - (2.7134*INF - 1.0502*M - 1.1264*R + 0.6392*Y + 0.4508)$$

جدول رقم (14): نتائج تقدير العلاقة طويلة الأجل

Levels Equation				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INF	2.713449	0.628533	4.317112	0.0076
M	-1.050185	0.395237	-2.657100	0.0450
R	-1.126405	0.280054	-4.022107	0.0101
Y	0.639152	0.277435	2.303794	0.0694
C	0.450785	0.079471	5.672347	0.0024
EC = K - (2.7134*INF - 1.0502*M - 1.1264*R + 0.6392*Y + 0.4508)				

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي *Eviews10*.

تشير معلمات الأجل الطويل حسب نتائج الجدول أعلاه والموضحة في معادلة النموذج؛ إلى: وجود تأثير إيجابي وذو معنوية لمعدل التضخم (INF) على مؤشر القيمة السوقية الأردني بنسبة معنوية (0.0076) عند مستوى احتمال 10%، حيث أن قيمته تعني أن كل زيادة في معدل التضخم بـ 01% ترفع من أداء مؤشر القيمة السوقية لسوق عمان المالي بأكثر من 271.3% على المدى الطويل، وهو ما يتفق وفرضية (فيشر)

Fisher (المناقضة لفرضية **FAMA**)، والقائلة بأن هناك علاقة طردية بين التضخم وعوائد الأسهم وبالتالي يمكن استخدام الأسهم كوسيلة تحوط اتجاه التضخم. هذه النتيجة تتفق أيضا مع دراسة كل من؛ **Charles & Richard (2018)** في سوق رأس المال بغانا، ودراسة **Al-Abadi & Abdul-Khaliq (2017)** في السوق المالي الأردني، في حين تتعارض مع ما توصلت إليه دراسة كل من؛ **Musembi, Simiyu, & Njoka (2020)** في سوق نيروبي للأوراق المالية بكينيا، ودراسة **Gbenga & Tajudeen (2020)** في سوق رأس المال بنيجيريا، ودراسة **Awadzie & Garr (2020)** في سوق الأوراق المالية بغانا، والتي توصلت جميعها لوجود علاقة عكسية بين المتغيرين؛

✓ وجود تأثير سلبي وذو معنوية للمعروض النقدي (**M**) على مؤشر القيمة السوقية حيث قدرت نسبة المعنوية بـ (0.0450) عند مستوى احتمال 10%، حيث أن قيمته تعني أن كل صدمة في متغيرة المعروض النقدي بمقدار 01% تؤدي إلى تغير عكسي في أداء مؤشر القيمة السوقية لسوق عمان المالي والذي يتراجع بمقدار يفوق 105.01% في الأجل الطويل، وهو ما يتفق مع ما توصل إليه (**Keran عام 1971**) حيث أكد أن العلاقة التي تربط عرض النقد بأسعار الأوراق المالية هي علاقة عكسية وتم تفسير ذلك بأنه؛ إذا زاد المعروض من النقد فإن له تأثير سلبي على أرباح الشركات بسبب التضخم مما يرفع معدل الحد الأدنى للعائد الذي يطلبه المستثمرون على أموالهم وبالتالي يؤدي إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية، في حين يتعارض مع ما توصل إليه (**Friedman & Schwartz عام 1963**)، ومع ما توصلت إليه معظم الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين المتغيرين؛ كدراسة **Sahu & Pandey, (2020)** في سوق الأسهم بالهند، ودراسة **Hamidon, Roseziahazni, Azmin, & Abu Samah, (2018)** التي طبقت على دول الآسيان -5 وهي؛ ماليزيا، سنغافورة، إندونيسيا، تايلاند والفلبين، ودراسة **Vladimír, (2017)** في سوق الأوراق المالية الأمريكية، والتي خلصت كلها لوجود علاقة طردية بين المتغيرين؛

✓ وكذلك وجود تأثير سلبي وذو معنوية لسعر الفائدة (**R**) على مؤشر القيمة السوقية الأردني، حيث قدرت نسبة المعنوية بـ (0.0101) عند مستوى احتمال 10%. قيمته تعني أن كل زيادة في سعر الفائدة بـ 01% ستخفض من أداء المؤشر بما يقارب 112.64% في الأجل الطويل، وهو ما يتلاءم ومنطق النظرية الاقتصادية على اعتبار أن ارتفاع أسعار الفائدة يجعل من التوظيف البنكي بديلا أفضل من الاستثمار في البورصة، ما يؤدي إلى تحول الأرصدة للاستثمار البنكي فيقل الطلب على الأسهم وتنخفض أسعارها. وهو ما يتفق أيضا مع دراسة كل من؛ **Teitey, (2019)** التي بحثت في العلاقة بين المتغيرين في بورصة غانا، ودراسة **Hamdan, (2014)** في السوق الباكستاني "بورصة كراتشي"، وكذلك دراسة **Al-Mukit, (2013)** في بنغلاديش التي خلصت إلى وجود علاقة عكسية بين المتغيرين في المدى الطويل، أما دراسة **AL-Naif, (2017)** والتي طبقت على مجموعة

من الدول العربية وهي؛ الأردن، مصر، عمان، قطر والكويت، فوجدتها في مصر تتفق ونتيجة الدراسة، في حين تتعارض معها في كل من الأردن وسلطنة عمان والتي توصلت إلى علاقة إيجابية بين المتغيرين، بينما كانت علاقة غير معنوية في قطر والكويت؛

✓ أما عن تأثير النمو الاقتصادي على أداء مؤشر القيمة السوقية لسوق عمان المالي فقد كان إيجابياً وذو معنوية. قدرت نسبة المعنوية بـ (0.0694) عند مستوى احتمال 10%، وهذا يعني أنه في حالة حدوث ارتفاع في النمو الاقتصادي بـ (01%) سيرفع من أداء مؤشر القيمة السوقية لبورصة عمان بأكثر من 63.91% في الأجل الطويل، وهو ما يتفق مع النظرية الاقتصادية على اعتبار أن التحسن في الناتج المحلي الإجمالي سينعكس على ارتفاع مداخيل الأفراد، ما يدفعهم لزيادة الطلب والاستثمار في سوق الأسهم ويؤول إلى ارتفاع أسعارها، هذه النتيجة تتفق أيضاً مع دراسة كل من؛ (Demir, 2019) في سوق الأسهم بتركيا، ودراسة بسبع (2015) في السوق المالية السعودية، وكذلك دراسة سراي وبلعجوز (2014) في السوق المالي الأردني القاضية بوجود علاقة طردية بين المتغيرين؛

✓ وأخيراً إشارة معامل الحد الثابت (C) الموجبة تتلاءم هي الأخرى ومنطق النظرية الاقتصادية - في حالة ثبات بقية العوامل المفسرة-، وذلك نتيجة لوجود حجم معين من معاملات السوق المالي لا تتأثر بالتغيرات الحاصلة في المتغيرات الاقتصادية الكلية.

الفرع الخامس: تقدير العلاقة قصيرة الأجل ونموذج تصحيح الخطأ (ECM)

وبعد إثبات وجود علاقة بين متغيرات النموذج في الأجل الطويل، ننتقل إلى تحليل العلاقة بين متغيرات الدراسة في المدى القصير أي؛ نستخدم النتائج المقدرة في تحليل التأثيرات الديناميكية في الأجل القصير بواسطة نموذج تصحيح الخطأ الموضحة نتائجه في الجدول أدناه.

جدول رقم (15): تقدير العلاقة قصيرة الأجل ونموذج تصحيح الخطأ (ECM)

ARDL Error Correction Regression				
Dependent Variable: D(K)				
Selected Model: ARDL(3, 4, 4, 2, 4)				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Date: 08/21/22 Time: 16:06				
Sample: 1990 2020				
Included observations: 27				
ECM Regression				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(K(-1))	-0.110092	0.104644	-1.052059	0.3409
D(K(-2))	0.611380	0.124675	4.903789	0.0045
D(INF)	0.872837	0.092584	9.427517	0.0002

D(INF(-1))	-1.918164	0.197058	-9.734007	0.0002
D(INF(-2))	-1.054885	0.134811	-7.824925	0.0005
D(INF(-3))	-0.231410	0.063811	-3.626512	0.0151
D(M)	0.129979	0.131160	0.990994	0.3672
D(M(-1))	0.910268	0.159206	5.717532	0.0023
D(M(-2))	0.911240	0.125946	7.235146	0.0008
D(M(-3))	0.548851	0.114122	4.809337	0.0048
D(R)	-0.214470	0.160767	-1.334041	0.2397
D(R(-1))	0.311298	0.199913	1.557170	0.1802
D(Y)	0.743228	0.120648	6.160282	0.0016
D(Y(-1))	0.623951	0.127830	4.881109	0.0045
D(Y(-2))	0.264311	0.085025	3.108616	0.0266
D(Y(-3))	0.176917	0.057128	3.096852	0.0269
CoIntEq(-1)*	-1.223687	0.116428	-10.51028	0.0001
R-squared	0.953413	Mean dependent var	0.003077	
Adjusted R-squared	0.878873	S.D. dependent var	0.559414	
S.E. of regression	0.194694	Akaike info criterion	-	
			0.168768	
Sum squared resid	0.379058	Schwarz criterion	0.647130	
Log likelihood	19.27836	Hannan-Quinn criter.	0.073842	
Durbin-Watson stat	2.610089			
* p-value incompatible with t-Bounds distribution.				

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي *Eviews10*.

يوضح لنا الجدول أعلاه وبالاستعانة ببرنامج (Eviews 10) نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ (ECM)

والمعلومات قصيرة الأجل لمتغيرات الدراسة وفق منهجية (ARDL)؛ كما يلي:

✓ توضح نتائج الاختبار (ECM) أن معامل تصحيح الخطأ بلغ ما قيمته (-1.223687) وهي قيمة كبيرة وإشارة سالبة وبمستوى معنوية أقل بكثير من (01%)، مما يدل على أن أداء سوق عمان المالي تتعدل قيمته نحو القيم التوازنية في كل فترة زمنية (سنة) بنسبة (122.3%)، وهذا يعني أنه عندما ينحرف الأداء في المدى القريب في الفترة (t-1) عن قيمته التوازنية، فإنه يتصحح بنسبة (122.3%) في الفترة (t)، إلى أن يصل إلى التوازن في المدى الطويل، وهذا يتوافق مع الواقع فالكثير من الظواهر لا تستجيب آنيا لمحدداتها بل تكون نتيجة لتراكمات تاريخية، وهو ما جعل معامل التحديد جد كافي لتفسير النموذج بأكثر من 95%؛

✓ بالنسبة لمعامل المدى القصير لمتغير التضخم فقد كان بإشارة موجبة تعكس العلاقة الطردية المعنوية بينه وبين مؤشر القيمة السوقية لسوق عمان المالي أي أنه؛ جاء مطابقا في الاتجاه لمعامل التضخم في المدى الطويل، والذي تعني قيمته أن كل زيادة في معدل التضخم بـ 01% ترفع من أداء مؤشر القيمة السوقية بأكثر من 87.28% في الأجل القصير، وهو ما يتفق كما سبق وأن أشرنا مع (فرضية فيشر Fisher) المناقضة لفرضية (فاما Fama)؛ والتي تنص على العلاقة الطردية بين التضخم وعوائد الأسهم وبالتالي يمكن استخدام الأسهم كوسيلة تحوط اتجاه التضخم،

ويتعارض في المقابل مع دراسة (Charles & Richard (2018) التي خلصت إلى عدم وجود علاقة

مهمة قصيرة المدى بين التضخم وعوائد سوق GSE بغانا؛

✓ أما بالنسبة لإشارة معامل عرض النقود فقد كانت -هي الأخرى- موجبة، ما يعكس العلاقة الطردية بين المتغيرين في

المدى القصير وتعاكس اتجاه العلاقة في الأجل الطويل، إلا أن تأثيرها غير معنوي ما ينفي وجود تأثير لهذا المتغير

على أداء مؤشر القيمة السوقية لسوق عمان المالي في الأجل القصير، وهو ما تؤكد نسبة المعنوية المقدرة بـ

(0.3672) وهي أكبر من مستوى المعنوية 10%. هذه النتيجة تتفق مع دراسة Sahu & Pandey

(2020) التي توصلت إلى أن معدل نمو المعروض النقدي لا يتسبب في حركة سوق الأسهم في الهند على المدى

القصير، بينما تتعارض مع دراسة (Vladimír (2017 والتي أظهرت أن عرض النقود يؤثر إيجابيا على تقييم

مؤشر S&P 500 في سوق الأوراق المالية الأمريكي على المدى القصير، ودراسة بن دحان (2017) والتي

خلصت إلى وجود سببية قصيرة الأجل وباتجاه واحد من عرض النقود إلى القيمة السوقية لبورصة تونس، وكذلك

دراسة المومني وملوي (2011) التي توصلت لوجود علاقة إيجابية قصيرة الأجل فيما بين عرض النقود بمفهوميه

الضيق (M1) والواسع (M2) ومؤشرات بورصة عمان بالأردن؛

✓ في حين أن معامل سعر الفائدة كان بإشارة سالبة تشير إلى العلاقة العكسية بين هذا الأخير ومؤشر القيمة السوقية

بالأردن في الأجل القصير، والتي جاءت مطابقة لاتجاه العلاقة في الأجل الطويل، وما قيل عن المعروض النقدي

ينطبق على سعر الفائدة حيث لم يكن ذو معنوية أي أنه لا يؤثر على أداء مؤشر القيمة السوقية لبورصة عمان في

الأجل القصير، وهو ما تعكسه نسبة المعنوية المقدرة بـ (0.2397) وهي أكبر من مستوى المعنوية 10%.

✓ وأخيرا بالنسبة للنمو الاقتصادي فقد كان معاملته بإشارة موجبة، تعكس العلاقة الطردية المعنوية بينه وبين مؤشر

القيمة السوقية لسوق عمان المالي في الأجل القصير وبنفس اتجاه العلاقة في الأجل الطويل أي أن؛ كل تغير في النمو

الاقتصادي بـ 01% يؤدي إلى حدوث ارتفاع في أداء المؤشر بما يقارب 74.32% في الأجل القصير، وتتفق هذه

النتيجة مع منطق النظرية الاقتصادية؛ التي ترى بأن نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي سيكون له أثر إيجابي على زيادة

الدخل الحقيقية لدى الأفراد، وبالتالي تكون هناك إمكانية لادخار مبالغ أكبر من الدخل التي يتحصلون عليها،

والتي ستوجه إلى الاستثمار في شراء الأسهم مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها؛

الفرع السادس: الاختبارات القياسية للنموذج

تعد الاختبارات القياسية ضرورية للتأكد من مدى صحة النموذج المستخدم في القياس من جهة، ولزيادة الثقة في النتائج المتوصل إليها من جهة أخرى، وذلك عن طريق إجراء مجموعة من الاختبارات القياسية؛ وهي:

أولاً: اختبار الارتباط التسلسلي للبواقي: يتم استخدام اختبار **Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test** لفحص الارتباط التسلسلي للبواقي في النموذج المقدر وفق منهجية (ARDL)، والذي يعتمد بالدرجة الأولى على إحصائية مضاعف لاغرانج. النتائج المتعلقة بهذا الاختبار موضحة في الجدول التالي:

جدول رقم (16): اختبار الارتباط التسلسلي للبواقي

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	2.023914	Prob. F(2,3)	0.2777
Obs*R-squared	15.50710	Prob. Chi-Square(2)	0.0004

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي *Eviews10*.

أظهرت النتائج الموضحة في الجدول (16)؛ عدم معنوية الإحصائية **F** المحسوبة التي بلغت قيمة (2.023914) عند مستوى احتمال (0.2777) في اختبار **Breusch-Pagan-Godfrey**، والتي تتعدى مستوى المعنوية 05%، مما يعني قبول الفرضية العدمية والنموذج خال من مشكلة الارتباط التسلسلي بين البواقي، وتعد هذه -كإشارة مبدئية- على صحة النموذج وإمكانية قبول نتائجه؛

ثانياً: اختبار اختلاف التباين: يتم استخدام اختبار **Heteroskedasticity Test: ARCH** لفحص ثبات التباين لحد الخطأ العشوائي في النموذج المقدر وفق منهجية (ARDL)، وذلك من خلال مقارنة قيمة إحصائية (F-statistic) المحسوبة بالقيمة الجدولية، ونتائج التقدير لهذا الاختبار موضحة في الجدول التالي:

جدول رقم (17): اختبار اختلاف التباين

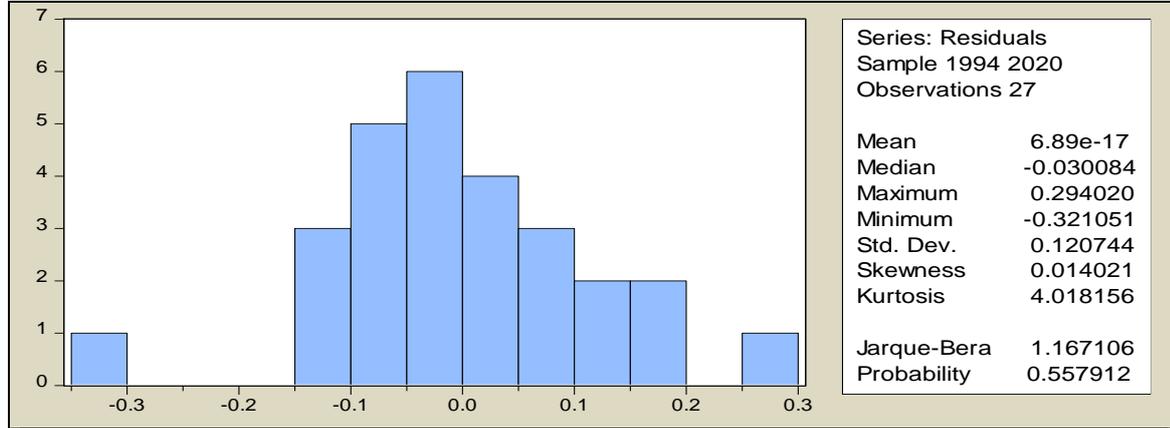
Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	0.711201	Prob. F(1,24)	0.4074
Obs*R-squared	0.748294	Prob. Chi-Square(1)	0.3870

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي *Eviews10*.

يظهر من النتائج المقدمة لاختبار (ARCH) والموضحة في الجدول (17)؛ أن النموذج يخلو تماماً من مشكلة اختلاف التباين للأخطاء، وما يؤكد ذلك قيمة الاحتمالية العالية الخاصة باختبار فيشر **F** (0.4074) والتي تتعدى مستوى المعنوية 05%، مما يعني قبول فرضية العدم التي تنص على أن هذا النموذج يتميز بثبات التباين، وهذه إشارة أخرى على صحة النموذج وإمكانية قبول نتائجه؛

ثالثاً: اختبار توزيع البواقي: يتم استخدام اختبار **Jarque-Bera** للتأكد من أن سلسلة البواقي تتبع التوزيع الطبيعي في النموذج المقدر وفق منهجية (ARDL)، والشكل الآتي يوضح نتائج هذا الاختبار.

شكل رقم (43): اختبار توزيع البواقي



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي *Eviews10*.

من خلال الشكل أعلاه؛ وباستخدام اختبار (**Jarque-Bera**) نتأكد لنا أن بواقي النموذج تتبع التوزيع الطبيعي (أي؛ فرضية التوزيع الطبيعي محققة)، وما يؤكد ذلك هو احتمالية (**Jarque-Bera**) والتي تساوي (0.557912) وهي أكبر بكثير من مستوى المعنوية 5٪. وهذا أمر مرغوب فيه للتأكيد على صحة النموذج وإمكانية قبول نتائجه.

وبعد التفصيل في مجموعة الاختبارات القياسية كل على حدة نأتي إلى إجراء عملية تقييمية لجودة النموذج المختار من الناحية القياسية؛ أين يلخص الجدول أدناه هذه العملية التقييمية بالطريقة التالية:

جدول رقم (18): جودة النموذج القياسية

الاختبار	القيمة المحسوبة لإحصاء الاختبار	القيمة الاحتمالية	القرار
LM Test	F-statistic 2.023914	0.2777	عدم وجود ارتباط تسلسلي
ARCH Test	F-statistic 0.711201	0.4074	النموذج يتميز بثبات التباين
Jarque-Bera Test	Jarque-Bera 1.167106	0.557912	بواقي النموذج تتبع التوزيع الطبيعي

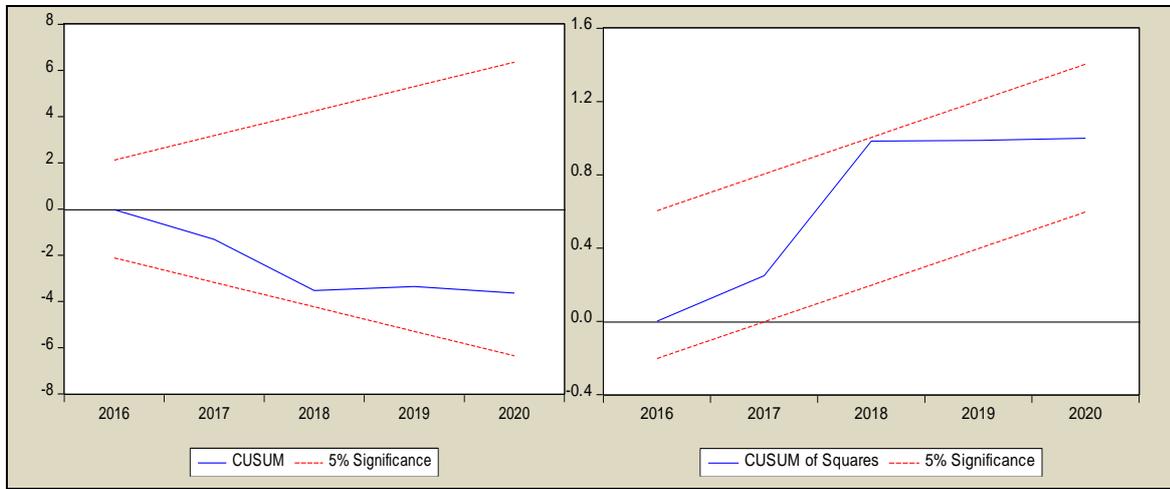
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي *Eviews10*.

من الجدول أعلاه أثبتت الاختبارات القياسية (**Jarque-Bera**، **ARCH**، **LM Test**) أن النموذج خالي تماماً من المشاكل القياسية، مما يؤكد صحة وجود هذا النموذج.

الفرع السابع: اختبار استقرارية النموذج (Stability Test)

للتأكد من خلو البيانات المستخدمة في هذه الدراسة من وجود أي تغيرات هيكلية فيها لابد من استخدام أحد الاختبارات المناسبة لذلك أهمها: المجموع التراكمي للبواقي المعاوذة (CUSUM)، وكذا المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعاوذة (CUSUM of Squares) حيث يعد هذان الاختباران من أهم الاختبارات لتوضيح مدى استقرار المعلمات في الأجلين القصير والطويل (بوعبد الله و بوقصبة، 2018، صفحة 128). ويبين الشكلين الآتيين نتائج هذا الاختبار.

الشكل 44: اختبار المجموع التراكمي للبواقي المعاوذة الشكل 45: اختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعاوذة



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي *Eviews10*.

تظهر نتائج الاختبارين الموضحة في الشكلين (44-45) أعلاه؛ عدم وجود أي اختلال في النموذج، حيث يمر الخط الممثل للمجموع التراكمي للبواقي داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5% سواء تعلق الأمر باختبار (CUSUM) أو اختبار (CUSUM of Squares)، مما يؤكد استقرار/ وانسجام معلمات العلاقات في الأجلين الطويل والقصير مع بعضهما البعض وخلو النموذج من أي فواصل زمنية، وعليه فإن هناك استقرار هيكلية (ثبات) في النموذج المقدر وفق منهجية (ARDL) على طول فترة الدراسة.

ملخص الفصل الرابع

من خلال قراءتنا لهذا الفصل المعنون بـ؛ -نمذجة قياسية للعلاقة الديناميكية بين متغيرات الاقتصاد الكلي وأداء سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1990-2020)-؛ نستخلص أن:

- ✓ الحكومة الأردنية قد تبنت إصلاحات هيكلية لسوق رأس المال، أبرزها؛ إصدار قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 المعدل لقانون الأوراق المالية المؤقت رقم 23 لسنة 1997، والذي تم بموجبه استحداث ثلاث مؤسسات رئيسية مهمة هي؛ هيئة الأوراق المالية، بورصة عمان للأوراق المالية، مركز إيداع الأوراق المالية؛
- ✓ من أهم أهداف بورصة عمان للأوراق المالية؛ هي خلق بيئة استثمارية جاذبة وآمنة تهدف إلى جذب عدد كبير من المتعاملين الجدد والمستثمرين الأجانب، مما يؤدي إلى اتساع السوق وعمقها؛
- ✓ سوق عمان المالي ينقسم إلى سوقين؛ أولي وثانوي، كما تتداول فيه أدوات مالية مختلفة بين؛ الأسهم العادية، إسناد القرض، سندات المقارضة وأدوات الدين العام، -المنصوص عليها بموجب قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002-.
- ✓ تمارس سوق عمان للأوراق المالية عملياتها من خلال مجموعة متنوعة من المتعاملين؛ البنوك التجارية المحلية، البنوك المتخصصة، مؤسسات الإقراض الزراعي المتخصصة... وغيرها، إضافة للوسطاء الماليين الذين يقومون بتنفيذ الأوامر الصادرة عن العملاء؛
- ✓ السوق المالية الأردنية ومن خلال بورصة عمان حققت مجموعة من الإنجازات سواء من حيث؛ التطورات التشريعية، التقنية، وكذلك التعاملات الخارجية بالشكل الذي يؤدي بالنهوض بالاقتصاد الأردني في ظل الاضطرابات السياسية والإقليمية المحيطة؛
- ✓ سوق عمان للأوراق المالية شهدت تحسنا ملحوظا في مؤشرات أدائها خاصة مع بداية الألفية الثالثة (2000-2008)، كما أظهرت متغيرات الاقتصاد الكلي المختارة في دولة الأردن تباينا في تطورات أدائها طيلة فترة الدراسة، ما يعكس الديناميكية التي تتميز بها هذه المتغيرات من فترة لأخرى؛
- ✓ توصلت الدراسة القياسية إلى عدة نتائج أبرزها؛ وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات الداخلة في النموذج وفقا لاختبار الحدود (Bound-Test)؛
- ✓ وجود أثر إيجابي وذو معنوية لمعدل التضخم والنمو الاقتصادي على مؤشر القيمة السوقية لسوق عمان المالي في الأجلين القصير والطويل، وأثر سلبي وذو معنوية لعرض النقود وسعر الفائدة على مؤشر القيمة السوقية لسوق عمان المالي في الأجل الطويل، في حين لم تثبت معنوية هاذين المؤشرين على مؤشر القيمة السوقية لسوق عمان المالي في الأجل القصير.

الخاصة

من خلال الدراسة التي قمنا بها تبين لنا أن أسواق الأوراق المالية تحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، وذلك لما تقوم به من دور هام في تعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو مختلف المشاريع الاستثمارية الداعمة لعملية التنمية الاقتصادية، فضلا عن كونها مرآة عاكسة للوضع الاقتصادي العام للدولة.

وازدادت أهميتها في تمويل مختلف أوجه النشاطات الاقتصادية مع زيادة التحرير المالي خاصة في ظل الانتشار السريع لظاهرة العولمة وتعميم مفاهيم الانفتاح الاقتصادي، عمليات الاندماج التي عرفها العالم في الآونة الأخيرة.... وغيرها، ما دفع بالعديد من الدول النامية إلى إنشاء وتطوير أسواقها المالية والأردن من بينها حيث أعطت أهمية بالغة لإنشاء وتطوير سوقها المالي، وكان ذلك ضمن سياسات الإصلاح الاقتصادي المتبعة والتي تستهدف سد الاحتياجات التمويلية في الاقتصاد خاصة في ظل قصور الدور التقليدي للجهاز المصرفي.

ونتيجة للروابط القوية بين سوق الأوراق المالية وحالة النشاط الاقتصادي لأي دولة، فإن سوق عمان المالي وكغيره من الأسواق يتأثر بكافة العوامل/ والمتغيرات التي يمكن أن يكون لها تأثير مباشر أو غير مباشر على أدائه خاصة المتغيرات الاقتصادية الكلية، وفي محاولة منا لدراسة العلاقة بين بعض متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشرات أداء سوق عمان للأوراق المالية، استعرضنا أهم النظريات والدراسات التي تفسر العلاقة بينها، من أجل تحديد أهم المتغيرات التي سيتم التركيز عليها في الدراسة القياسية. ومن هذا المنطلق سعت الدراسة الحالية إلى بناء نموذج قياسي تبين فيه مدى تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي المختارة على أداء سوق عمان المالي خلال الفترة (1990-2020)، حيث تم اختيار كل من؛ التضخم، معدلات الفائدة، عرض النقود، سعر الصرف والنمو الاقتصادي كمتغيرات مفسرة، في حين تم تحديد مؤشر القيمة السوقية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع.

ولتحقيق هذا الهدف تناولنا الجوانب النظرية التي لها علاقة بموضوع الدراسة محاولين بذلك معالجة إشكالية البحث التي تدور حول مدى تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي المختارة على أداء سوق عمان المالي خلال فترة الدراسة، من خلال أربعة فصول رئيسية، وباستخدام المنهج والأدوات المشار إليها في المقدمة وفي الدراسة التطبيقية انطلاقا من الفرضيات المعتمدة..... وهكذا. تتوزع هذه الخاتمة إلى؛ جملة من النتائج التي تجيب عن الإشكال الذي تمحورت حوله دراستنا واختبار مدى صحة فرضياتها، التوصيات والاقتراحات التي تم الخروج بها في نهاية هذه الدراسة، ثم آفاق البحث.

1- نتائج الدراسة واختبار الفرضيات: من خلال دراستنا هذه يمكن تلخيص أهم النتائج المتوصل إليها في الجانبين النظري والقياسي -مع اختبار للفرضيات-؛ بالشكل الآتي:

1-1 النتائج الخاصة بالجانب النظري:

✓ تعتبر سوق الأوراق المالية أحد الآليات الهامة لتجميع وإدارة الموارد المالية وتوجيهها بكفاءة صوب الفرص الاستثمارية الداعمة لعملية التنمية الاقتصادية، كما أنها تعتبر المرآة العاكسة للوضع الاقتصادي العام للدولة، لذا

- ارتبط تطورها تاريخيا بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به غالبية الدول خاصة الرأسمالية، ولذلك فهي بمثابة المؤشر الاقتصادي الذي يعبر عن مدى تطور البلد أو تخلفه؛
- ✓ تعتمد أسواق الأوراق المالية على مجموعة من المؤشرات التي تعبر عنها، وتعكس مستويات الأسعار في آن واحد، حيث من خلالها يمكن التعرف على اتجاهات الأداء ومقارنته بأداء غيره من الأسواق الأخرى، علاوة على ذلك تساعد المستثمرين والمضاربين في السوق المالي على تحديد الوقت المناسب لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية وذلك على ضوء ما تعكسه من معلومات حول نشاط وأداء الأسواق المالية؛
- ✓ يسعى التحليل الفني إلى التنبؤ بمستقبل واتجاهات السوق والأسعار من خلال استخدام الرسوم والخرائط البيانية بشكل أساسي، في حين يبحث التحليل الأساسي في إيجاد القيمة الحقيقية للورقة المالية من خلال الدراسة الاقتصادية، القطاعية، والمالية للمؤسسة المنتمية لهذا القطاع؛
- ✓ هناك اختلافا واضحا في تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي بشكل مباشر/ أو غير مباشر على أداء سوق الأوراق المالية، فمنها ما يؤثر بالإيجاب ومنها ما يؤثر بالسلب، وذلك بناء على النظريات التي تم اعتمادها لشرح العلاقة، وأيضاً حسب ما ورد في عدة دراسات سابقة -عربية وأجنبية-؛
- ✓ بلغت بورصة عمان للأوراق المالية درجة عالية من التطور وأصبحت من أهم الأسواق المالية العربية، إذ شهدت الكثير من الإنجازات والتطورات وفي عدة مجالات خاصة في؛ الشق التنظيمي، التشريعي، والتقني، وأيضاً انفتاح السوق على الاستثمار الأجنبي، كذلك التعاملات الخارجية..... وغيرها، وبالشكل الذي يؤدي بالنهوض بالاقتصاد الأردني في ظل الاضطرابات السياسية والإقليمية المحيطة؛
- ✓ عرفت سوق عمان للأوراق المالية تطوراً كبيراً في مؤشرات أدائها خاصة مع بداية الألفية الثالثة (2000-2008)، ويعود ذلك للتطورات التي شهدتها في هذه المرحلة خاصة في؛ الشق التنظيمي، التوسع في المجالات الاستثمارية، تنفيذ برامج الخصوصية... وغيرها، لتشهد بعدها تراجعاً في مؤشرات أدائها بسبب تأثرها ببعض العوامل الخارجية المحيطة، كالأزمة المالية 2008، ثورات الربيع العربي، كوفيد-19، والأوضاع السياسية والأمنية لدول الجوار.... الخ؛
- ✓ أظهرت متغيرات الاقتصاد الكلي المختارة في دولة الأردن تبايناً في أدائها طيلة فترة الدراسة، وهو ما يعكس الديناميكية التي تتميز بها هذه المتغيرات من فترة لأخرى، رغم حالة الاستقرار التي تتميز بها بعضها كمتغير سعر الصرف الذي عرف ثباتاً واستقراراً في أدائه، بداية من سنة 1996 وحتى نهاية فترة الدراسة سنة 2020، نتيجة اعتماد البنك المركزي الأردني لسياسة سعر الصرف الثابت طيلة هذه الفترة.
- 2-1 النتائج الخاصة بالجانب القياسي واختبار الفرضيات:
- ✓ أظهرت نتائج اختبار جذر الوحدة للاستقرارية (ADF) وجود اختلاف في درجة تكامل السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة بين السكون (I(0) والتكامل من الدرجة الأولى (I(1)، مما يسمح لنا بتطبيق منهجية ARDL؛

- ✓ أبانت نتائج اختبار الفجوات الملائمة للنموذج واستنادا لمعيار **Akaike**، أن النموذج الأفضل والذي تم اختياره حسب منهجية ARDL هو من الرتبة "ARDL (3,4,4,2,4)"، كما أبانت نتائج اختبار الحدود (**Bound-Test**) للتكامل المشترك؛ وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة؛
- ✓ أسفرت نتائج تقدير علاقة الأجل الطويل والقصير؛ معنوية التأثير الإيجابي لمعدل التضخم على أداء مؤشر القيمة السوقية لسوق عمان المالي في الأجلين الطويل والقصير، إذ بلغت قيمة معامل التضخم (2.713449) في الأجل الطويل وبنسبة معنوية قدرت بـ (0.0076)، و(0.872837) في الأجل القصير وبنسبة معنوية قدرت بـ (0.0002). هذه النتائج تتفق مع النظرية الاقتصادية (فرضية فيشر) والعديد من الدراسات السابقة؛ وهذا ما ينفي صحة الفرضية التي تنص على وجود تأثير سلبي وذو معنوية لمعدل التضخم على أداء سوق عمان للأوراق المالية في الأمدين الطويل والقصير؛
- ✓ وجود تأثير سلبي وذو معنوية للمعروض النقدي على أداء مؤشر القيمة السوقية لسوق عمان المالي في الأجل الطويل، إذ بلغت قيمة معامل (1.050185) وبنسبة معنوية قدرت بـ (0.0450)، بينما في الأجل القصير فلم يكن ذو معنوية إحصائية؛ أي أنه لا يؤثر على أداء مؤشر القيمة السوقية لسوق عمان المالي في الأجل القصير، وهو ما تؤكد نسبة المعنوية المقدرة بـ (0.3672) وهي أكبر من مستوى المعنوية 10%؛ وهذا ما ينفي صحة الفرضية التي تنص على وجود تأثير إيجابي كبير وذو معنوية للمعروض النقدي على أداء سوق عمان المالي في الأجل الطويل من الأثر في الأجل القصير؛
- ✓ وجود تأثير سلبي وذو معنوية لسعر الفائدة على أداء مؤشر القيمة السوقية لسوق عمان المالي في الأجل الطويل، حيث بلغت قيمة معامل (1.126405) وبنسبة معنوية قدرت بـ (0.0101)، في حين لم يكن ذو معنوية إحصائية في الأجل القصير؛ أي أنه لا يؤثر على أداء مؤشر القيمة السوقية لسوق عمان المالي في الأجل القصير، وهو ما تؤكد نسبة المعنوية المقدرة بـ (0.2397) وهي أكبر من مستوى المعنوية 10%؛ وهذا ما يؤكد صحة الفرضية التي تنص على وجود تأثير سلبي وذو معنوية لسعر الفائدة على أداء سوق عمان للأوراق المالية في الأجل الطويل وأثر غير معنوي إحصائيا في الأجل القصير؛
- ✓ وجود تأثير إيجابي وذو معنوية للنمو الاقتصادي على أداء مؤشر القيمة السوقية لسوق عمان المالي في الأجلين الطويل والقصير، إذ بلغت قيمة معامل النمو الاقتصادي (0.639152) في الأجل الطويل وبنسبة معنوية قدرت بـ (0.0694)، و(0.743228) في الأجل القصير وبنسبة معنوية قدرت بـ (0.0016). هذه النتائج تتفق مع النظرية الاقتصادية وبعض الدراسات السابقة؛ وهذا ما يؤكد صحة الفرضية التي تنص على وجود تأثير إيجابي وذو معنوية للنمو الاقتصادي على أداء سوق عمان للأوراق المالية في الأجلين القصير والطويل؛
- ✓ أوضحت نتائج اختبار (**ECM**) أن معامل تصحيح الخطأ بلغ ما قيمته (-1.223687) وهي قيمة كبيرة وبإشارة سالبة وبمستوى معنوية أقل بكثير من (01%)، مما يدل على أن أداء سوق عمان المالي تتعدل قيمته نحو

القيم التوازنية في كل فترة زمنية (سنة) بنسبة (122.3%)، وهذا يعني أنه عندما ينحرف الأداء في المدى القريب في الفترة (t-1) عن قيمته التوازنية، فإنه يتصحح بنسبة (122.3%) في الفترة (t)، إلى أن يصل إلى التوازن في المدى الطويل، كما أبان الاختبار أن معامل التحديد (**R-squared**) جد كافي لتفسير النموذج ((بأكثر من 95%))؛

✓ أثبتت الاختبارات القياسية (**Jarque-Bera, ARCH, LM Test**) أن النموذج خالي تماما من المشاكل القياسية، مما يؤكد صحة وجوده النموذج، كما أظهرت نتائج اختبار استقرارية النموذج (**Stability Test**) عدم وجود أي اختلالات هيكلية في النموذج أي؛ أن هناك استقرار هيكلية في النموذج المقدر وفق منهجية (**ARDL**) على طول فترة الدراسة؛

✓ وفي الأخير نخلص إلى أن متغيرات الاقتصاد الكلي الداخلة في النموذج لها تأثير وبدلالة إحصائية على أداء سوق عمان للأوراق المالية خلال فترة الدراسة؛ وبالتالي فقد تمت الإجابة على الإشكالية المطروحة.

2- اقتراحات وتوصيات: وبناء على النتائج المتوصل إليها وجب علينا تقديم التوصيات التالية:

✓ على متخذي القرار في أي دولة إيلاء المزيد من الاهتمام بالأسواق المالية - خاصة في الدول النامية- حتى تستطيع تحقيق الأهداف المرجوة منها؛ وبالتالي المساهمة في دعم وتطوير التنمية الاقتصادية، وذلك من خلال توفير التمويل اللازم للاستثمارات على مستوى الاقتصاد الكلي؛

✓ ضرورة الاستفادة من تجارب الدول الرائدة في مجال الأسواق المالية والتمويل في تعزيز وتطوير فعالية سوق عمان المالي بما يساهم في الارتقاء بمستويات أدائها؛

✓ مواكبة التقنيات الحديثة الحاصلة في الصناعة المالية العالمية وبما تتمتع به من تكنولوجيا عالية، بغرض تقديم منتجات/ وأدوات مالية مبتكرة ومتنوعة قادرة على تلبية الاحتياجات الفعلية للمستثمرين وبتكاليف منخفضة من قبل الجهات الفاعلة في سوق عمان المالي؛

✓ العمل على توفير المناخ الاستثماري الملائم داخل السوق المالي الأردني من خلال تعزيز النظام الرقابي والإشرافي، تحسين مبادئ الإفصاح والشفافية للشركات المدرجة في البورصة، مع فرض عقوبات مشددة ضد كل من ينشر معلومات مضللة أو يخفي معلومات ضرورية... الخ؛

✓ على صانعي السياسة الاقتصادية بالملكة تحقيق المزيد من الاهتمام بالبيئة الاقتصادية باعتبارها البيئة الحاضنة للسوق المالي؛ من خلال الاستمرار في الإصلاحات الاقتصادية، دعم الإصلاحات التشريعية والتنظيمية، الاستقرار السياسي والاقتصادي... الخ، لتكون في مجموعها المناخ المناسب لتطوير هذا السوق؛

✓ على الحكومة الأردنية القيام بإنشاء مراكز بحثية واستشارية متخصصة داخل سوقها المالي تتيح للمستثمرين الاطلاع على كافة المعلومات المتوفرة عن متغيرات الاقتصاد الكلي وعن الشركات المدرجة في هذه السوق، وكذلك كافة الإجراءات التي تقوم بها الدولة والمتعلقة بالسياسة النقدية؛

- ✓ على المستثمرين في السوق المالي الأردني مراقبة بيئة الاقتصاد الكلي وأخذ متغيراته المؤثرة بعين الاعتبار عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، ذلك أن تسعير الأوراق المالية في بورصة عمان يأخذ بعين الاعتبار المعلومات الواردة حول التغيرات التي تحدث في هذه المتغيرات الاقتصادية؛
 - ✓ في ضوء المساهمة المعترية للنمو الاقتصادي في تطور أداء سوق عمان المالي - كما ورد في النتائج-؛ نقترح على صانعي السياسة النقدية بالملكة استخدام أساليب/ وأدوات تهدف للرفع من معدلات النمو الاقتصادي، مع ضرورة المحافظة على أسعار فائدة منخفضة نسبياً تشجع على الاستثمار من جهة، ومن جهة أخرى لتجنب التأثير العكسي لهذه الأخيرة على المجالات الاستثمارية المختلفة وعلى رأسها سوق الأوراق المالية؛
 - ✓ على البنك المركزي الأردني أن يكون يقظاً أثناء تغيير المعروض النقدي في السوق لأن الزيادة المفرطة في هذا الأخير يمكن أن تؤثر بالسلب على الاستثمار بسبب الآثار التضخمية وبالتالي سوق الأوراق المالية؛
 - ✓ ضرورة الاستفادة من تجارب الدول العربية بصفة عامة والتجربة الأردنية بصفة خاصة في تطوير وتدعيم السوق المالي في الجزائر (البورصة) وتحسين أدائها لما لذلك من أثر إيجابي على التنمية الاقتصادية؛
 - ✓ البحث عن متغيرات أخرى غير متغيرات الاقتصاد الكلي المختارة وإعادة النمذجة القياسية باستخدام أساليب قياسية مختلفة في اقتصاد مختلف وفي فترة زمنية مختلفة من أجل تعزيز نتائج الدراسات السابقة.
- 3- آفاق البحث:** وفي إطار دراستنا لهذا الموضوع، لاحظنا أن هناك العديد من النقاط تصلح أن تكون مساحات بحث وتحليل لأعمال إضافية في هذا المجال. لذا نقترح المواضيع الآتي ذكرها لتكون إشكاليات لدراسات وأبحاث مستقبلية:
- ✓ تقدير العلاقة الديناميكية بين متغيرات السياسة النقدية وأداء سوق عمان المالي على المستوى القطاعي؛
 - ✓ دور السوق الأولية لبورصة عمان في تمويل الاستثمارات في الأردن؛
 - ✓ قياس وتحليل أثر تداول المشتقات المالية على أداء الأسواق المالية العربية: دراسة مقارنة؛
 - ✓ تحديد أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية الإسلامية: بورصة ماليزيا أمودجا؛
 - ✓ إجراء أبحاث تستهدف متغيرات اقتصادية أخرى غير متغيرات الدراسة؛ كالعجز الموازي، مؤشر الإنتاج الصناعي، حجم الاستثمار الأجنبي، أسعار النفط.... الخ، والتي قد يكون لها تأثير على أداء أسواق الأوراق المالية العربية والأجنبية: دراسات مقارنة.

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

أولاً: المراجع باللغة العربية:

أ-الكتب:

- 1-أرشد فؤاد التميمي، (2010)، الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 2-الغالي بن ابراهيم، ومحمد عدنان بن ضيف، (2019)، الأسواق المالية الدولية: تقييم الأسهم والسندات، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة، الجزائر.
- 3-الفكي أحمد أزهرى الطيب، (2017)، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، المملكة الأردنية الهاشمية.
- 4-دريد كامل آل شبيب، (2019)، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن.
- 5-ديما وليد حنا الرضوي، (2015)، الأسواق المالية، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية- جامعة الدول العربية، القاهرة، جمهورية مصر العربية.
- 6-رسمية أحمد أبو موسى، (2005)، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتر للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 7-زهير غراية، وعبد العزيز بن محمد السهلاوي، (2018)، تحليل الأوراق المالية، دار النشر الدولي، المملكة العربية السعودية.
- 8-سليمان موصللي، وعدنان سليمان، (2013)، الأسواق المالية. منشورات جامعة دمشق، جامعة دمشق، سورية.
- 9-شمعون شمعون، (2005)، البورصة: بورصة الجزائر، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، بوزريعة، الجزائر.
- 10-عباس كاظم الدعمي، (2010)، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 11-عبد الغفار حنفي، (2001)، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية.
- 12-عبد الغفار حنفي، (2004)، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية.
- 13-عبد الغفار حنفي، ورسمية قريبا فص، (2003)، أسواق المال: بورصات- مصارف- شركات تأمين- شركات الاستثمار، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية.
- 14-عبد القادر الحمزة، (2010)، أساسيات البورصة، دار الكتاب الحديث، القاهرة.
- 15-عبد القادر السيد متولي، (2010)، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، الأردن.
- 16-عزيزة بن سمينة، (2017)، البورصة والأسواق المالية: دراسة تحليلية، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 17-عصام حسين، (2008)، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 18-فيصل محمود الشواور، (2008)، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعملية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 19-مبارك بن سليمان آل فواز، (2010)، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية:

- 20- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، (2005)، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية.
- 21- محمد عوض عبد الجواد، وعلي ابراهيم الشديفات، (2006)، الاستثمار في البورصة: أسهم- سندات- أوراق مالية. دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 22- محمود محمد الداغر، (2005)، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 23- مختار حميدة، (2013)، الخصخصة عن طريق الأسواق المالية، مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان.
- 24- منير إبراهيم هندي، (2009)، الأوراق المالية وأسواق المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية.
- 25- منير إبراهيم هندي، (2004)، الفكر الحديث في الاستثمار، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية.
- 26- نسرين عبد الحميد نبيه، (2012)، البورصة: ماهيتها- تاريخها- مستقبلها، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية.
- 27- وليد صافي، وأنس البكري، (2009)، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 28- السيدة عبد الفتاح إسماعيل، وعبد الغفار علي حنفي، (2009)، الأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية.
- 29- الطاهر لطرش، (2003)، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
- 30- زياد رمضان، ومروان شموط، (2008)، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات- جامعة القدس المفتوحة، القاهرة، جمهورية مصر العربية.
- 31- ضياء مجيد، (2008)، البورصات: أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية.
- 32- طارق عبد العال حماد، (2000)، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية.
- 33- عبد المجيد المهلمي، (2007)، التحليل الفني للأسواق المالية، شركة البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر.
- 34- فطوم حوحو، (2017)، السياسات الاقتصادية والسوق المالي "سياسات تفعيل السوق المالي": السوق المالي السعودي نموذجاً، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 35- قاسم نايف علوان، (2009)، إدارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان- الأردن.
- 36- محمد مطر، وفايز تيم، (2005)، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 37- معروف هوشيار، (2003)، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 38- إسماعيل أحمد الشناوي، وعبد النعيم مبارك، (2002)، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية.
- 39- أشواق بن قدور، (2013)، تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي، دار الياض للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 40- الطاهر لطرش، (2012)، الاقتصاد النقدي والبنكي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
- 41- أنيسة بن رمضان، (2014)، دراسة اشكالية استغلال الموارد الطبيعية الناضبة وأثرها على النمو الاقتصادي. دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر.

- 42- بن علي بلعزوز، (2017)، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
- 43- جمال جويدان الجمل، (2002)، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 44- جمال داود سلمان الدليمي، (2015)، التنمية الاقتصادية: نظريات وتجارب، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، جامعة الدول العربية، القاهرة، جمهورية مصر العربية.
- 45- حسين بن سالم جابر الزبيدي، (2011)، التضخم والكساد، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان-الأردن.
- 46- حسين بني هاني، (2014)، اقتصاديات النقود والبنوك: المبادئ والأساسيات، دار ومكتبة الكندي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 47- حيدر فاخر عبد الستار، (2002)، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم: منهج الاقتصاد الكلي، دار المريخ للنشر، الرياض- المملكة العربية السعودية.
- 48- رجاء الربيعي، (2013)، دور السياسة المالية والنقدية في معالجة التضخم الركودي، دار آمنة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 49- رشاد العصار، ورياض الحلبي، (2000)، النقود والبنوك، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 50- سمير فخري نعمة، (2011)، العلاقة التبادلية بين سعر الصرف وسعر الفائدة وانعكاسها على ميزان المدفوعات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 51- صفاء عبد الجبار الموسوي، وطه مهدي محمود، (2015)، التضخم الاقتصادي والتنمية السياحية، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 52- عبد الحميد عبد المطلب، (2016)، اقتصاديات سعر الصرف وتخفيض وتعويم العملة وحرب العملات. الدار الجامعية، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية.
- 53- عبد القادر السيد متولي، (2011)، الاقتصاد الدولي- النظرية والسياسات، دار الفكر، عمان، الأردن.
- 54- عبد المنعم السيد علي، ونزار سعد الدين العيسى، (2004)، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 55- فاطمة الزهراء خبازي، (2018)، إدارة السياسة الاقتصادية في ظل ترتيبات سعر الصرف المختلفة، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، الأردن.
- 56- فيصل يونس عبد الزهرة، (2017)، الجامع في التحليل الاقتصادي الكلي، دار دجلة، عمان، الأردن.
- 57- لخلو موسى بوخاري، (2010)، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، مكتبة حسن العصرية، بيروت، لبنان.
- 58- مجدي عبد الفتاح سليمان، (2002)، علاج التضخم والركود الاقتصادي في الإسلام، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة.
- 59- مجيد ضياء، (2005)، اقتصاديات أسواق المال، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية.
- 60- محمد إبراهيم عبد الرحيم، (2014)، اقتصاديات النقود والبنوك، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية.
- 61- محمد أحمد الأفندي، (2018)، الاقتصاد النقدي والمصرفي، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، الأردن.
- 62- محمد أحمد الأفندي، (2012)، مبادئ الاقتصاد الكلي، دار الكتاب الجامعي، صنعاء.

- 63- محمد أحمد بدر الدين، (2017)، استراتيجيات النمو الاقتصادي، مؤسسة طيبة للنشر والتوزيع، القاهرة.
- 64- محمد سعيد السمهوري، (2012)، اقتصاديات النقود والبنوك، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 65- محمد صالح القريشي، (2009)، اقتصاديات النقود والبنوك والمؤسسات المالية، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 66- محمد كمال الحمزاوي، (2004)، سوق الصرف الأجنبي، منشأة المعارف، الاسكندرية.
- 67- مدحت القريشي، (2007)، التنمية الاقتصادية: نظريات وسياسات وموضوعات، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 68- مفيد عبد اللاوي، (2007)، محاضرات في: الاقتصاد النقدي والسياسات النقدية، مطبعة مزوار، الوادي، الجزائر.
- 69- يوسف مسعداوي، (2016)، أساسيات في الأسواق المالية وإدارة المحافظ، منشورات دار الخلدونية، الجزائر.

ب- المجالات والدوريات:

- 1- إلهام يجاوي، (2007)، الجودة كمدخل لتحسين الأداء الإنتاجي للمؤسسات الصناعية الجزائرية -دراسة ميدانية بشركة الإسمنت عين التوتة (باتنة)-، مجلة الباحث، العدد (05)، ص: 151-167.
- 2- بصيري محفوظ، (2016)، المؤشرات الرئيسية لأداء سوق الأوراق المالية وأثرها على التنمية الاقتصادية -دراسة حالة بورصة الجزائر خلال الفترة (2001-2015)، مجلة معارف، المجلد (11)، العدد (21)، ص: 80-94.
- 3- حسين قبالن، (2011)، مؤشرات أسواق الأوراق المالية -دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية-، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد (11)، ص: 91-110.
- 4- راهم لخديري، (2018)، العلاقة بين سيولة وكفاءة سوق الأوراق المالية، حوليات جامعة قلمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، المجلد (11)، العدد (05)، ص: 325-347.
- 5- صالح مفتاح، وفريدة معارفي، (2009)، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، المجلد (07)، العدد (07)، ص: 181-194.
- 6- عقبة خضير، ورضا زهواني، (2019)، اختبار كفاءة سوق الدوحة للأوراق المالية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2013-2017)، مجلة الاقتصاد والتنمية المستدامة، المجلد (02)، العدد (01)، ص: 100-115.
- 7- عبد الكريم المومن، وآخرون، (2021)، أهمية بطاقة الأداء المتوازن في تقييم الأداء الشامل للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة حليب أدرار. *Journal of Economic Growth and Entrepreneurship JEGE*، المجلد (04)، العدد (01)، ص: 171-185.
- 8- محمد براق، وثامر بن صوشة، (2013)، مؤشرات تطور كفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية- دراسات اقتصادية، المجلد (07)، العدد (02)، ص: 88-101.
- 9- محمد مداحي، ومحمد ترقو، (2017)، العلاقة التبادلية بين مؤشرات السوق المالي (الإسلامي والتقليدي) -دراسة قياسية لمؤشري LQ45 و JII ببورصة إندونيسيا، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، المجلد (03)، العدد (01)، ص: 95-116.

- 10- منتظر فاضل البطاط، وتحرير صلال الحميدي، (2017)، تقييم أداء سوق العراق للأوراق المالية ومقارنته مع بعض الأسواق المالية العربية للمدة 2003-2013، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد (12)، العدد (46)، ص ص: 92-103.
- 11- نبيل مهدي الجنابي، (2013)، كفاءة سوق العراق للأوراق المالية والسياسة النقدية: دراسة قياسية للمدة (2006-2012)، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد (15)، العدد (03)، ص ص: 131-157.
- 12- حنان سعدي، ومحمد حشماوي، (2018)، أهمية بناء محفظة الأوراق المالية بالاعتماد على أسلوب التحليل الأساسي، المدبر، العدد (06)، ص ص: 169-186.
- 13- ربيعة عبو، (2022)، استخدام الخرائط البيانية للتحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم - بالتطبيق على سهم سابك وسهم مصرف الراجحي السعودي-، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، المجلد (08)، العدد (02)، ص ص: 95-114.
- 14- أحمد حسين بتال، وسراب عبدالكريم مطر، (2017)، أثر التضخم على عوائد أسهم قطاعات سوق العراق للأوراق المالية: تحليل نموذج الانحدار الذاتي ذو الإبطاء الموزعة للمدة 2005-2015. *IUG Journal of Economics and Business*، المجلد (25)، العدد (02)، ص ص: 96-117.
- 15- الطاهر جليط، (2016)، دراسة قياسية لأثر العرض النقدي على التضخم والنمو الاقتصادي في الجزائر، مجلة البديل الاقتصادي، المجلد (03)، العدد (02)، ص ص: 93-107.
- 16- إلياس الأزهر بن دحان، (2017)، تحليل وقياس اثر التغيرات في المجاميع النقدية على القيمة السوقية لبورصة الأوراق المالية في إطار السببية والتكامل المشترك دراسة حالة بورصة تونس خلال الفترة (2012-2017)، أبحاث اقتصادية وإدارية، المجلد (12)، العدد (02)، ص ص: 41-60.
- 17- أمينة النعماني، وآخرون، (2018)، تقييم مسار العرض النقدي في الجزائر خلال الفترة (2000-2016). *Journal of Economic Growth and Entrepreneurship*، المجلد (01)، العدد (01)، ص ص: 09-17.
- 18- حميد حديد، وآخرون، (2022)، تحليل مكونات العرض النقدي في الاقتصاد الجزائري- المشح النقدي خلال الفترة 2001-2019، مجلة الاقتصاد والمالية (JEF)، المجلد (08)، العدد (01)، ص ص: 167-184.
- 19- دهماني نور الهدى والعايد برينيس شريفة، (2017)، سوق الأوراق المالية ودوره في النمو الاقتصادي - دراسة حالة إندونيسيا والجزائر-، مجلة اقتصاديات المال والأعمال JFBE، ص ص: 115-129.
- 20- رشا حمدوش، (2017)، أثر التضخم على عوائد الأسهم بالتطبيق على سوق دمشق المالية، مجلة جامعة البعث، المجلد (39)، العدد (15)، ص ص: 33-60.
- 21- رياض المومني، ومحمد ملاوي، (2011)، أثر عرض النقود على أداء بورصة عمان: دراسة قياسية (1978-2006)، أبحاث اليرموك "سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية"، ص ص: 1875-1898.
- 22- زهرة دريش، وآخرون، (2019)، دراسة قياسية لأثر تقلبات سعر الصرف على الأسواق المالية -ماليزيا (2013-2019) نموذجاً-، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، المجلد (06)، العدد (02)، ص ص: 233-248.
- 23- سعيد حسين عيادة، (2015)، أثر تحرير سعر الفائدة في السياسة النقدية للبنك المركزي العراقي، مجلة الإدارة والاقتصاد، المجلد (38)، العدد (104)، ص ص: 52-71.

- 24- عبد القادر بسبع، (2015)، أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأسهم السعودي للفترة (2005-2013) باستخدام اختبار التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ (ECM)، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد (10)، العدد (10)، ص ص: 150-174.
- 25- عز الدين نايف عنانزه، وعاطف عيسى بطارسه، (2017)، العلاقة ما بين متغيرات الاقتصاد الكلي وعوائد مؤشر سوق عمان المالي، المجلة العربية للإدارة، المجلد (37)، العدد (02)، ص ص: 91-109.
- 26- أمينة بودريوة، وعبد الحكيم سعيح، (2019)، أثر بعض متغيرات الاقتصاد الكلي على المؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة الدار البيضاء المغربية، مجلة الباحث، المجلد (19)، العدد (01)، ص ص: 313-324.
- 27- خالد لافي النيف، (2018)، العلاقة الديناميكية بين متغيرات الاقتصاد الكلي والمؤشر العام لبورصة عمان للأوراق المالية، المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية، المجلد (05)، العدد (02)، ص ص: 127-149.
- 28- عبد القادر بسبع، (2019)، أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأسهم الإسلامية: دراسة حالة مؤشر فاينانشال تايمز الإسلامي لبورصة ماليزيا، مجلة الباحث، المجلد (19)، العدد (01)، ص ص: 105-120.
- 29- مصطفى هاجين مردان، (2020)، أثر بعض متغيرات الاقتصاد الكلي في المؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (2005-2018): دراسة تطبيقية، المجلة الأكاديمية لجامعة نوروز، المجلد (09)، العدد (04)، ص ص: 105-116.
- 30- صالح سراي، وحسين بلعجوز، (2014)، دراسة أثر النمو الاقتصادي على القيمة السوقية ومؤشرات التداول في سوق عمان المالي للفترة (1990-2013)، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية- دراسات اقتصادية، المجلد (08)، العدد (01)، ص ص: 72-87.
- 31- محمد براق، وعبد الحميد حفيظ، (2016)، أثر متغيرات السياسة النقدية على أسعار الأسهم في سوق مسقط للأوراق المالية، مجلة معارف، المجلد (10)، العدد (20)، ص ص: 10-24.
- 32- محمود صالح عطية، (2012)، تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق العراق، مجلة ديالي، العدد (54)، ص ص: 01-35.
- 33- مليك محمودي، ويوسف بركان، (2016)، محددات النمو الاقتصادي في الجزائر دراسة قياسية تحليلية للفترة (1990-2014)، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، المجلد (07)، العدد (07)، ص ص: 260-274.
- 34- أمين حواس، وفاطمة الزهراء زرواط، (بدون تاريخ)، واردات السلع الرأسمالية و النمو الاقتصادي في الصين: منهجية ARDL، ص ص: 209-230.
- 35- حكيم خلفاوي، ومحمد عوامر، (2019)، تقدير العلاقة الديناميكية بين السياسة المالية والبطالة في الجزائر باستخدام نماذج الفجوات الزمنية المتباطئة (ARDL)، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد (10)، العدد (01)، ص ص: 117-135.
- 36- علي بوعبد الله، وشريف بوقصبة، (2018)، أثر تقلبات أسعار النفط على النمو الاقتصادي في الأجل الطويل بالجزائر باستخدام مقارنة (ARDL) للفترة (1983-2016)، مجلة الباحث، المجلد (18)، العدد (01)، ص ص: 121-134.
- 37- عماد الدين أحمد المصباح، (2006)، محددات التضخم في سورية خلال الفترة (1970-2004)، مجلة العلوم الاجتماعية، المجلد (34)، العدد (04)، ص ص: 45-71.

38- نسيمة جلولي، ومحمد مقران، (2019)، منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL كأحد تطبيقات القياس الاقتصادي (دراسة تطبيقية على برمجية Eviews V.10)، *الملتقى الوطني الثاني حول تطبيقات القياس الاقتصادي والنمذجة المالية، المركز الجامعي بلحاج بوشعيب عين تموشنت، الجزائر.*

39- فارس فضيل، ومحمد ساحل، (2009)، تفسير سعر الفائدة والعوامل المحددة له في ضوء الفكر الاقتصادي الحديث، *الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية: النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بخميس مليانة، الجزائر.*

ت-الرسائل والأطروحات الجامعية:

- 1-آمنة لعصامي، (2021)،** تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشرات الأسواق المالية العربية دراسة حالة السوق المالية السعودية وبورصة عمان خلال الفترة (2000-2018)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس - سطيف 1، الجزائر.
- 2- بن اعمر بن حاسين، (2013)،** فعالية الأسواق المالية في الدول النامية- دراسة قياسية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد- تلمسان، الجزائر.
- 3- جمال معتوق، (27 أبريل، 2016)،** إدارة المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية - دراسة مقارنة بين سوقين ماليين -، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف- المسيلة، الجزائر.
- 4- جهرة شنافة، (2018)،** أثر سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي -دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1980-2016)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف -1، الجزائر.
- 5- حسام مسعودي، (20 ديسمبر، 2012)،** واقع التداول الإلكتروني في السوق المالية السعودية خلال الفترة 2000-2009، رسالة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح- ورقلة، الجزائر.
- 6- حليلة عطية، (2015)،** دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة: (2008-2013)، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر- بسكرة، الجزائر.
- 7- حيدر حسين أحمد محمد آل طعمة، (2007)،** تحليل العوامل المؤثرة في أداء سوق الأوراق المالية (مصر حالة دراسية) للمدة (1991-2005)، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق.
- 8- خيرة الداوي، (2012)،** تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية ما بين الفترة 2005-2009، رسالة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح- ورقلة، الجزائر.
- 9- رشيد بوكساني، (2006)،** معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر.

- 10- سليم قط، (2016)،** مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية -دراسة مقارنة-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر - بسكرة، الجزائر .
- 11- صالح سراي، (2017)،** دراسة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية -دراسة عينة من أسواق رأس المال العربية المغرب، الأردن، مصر-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف- المسيلة، الجزائر.
- 12- عادل بوجمان، (2015)،** تأهيل الموارد البشرية لتحسين أداء المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة : مؤسسة صناعة الكوابل - فرع جنرال كابل- بسكرة، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر - بسكرة -، الجزائر .
- 13- علي بوعبد الله، (2014)،** أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر - بسكرة، الجزائر.
- 14- عمر تيمجغدين، (2013)،** دور إستراتيجية التنوع في تحسين أداء المؤسسة الصناعية -دراسة حالة مؤسسة كوندور (برج بوغريج)-، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر - بسكرة، الجزائر.
- 15- محمد الهاشمي حجاج، (23 ماي، 2012)،** أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009، رسالة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح- ورقلة، الجزائر.
- 16- مسعودة بن لخضر، (2015)،** عقود الخيار ودورها في التقليل من مخاطر أسواق رأس المال دراسة تطبيقية على بورصة باريس للفترة 2009-2014، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر - بسكرة، الجزائر .
- 17- منير عوادي، (2015)،** دور سوق الأوراق المالية في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة مجمع صيدال الفترة (2010 ، 2013)، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر - بسكرة، الجزائر.
- 18- أحمد عبد الله الفريح، (2018)،** موقع التحليل الفني ضمن عملية اتخاذ قرار الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر.
- 19- حياة زيد، (2015)،** دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن، السعودية، وفلسطين)، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر - بسكرة، الجزائر.
- 20- خضير عقبه، (2020)،** أهمية التحليل الفني والأساسي في تحديد القرار الإستثماري للأسهم في سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة (2017-2014)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر - بسكرة، الجزائر .

- 21-** خولة مناصريه، (2016)، أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية -دراسة حالة الأردن خلال الفترة (1990-2014)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر - بسكرة، الجزائر .
- 22-** سمية بلجيلية، (2010)، أثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996-2006، رسالة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري- قسنطينة، الجزائر.
- 23-** سميحة بن محياوي، (2015)، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر - بسكرة، الجزائر.
- 24-** بدر شحدة سعيد حمدان، (01 جويلية، 2012)، تحليل مصادر النمو في الاقتصاد الفلسطيني (1995-2010)، رسالة ماجستير في الاقتصاد، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، جامعة الأزهر- غزة، فلسطين.
- 25-** سامر منصور، (23 ديسمبر، 2014)، تقلبات أسعار الفائدة وآثارها في معدلات النمو الاقتصادي -دراسة مقارنة بين سورية وتونس-، رسالة ماجستير في العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد، جامعة حلب، الجمهورية العربية السورية.
- 26-** عادل زقير، (2015)، أثر تطور الجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي: - دراسة قياسية لحالة الجزائر خلال الفترة (1998-2012)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر - بسكرة، الجزائر .
- 27-** آيات حسين علي الخفاجي، (2016)، أثر بعض المتغيرات النقدية على أداء الأسواق المالية -الولايات المتحدة الأمريكية والصين للمدة 2003-2014، رسالة ماجستير في العلوم المالية والمصرفية، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، العراق.
- 28-** لخضر بن فليس، (20 جانفي، 2014)، أثر سعر الفائدة على المتغيرات الاقتصادية في الجزائر خلال الفترة (1990-2011) -دراسة قياسية تحليلية-، رسالة ماجستير في العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة المسيلة، الجزائر .
- 29-** لونيس إكن، (2011)، السياسة النقدية ودورها في ضبط العرض النقدي في الجزائر خلال الفترة (2000-2009)، رسالة ماجستير في علوم الاقتصاد، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر.
- 30-** نصر الدين بوعمامة، (ماي، 2017)، محددات العرض النقدي وسبل التحكم فيه - مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر.
- 31-** ياسين عبد الله، (25 جوان، 2014)، دور سياسة سعر الصرف في الرفع من فعالية السياسة النقدية- دراسة حالة الجزائر، رسالة ماجستير في الاقتصاد، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة وهران، الجزائر .
- 32-** عمير حمه، (2019)، النفقات العامة وأثرها على النمو الاقتصادي في ظل الإصلاحات الاقتصادية الراهنة حالة الجزائر -دراسة قياسية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار - عنابة، الجزائر .

ث-التقارير:

1-التقرير السنوي لبورصة عمان، (2014).

2-التقرير السنوي لبورصة عمان، (2020).

ج-المواقع الإلكترونية:

1-يوسف مسعداوي، (13 04, 2018)، "ماهية ومفهوم كفاءة الأسواق المالية"، تاريخ الاسترداد 13 06,

2021، من المرجع الإلكتروني للمعلوماتية: <https://almerja.com/reading.php?idm=99175>

2- "التحليل الفني والأساسي بين العلم والوهم.. مزايا وعيوب"، (16 02, 2008)، تاريخ الاسترداد 07 12,

2022، من منتديات ستار تايمز: <https://www.startimes.com/f.aspx?t=8330283>

3- "أيهما أفضل .. التحليل الفني أم الأساسي؟"، (20 08, 2019)، تاريخ الاسترداد 07 12, 2022، من

أرقام: <https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/553807>

4-"العوامل المؤثرة في عرض النقود"، (00 01, 2012). تاريخ الاسترداد 05 04, 2022، من عرض النقد-
ويكيبيديا:

https://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%B9%D8%B1%D8%B6_%D8%A7%D9%84%D9%86%D9%82%D8%AF#%D8%A7%D9%84%D8%B9%D9%88%D8%A7%D9%85%D9%84_%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A4%D8%AB%D8%B1%D8%A9_%D9%81%D9%8A_%D8%B9%D8%B1%D8%B6_%D8%A7%D9%84%D9%86%D9%82%D9%88%D8%AF

5-sally، (25 02, 2022)، "تعريف سعر الفائدة وأهم أنواعها"، تاريخ الاسترداد 12 07, 2022، من تجارنتا:

<https://tijaratuna.com/%D8%AA%D8%B9%D8%B1%D9%8A%D9%81-%D8%B3%D8%B9%D8%B1-%D8%A7%D9%84%D9%81%D8%A7%D8%A6%D8%AF%D8%A9-%D9%88%D8%A3%D9%87%D9%85-%D8%A3%D9%86%D9%88%D8%A7%D8%B9%D9%87%D8%A7>

6-آلاء عيد، (05 07, 2022)، "تعريف سعر الفائدة"، تاريخ الاسترداد 12 07, 2022، من موضوع:

https://mawdoo3.com/%D8%AA%D8%B9%D8%B1%D9%8A%D9%81_%D8%B3%D8%B9%D8%B1_%D8%A7%D9%84%D9%81%D8%A7%D8%A6%D8%AF%D8%A9

7-علي غازي، (بدون تاريخ). "طرق تحديد أسعار الأوراق المالية"، تاريخ الاسترداد 17 07, 2021، من

<http://www.manaratweb.com>

8-علي حسن، (08 03, 2021)، "ما هو سعر الفائدة"، تاريخ الاسترداد 12 07, 2022، من موسوعة أراجيك

AraGeek: [https://www.arageek.com/l/%D9%85%D8%A7-%D9%87%D9%88-](https://www.arageek.com/l/%D9%85%D8%A7-%D9%87%D9%88-%D8%B3%D8%B9%D8%B1-%D8%A7%D9%84%D9%81%D8%A7%D8%A6%D8%AF%D8%A9)

[-D8%B3%D8%B9%D8%B1-%D8%A7%D9%84%D9%81%D8%A7%D8%A6%D8%AF%D8%A9](https://www.arageek.com/l/%D9%85%D8%A7-%D9%87%D9%88-%D8%B3%D8%B9%D8%B1-%D8%A7%D9%84%D9%81%D8%A7%D8%A6%D8%AF%D8%A9)

9- "اقتصاد الأردن"، (بدون تاريخ)، تاريخ الاسترداد 29 07, 2022، من ويكيبيديا، الموسوعة الحرة:

https://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%A7%D9%82%D8%AA%D8%B5%D8%A7%D8%AF_%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8%B1%D8%AF%D9%86

10- "الأردن #الاقتصاد"، (بدون تاريخ)، تاريخ الاسترداد 29 07, 2022، من ويكيبيديا الموسوعة الحرة:

<https://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8%B1%D8%A7%D9%86>

- 11- "الاقتصاد في الأردن"، (07 12, 2021)، تاريخ الاسترداد 30 07, 2022، من Fanack.com: [/https://fanack.com/ar/jordan/economy-of-jordan](https://fanack.com/ar/jordan/economy-of-jordan)
- 12- "التحليل الاقتصادي وفوائده"، (بدون تاريخ)، تاريخ الاسترداد 31 07, 2022، من أكاديمية BTS: https://www.bts-academy.com/en/blog_det.php?page=201
 title=%D8%A7%D9%84%D8%AA%D8%AD%D9%84%D9%8A%D9%84_%D8%A7%D9%84%D8%A7%D9%82%D8%AA%D8%B5%D8%A7%D8%AF%D9%8A_%D9%88%D9%81%D9%88%D8%A7%D8%A6%D8%AF%D9%87%C2%A0C2%A0
- 13- "المؤشرات الرئيسية"، (بدون تاريخ)، تاريخ الاسترداد 27 07, 2022، من بورصة عمان: <http://194.165.151.89/ar/print/pdf/node/48>
- 14- "النظام الداخلي للرسوم والبدلات والعمولات"، (بدون تاريخ)، تاريخ الاسترداد 01 08, 2022، من بورصة عمان: <http://194.165.151.89/ar/Legislation/Laws/alnzam-aldakhly-llrswm-walbdlat-walmwlat>
- 15- "أهم ملامح نظام التداول الإلكتروني NSC V900 المطبق في بورصة عمان"، (بدون تاريخ)، تاريخ الاسترداد 26 09, 2022، من بورصة عمان: <https://beta.exchange.jo/sites/default/files/2018-10/BrokersDocument.pdf>
- 16- "طريقة الاحساس"، (بدون تاريخ)، تاريخ الاسترداد 27 07, 2022، من بورصة عمان: <http://194.165.151.89/ar/asar-alswq/mwshrat/tryqt-alahtsab>
- 17- "عمولات التداول"، (بدون تاريخ)، تاريخ الاسترداد 01 08, 2022، من بورصة عمان: <http://194.165.151.89/ar/almntjat-w-alkhdm/khdm-aldawl/mwlat-aldawl>
- 18- "مجلس المفوضين"، (بدون تاريخ). تاريخ الاسترداد 26 09, 2022، من هيئة الأوراق المالية: https://www.jsc.gov.jo/page/ar/board_of_commissioners
- 19- "مركز إيداع الأوراق المالية - لجنة تعريفية"، (بدون تاريخ). تاريخ الاسترداد 23 07, 2022، من مركز إيداع الأوراق المالية: <https://www.sdc.com.jo/arabic/images/stories/pdf/arabic-overview.pdf>
- 20- "معلومات عن المملكة الأردنية الهاشمية"، (بدون تاريخ)، تاريخ الاسترداد 29 07, 2022، من الجمعية الجغرافية الأردنية: <http://jgs-jo.net/%D9%85%D8%B9%D9%84%D9%88%D9%85%D8%A7%D8%AA-%D8%B9%D9%86-%D8%A7%D9%84%D9%85%D9%85%D9%84%D9%83%D8%A9-%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8%B1%D8%AF%D9%86%D9%8A%D8%A9-%D8%A7%D9%84%D9%87%D8%A7%D8%B4%D9%85%D9%8A%D8%A9>
- 21- "مؤسسات سوق رأس المال"، (بدون تاريخ). تاريخ الاسترداد 26 09, 2022، من هيئة الأوراق المالية: https://www.jsc.gov.jo/page/ar/capital_market_institutions
- 22- إحسان جواد كاظم. (08 06, 2020). "التحليل الاقتصادي طبيعته واساليبه وفوائده". تاريخ الاسترداد 31 07, 2022، من منصة أريد: <https://portal.arid.my/ar-LY/Posts/Details/81da3e12-39e8-49e3-a0a1-10d342e7e462?t=%D8%A7%D9%84%D8%AA%D8%AD%D9%84%D9%8A%D9%84-%D8%A7%D9%84%D8%A7%D9%82%D8%AA%D8%B5%D8%A7%D8%AF%D9%8A-%D8%B7%D8%A8%D9%8A%D8%B9%D8%AA%D9%87-%D9%88%D8%A7%D8%B3%D8%A7%D9%84%D9%8A%D>

23- أحمد عزت محمود المتولي، (16، 12، 2021)، "أثر التحليل الاقتصادي في التأثير على سوق الأوراق المالية المصرية ضمن متطلبات اجتياز مقرر اقتصاديات التمويل"، تاريخ الاسترداد 31 07، 2022، من المركز الديمقراطي العربي

للدراسات الاستراتيجية، الاقتصادية والسياسية: <https://democraticac.de/?p=79222>

24- خالد الوزني، (2012)، "المقاربات الأساسية في الاقتصاد الأردني"، تاريخ الاسترداد 30 07، 2022، من مركز "الرأي" للدراسات:

ID=689&https://www.alraicenter.com/User_Site/Site/View_Article.asp?type=2
25- رجاء كموني، ونانسي الهندي، (بدون تاريخ)، "توقع تحسناً تدريجياً في الاقتصاد الأردني"، تاريخ الاسترداد 30 07، 2022، من اتحاد المصارف العربية:

<https://uabonline.org/ar/%D8%AA%D9%88%D9%82%D9%91%D8%B9-%D8%AA%D8%AD%D8%B3%D9%86%D8%A7%D9%8B-%D8%AA%D8%AF%D8%B1%D9%8A%D8%AC%D9%8A%D8%A7%D9%8B-%D9%81%D9%8A-%D8%A7%D9%84%D8%A7%D9%82%D8%AA%D8%B5%D8%A7%D8%AF-%D8%A7%D9%84%D8%A3>

26- محمد مروان، (18، 09، 2022)، "معلومات عامة عن الأردن"، تاريخ الاسترداد 25 09، 2022، من موضوع:

https://mawdoo3.com/%D9%85%D8%B9%D9%84%D9%88%D9%85%D8%A7%D8%AA_%D8%B9%D8%A7%D9%85%D8%A9_%D8%B9%D9%86_%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8%B1%D8%AF%D9%86

27- وعد المشهداني، (27، 04، 2008)، "السياسة المالية والإصلاحات الهيكلية"، تاريخ الاسترداد 25 09، 2022، من مؤسسة الحوار المتمدن: <https://www.ahewar.org/debat/show.art.asp?aid=132693>

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية:

a-Books:

1-DARŠKUVIENĖ, V, (2010), *Financial Markets*, Lifelong Learning Programme, Educations and culture DG.

2-Madura, J, (2015), *Financial Markets and Institutions*, Canada: Cengage Learning.

3-Bailey, R. E, (2005), *The Economics of Financial Markets*, Cambridge University Press, New York, USA.

4-Luc BERNET, R, (2008), *Principes de technique bancaire* (éd. 21ème edit), dunod, Paris.

5-central board of secondary education, (2007), *Introduction to financial market (PART-1)- CLASS XI*, The Secretary, central board of secondary education , Preet Vihar, Delhi-110092, india.

6-Levinson, M, (2005), *GUIDE TO FINANCIAL MARKETS*, Profile Books Ltd, London.

7-Douglas, C., & Ian, I, (2017), *Principles of MACROECONOMICS*, Lyryx with Open Texts.

8-E. Wayne, N, (2006), *economic development* (éd. fourth edition), new york, Cambridge University Press, USA.

9-NEVA, G., JONATHAN, H., JULIE A, N., BRIAN, R., & MARIANO, T, (2015), *principles of economics in context*, routledge, new york, USA.

10-GREENLAW, S. A., & SHAPIRO, D, (2011), *Principles of Macroeconomics 2e*, OpenStax, Rice University, Houston, Texas.

b-Articles:

1-A. K., G., & JOSHI, P. (2017). THE IMPACT OF MACROECONOMIC INDICATORS ON INDIAN STOCK PRICES: AN EMPIRICAL ANALYSIS. *Studies in Business and Economics* , 12 (01), 61-78.

2-Aisyah, A. R., Mohd Sidek, N. Z., & Fauziah, H. T. (2009). Macroeconomic determinants of Malaysian stock market. *African Journal of Business Management* , 03 (03), 95-106.

3-D., R., & Gay, J. (2016). Effect Of Macroeconomic Variables On Stock Market Returns For Four Emerging Economies: Brazil, Russia, India, And China. *International Business & Economics Research Journal* , 15 (03), 119-126.

4-Elly, O. D., & Oriwo, A. E. (2012). The Relationship Between Macro Economic Variables And Stock Market Performance In Kenya. *DBA Africa Management Review* , 03 (01), 38-49.

5-Golam, M., Ullah, W., Islam, A., Alam, M. S., & Khan, M. K. (2017). EFFECT OF MACROECONOMIC VARIABLES ON STOCK MARKET PERFORMANCE OF SAARC COUNTRIES. *Asian Economic and Financial Review* , 07 (08), 770-779.

6-Isaac John, E. (2018). Macroeconomic Determinants of Stock Market Performance in Nigeria: An Econometric Approach. *Indonesian Journal of Applied Business and Economic Research* , 01 (01), 47-58.

7-Khan, J., & Khan, I. (2018). The Impact of Macroeconomic Variables on Stock Prices: A Case Study of Karachi Stock Exchange. *Journal of Economics and Sustainable Development* , 09 (13), 15-25.

8-Mehwish, Z. (2013). Determinants of Stock Market Performance in Pakistan. *INTERDISCIPLINARY JOURNAL OF CONTEMPORARY RESEARCH IN BUSINESS* , 04 (09), 1017-1026.

9-NEIFAR, M., & al, e. (2021). The impact of macroeconomic variables on Stock market in United Kingdom. *MPRA Paper* , 25 (106246), 01-21.

10-Victor, O.-N., & Kuwornu, J. K. (2011). Analyzing the effect of macroeconomic variables on stock market returns: Evidence from Ghana. *Journal of Economics and International Finance* , 03 (11), 605-615.

11-Wan Lee, J., & Tantatape, B. (2018). An Exploration of Dynamical Relationships between Macroeconomic Variables and Stock Prices in Korea. *Journal of Asian Finance, Economics and Business* , 05 (03), 7-17.

12-Winful, C. E., Sarpong, D. J., & Kofi, S. A. (2016). Macroeconomic variables and stock market performance of emerging countries. *Journal of Economics and International Finance* , 08 (07), 106-126.

13-Ariwa, F. O., Ani, O. I., Onyele, K. O., Ekeleme, I. J., & Okwuchukwu, O. (2017). Impact of Stock Market Liquidity and Efficiency on Performance of the Manufacturing Sector in Nigeria (1985-2014). *International Journal of Economics and Financial Management* , 02 (01), 71-82.

14-Kemboi, J. K., & Tarus, D. K. (2012). Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in Emerging Markets: Evidence from Kenya. *Research Journal of Finance and Accounting* , 03 (05), 57-69.

15-Duc, H. V., Son, V. H., Anh, T. V., & Dao, T.-T. H. (2019). The Importance of the Financial Derivatives Markets to Economic Development in the World's Four Major Economies. *Journale of Risk and Financial Management* , 12 (35), 01-18.

- 16-**Elbially, B. A. (2019). The Effect of Using Technical and Fundamental Analysis on the Effectiveness of Investment Decisions of Traders on the Egyptian Stock Exchange. *International Journal of Applied Engineering Research* , 14 (24), 4492-4501.
- 17-**SOKPO, J. T., IOREMBER, P. T., & USAR, T. (2018). INFLATION AND STOCK MARKET RETURNS VOLATILITY: EVIDENCE FROM THE NIGERIAN STOCK EXCHANGE 1995Q1-2016Q4: AN E-GARCH APPROACH. *MPRA Paper* , 13 (85656), 01-19.
- 18-**Wafi, A. S., Hassan, H., & Mabrouk, A. (2015). Fundamental Analysis Vs Technical Analysis in The Egyptian Stock Exchange – Empirical Study. *International Journal of Business and Management Study – IJBMS* , 02 (02), 212-218.
- 19-**Al-Abbadi, H. A., & Abdul-Khaliq, S. (2017). The Relationship between Inflation and Stock Market Performance in Jordan. *European Journal of Business and Management* , 09 (29), 142-150.
- 20-**Al-Mukit, D. M. (2013). The Effects of Interest Rates Volatility on Stock Returns: Evidence from Bangladesh. *Global Business and Management Research: An International Journal* , 03 (03), 269-279.
- 21-**AL-Naif, K. L. (2017). The Relationship Between Interest Rate and Stock Market Index: Empirical Evidence from Arabian Countries. *Research Journal of Finance and Accounting* , 08 (04), 181-191.
- 22-**Awadzie, D. M., & Garr, D. K. (2020). The Effect of Inflation on Capital Market Performance in Ghana. *International Journal of Economic and Business Management* , 08 (05), 47-53.
- 23-**Bouabdallah, A., & Bouguesba, C. (2021). The Impact of Interest Rates on The Stock Market Performance: Amman Stock Market Case Study Using ARDL Approach During The Period1990-2018. *Roa Iktissadia Review* , 11 (01), 765-776.
- 24-**Charles, K., & Richard, K. A. (2018). A Study of the Effect of Inflation and Exchange Rate on Stock Market Returns in Ghana. *International Journal of Mathematics and Mathematical Sciences* , 01-08.
- 25-**Demir, C. (2019). Macroeconomic Determinants of Stock Market Fluctuations: The Case of BIST-100. *Economies* , 07 (08), 01-14.
- 26-**El-Nader, H. M., & Alraimony, A. D. (2012). The Impact of Macroeconomic Factors on Amman Stock Market Returns. *International Journal of Economics and Finance* , 04 (12), 202-213.
- 27-**Enock, N., & Elly, D. (2017). The Relationship between Stock Market Performance and Economic Growth In the East African Community. *African development finance journal* , 01 (01), 110-132.
- 28-**Gbenga, F. B., & Tajudeen, I. A. (2020). Inflation and Capital Market Performance in Nigeria: Canonical Cointegrating Regression Analysis. *United International Journal for Research & Technology (UIJRT)* , 02 (01), 35-42.
- 29-**Hamdan, A. (2014). Impact of Interest Rate on Stock Market; Evidence from Pakistani Market. *Journal of Business and Management* , 16 (01), 64-69.
- 30-**Hamidon, M. S., Roseziahazni, A. G., Azmin, N. A., & Abu Samah, A. R. (2018). The Macroeconomic Determinants of Stock Market Performance: Evidence from Asean-5 countries. *Terengganu International Business and Economics Conference* , 146-153.
- 31-**Khan, M. K. (2019). Impact of Exchange Rate on Stock Returns in Shenzhen Stock Exchange: Analysis Through ARDL Approach. *International Journal of Economics and Management* , 01 (02), 15 - 26.
- 32-**Musembi, M. M., Simiyu, E., & Njoka, C. (2020). Effect of inflation on Performance of Equity Market in Nairobi Securities Exchange, Kenya. *International Journal of Management and Commerce Innovations* , 08 (01), 448-471.

- 33-**Philomena, K., & Prince, F. (2016). The Effects of Exchange Rates Movements on Stock Market Capitalisation in Ghana. *Journal of Applied Economics and Business Research* , 06 (04), 312-327.
- 34-**Sahu, T. N., & Pandey, K. D. (2020). Money Supply and Equity Price Movements During the Liberalized Period in India. *Global Business Review* , 21 (01), 108–123.
- 35-**Suriani, S., Kumar, M. D., Farhan, J., & Muneer, S. (2015). Impact of Exchange Rate on Stock Market. *International Journal of Economics and Financial Issues* , 05 (Special Issue), 385-388.
- 36-**Teitey, E. (2019). Analysis of the Effect of Interest Rate on Stock Prices: A Case Study of Ghana Stock Exchange. *International Journal of Economics, Finance and Management Sciences* , 01-13.
- 37-**TEKIN, B., & YENER, E. (2019). The causality between economic growth and stock market in developing and developed countries:Toda-Yamamoto approach. *Theoretical and Applied Economics* , 02 (619), 79-90.
- 38-**Vladimír, P. (2017). EFFECT OF MONEY SUPPLY ON THE STOCK MARKET. *ACTA UNIVERSITATIS AGRICULTURAE ET SILVICULTURAE MENDELIANAE BRUNENSIS* , 65 (02), 465-472.

c-Site Web:

- 1-**"*Economic Development vs. Economic Growth*". (no date). Consulté le 01 28, 2022, sur Diffen: https://www.diffen.com/difference/Economic_Development_vs_Economic_Growth
- 2-**"*Financial Markets*". (no date). Consulté le 11 23, 2022, sur Office of the Comptroller of the Currency (OCC): <https://www.occ.treas.gov/topics/supervision-and-examination/capital-markets/financial-markets/index-financial-markets.html#:~:text=Financial%20Markets%20include%20any%20place,who%20have%20capital%20to%20invest>.
- 3-**THE INVESTOPEDIA, T. (2022, 02 07). "*Money Supply Definition: Types and How It Affects the Economy*". Consulté le 06 06, 2022, sur INVESTOPEDIA: <https://www.investopedia.com/terms/m/moneysupply.asp>

الملاحق

الوحدة: مليون دينار / نسبة مئوية / نقطة

السنوات	القيمة السوقية (م, دينار)	القيمة السوقية (%)	عدد الشركات	حجم التداول (م, دينار)	معدل الدوران (%)	المؤشر العام (نقطة)
1990	1,293,2	16,48	/	268,9	33,4	804,3
1991	1,707,1	21,36	/	302,8	37,8	1000
1992	2,295,6	24,21	/	887	86,2	1299
1993	3,463,9	34,91	101	968,6	51,1	1585
1994	3,409,3	32,73	95	495,1	25,9	1436
1995	3,495,4	31,6	126	419	21	1591,7
1996	3,461,2	30,65	132	248,6	17,7	1534,6
1997	3,862,0	33,11	139	355,2	17,8	1692,4
1998	4,156,6	73,6	150	464,4	18,6	1701,3
1999	4,137,7	72,3	151	389,4	19,1	1673,5
2000	3,509,6	58,4	163	334,7	11,3	1330,5
2001	4,476,4	71,5	161	668,7	19,9	1727,2
2002	5,029,0	80,4	158	950,3	26,5	1700,2
2003	7,772,8	116,8	161	1,855,2	49,1	2614,5
2004	13,033,8	184,7	192	3,793,2	58,2	4245,6
2005	26,667,1	326,6	201	16,871,1	94,1	8191,5
2006	21,078,2	233,9	227	14,209,9	101,1	5518,1
2007	29,214,2	289	245	12,348,1	91,2	7519,3
2008	25,406,3	226,3	262	20,318,0	91,5	6243,1
2009	22,526,9	149,6	272	9,665,3	91,3	5520,1
2010	21,858,2	122,7	277	6,690,0	102,2	5318
2011	19,272,8	102,7	247	2,850,3	58,2	4648,4
2012	19,141,5	93,5	243	1,978,8	33,9	4593,9
2013	18,233,5	83	240	3,027,3	38	4336,7
2014	18,082,6	75,8	236	2,263,4	32,8	4237,6
2015	17,984,7	70,7	228	3,417,1	37,3	4229,9
2016	17,339,4	65	224	2,329,5	27,2	4069,7
2017	16,962,6	61,8	194	2,926,2	25,7	4009,4
2018	16,122,7	56,7	195	2,319,3	18,8	3797,1
2019	14,914,8	49,7	191	1,585,4	18,2	3513,8
2020	12,907,8	41,5	179	1,048,8	17,3	3049,6

الملحق رقم (02): متغيرات الاقتصاد الكلي في الأردن خلال الفترة (1990-2020)

الوحدة: دينار/ دولار، نسبة مئوية (%)

السنوات	معدل التضخم (%)	سعر الفائدة (%)	سعر الصرف الرسمي (دينار/ دولار)	معدل النمو الاقتصادي (%)	المعروض النقدي (%)
1990	16,19	8,15	0,66	0,97	126,96
1991	8,16	8,13	0,68	1,82	137,23
1992	4	7,2	0,68	18,66	114,47
1993	3,32	6,88	0,69	4,63	111,28
1994	3,52	7,09	0,7	4,99	102,49
1995	2,35	7,68	0,7	6,19	100,18
1996	6,5	8,5	0,71	2,09	95,3
1997	3,04	9,11	0,71	3,31	98,07
1998	3,09	8,21	0,71	2,99	95,48
1999	0,61	8,3	0,71	3,41	107,07
2000	0,67	6,97	0,71	4,25	111
2001	1,77	5,81	0,71	5,27	113,11
2002	1,83	4,43	0,71	5,78	115,04
2003	1,63	3,14	0,71	4,16	126,09
2004	3,36	2,49	0,71	8,57	124,44
2005	3,49	2,91	0,71	8,15	136,96
2006	6,25	4,62	0,71	8,09	129,21
2007	4,74	5,45	0,71	8,18	127,83
2008	13,97	5,46	0,71	7,23	120,42
2009	-0,74	4,94	0,71	5,48	138
2010	4,85	3,53	0,71	2,31	135,87
2011	4,16	3,4	0,71	2,59	127,85
2012	4,52	3,77	0,71	2,65	116,75
2013	4,82	4,85	0,71	2,83	122,74
2014	2,9	4,52	0,71	3,1	110,3
2015	-0,88	3,5	0,71	2,39	113,27
2016	-0,78	3,03	0,71	2	114,71
2017	3,32	3,43	0,71	2,12	110,4
2018	4,46	4,38	0,71	1,94	106,59
2019	0,76	4,93	0,71	2	108,18
2020	0,33	4,08	0,71	0,12	114,51

المصدر:

البنك الدولي: <http://data.albankaldawli.org>