الجمهورية العربية السورية

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

قسم المصارف والتأمين

المنعكسات الاقتصادية لبورصة عمان على الاقتصاد الأردني

{ بحث مقدم لنيل درجة الماجستير في المصارف والتأمين }

إعداد الطالب

أسامة رمضان محمد

بإشراف الأستاذ الدكتور

علي كنعان

٢٠١٢م

شكر وتقدير

الحمد والشكر لله سبحانه وتعالى على نعمته وتوفيقه في إنجاز هذه الرسالة

أتقدم بشكري وتقديري إلى معلمي وأستاذي القدير المشرف :

الدكتور علي كنعان

لتفضله بالإشراف على هذه الرسالة ، وقراءة هذه الرسالة والذي كان لملاحظاته القيَمة وتوجيهاته السديدة أبلغ الأثر في إتمامها

إهداء

أهدي هذا العمل إلى أغلى شيء على قلب الإنسان

سورية



ملخص

أضحى موضوع الأسواق المالية من المواضيع التي استحوذت على اهتمام الدول المتقدمة والنامية على حد سواء ، لا سيما في ظل التحولات الاقتصادية الراهنة وأمام تعاظم حركة رؤوس الأموال الدولية ، حيث تؤدي الأسواق المالية دوراً محورياً متنامي الأهمية في دعم معدلات النمو الاقتصادي وذلك من خلال تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات الأكثر مردودية وقد تنامى هذا الدور المفصلي مع مرور الزمن إلى الحد الذي أصبحت معه السوق المالية تكنى "بدماغ " النظام الاقتصادي .

هدفت هذه الدراسة إلى محاولة التعرف على أهمية وجود السوق المالية في الاقتصاد الأردني وذلك خلال الفترة مابين عام ١٩٧٨ وعام ٢٠٠٩ ودراسة أثر بعض متغيرات البورصة (القيمة السوقية ، حجم التداول ، الرقم القياسي للأسعار) على بعض المتغيرات الاقتصادية (الناتج المحلي الإجمالي ، حجم الادخار ، حجم الاستثمار) .

أظهرت النتائج التي توصلت إليها الدراسة أن لسوق الأوراق المالية الأردنية أثر إيجابي وذو دلالة إحصائية على كل من الناتج المحلي الإجمالي وحجم الاستثمار ، في حين أن تأثيرها كان ضعيفاً على حجم الادخار .

فهرس المحتويات

الموضوع	رقم الصفحة
شكر وتقدير	أ
الإهداء	ب
الملخص	ج
فهرس المحتويات	هـ
قائمة الجداول	خ
قائمة الأشكال	خ
الإطار المنهجي للدراسة	
مقدمة	١
مشكلة البحث	٢
فرضيات البحث	٣
أهمية البحث	٣
أهداف البحث	٤
منهجية البحث	٤
الدراسات السابقة	٥
الفصل الأول : جوهر وطبيعة الأسواق المالية	
مقدمة	١٣
المبحث الأول : الأسواق المالية (مفهومها ، نشأتها ، أنواعها)	١٦
مفهوم الأسواق المالية	١٦
نشأة الأسواق المالية	١٩

أنواع أسواق المال	٢٢
مكونات سوق الأوراق المالية	٣٦
المبحث الثاني : الأوراق المتداولة في الأسواق المالية	٣٩
الأوراق المتداولة في السوق النقدية	٣٩
الأوراق المتداولة في سوق رأس المال	٤٤
الفصل الثاني : دور سوق الأوراق المالي في الاقتصاد	
المبحث الأول : العلاقة بين القطاع المالي والقطاع الاقتصادي	٦٨
أهمية القطاع المالي	٦٨
هيكل القطاع المالي	٦٩
وظائف القطاع المالي	٧٠
اثر التطور المال على النمو الاقتصادي	٧٣
قنوات تأثير القطاع المالي على القطاع الاقتصادي	٧٦
المبحث الثاني : دور سوق الأوراق المالية في الاقتصاد الوطني	٩١
دور الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي	٩١
الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية	٩٥
دور السوق الأولية والثانوية في الاقتصاد	١٠١
دور أسواق الأوراق المالية في تخصيص الموارد	١٠٤
دور كفاءة سوق الأوراق المالية في الاقتصاد	١٠٥
دور أسواق الأوراق المالية في نشر المعلومات عن الاستثمارات المختلفة	١٠٨
الفصل الثالث : الدراسة التطبيقية	
المبحث الأول : بورصة عمان للأوراق المالية ، نشأتها وتطورها وهيكلها	١١٠
نبذة تاريخية	١١٠

الإصلاحات الهيكلية لسوق رأس المال الأردني	١١١
بورصة عمان	١١٦
المبحث الثاني : تطور الاقتصاد الأردني	١١٩
مقدمة	١١٩
الإصلاحات الاقتصادية	١٢٠
الناتج المحلي الإجمالي	١٢٦
الاستثمار في الأردن	١٢٨
الادخار في الأردن	١٣٠
التضخم	١٣٣
المديونية	١٣٥
الخلاصة	١٣٧
المبحث الثالث : الدراسة التطبيقية ، المنهجية والتحليل القياسي	١٣٨
متغيرات الدراسة	١٣٨
اختبار الفرضيات	١٤٢
الفصل الرابع : النتائج والتوصيات	
النتائج	١٦٨
التوصيات	١٧١
قائمة المراجع	١٧٣
قائمة الملاحق	١٨١

قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
١	تطور سوق رأس المال في الأردن	١١٣
٢	تطورات مؤشرات السوق المالية الأردنية	١١٨
٣	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية	١٢٨
٤	نسبة الاستثمار من الناتج المحلي الإجمالي في الأردن	١٢٩
٤	نسبة الادخار من الناتج المحلي الإجمالي في الأردن	١٣٢
٥	معدلات التضخم في الأردن	١٣٤
٦	المديونية العامة الداخلية والخارجية في المملكة الأردنية	١٣٦

قائمة الأشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
١	تقسيمات سوق المال	٣٥
٢	نمو الناتج المحلي الإجمالي	١٢٧

مقدمة :

إن التطورات السياسية والاقتصادية التي عرفها العالم في نهاية القرن الماضي وبداية القرن الحالي كانت بمثابة إعادة هيكلة للنظام العالمي برمته في كل النواحي وعلى جميع الأصعدة . وبالرغم من عدم وضوح أبعاد إعادة الهيكلة هذه وضعف قدرتنا على فهم كل مصادرها وأسبابها فإن الأمر الذي بات واضحاً للجميع هو الانتقال التدريجي والمستمر لاقتصاديات أغلب الدول نحو اقتصاد السوق الذي يعمل بحرية والذي من أبرز ملامحه الاستخدام الفعال للموارد وتحسين مستوى المعيشة للمواطنين وتحقيق التنافس الذي يحقق مصالح المنتجين والمستهلكين معاً . وقد كان من أبرز خصائص عملية الانتقال هذه حرية انتقال رؤوس الأموال عبر الحدود التي سهلتها التطورات التكنولوجية والتقنية الهائلة و المتسارعة في مجال نقل المعلومات والاتصالات والتي ساعدت بدورها على خلق البيئة المناسبة لتشكيل أسواق مالية متطورة وظيفتها الأساسية تتمثل في نقل الأموال من الأطراف التي يتوفر لديها فائض من الأموال (مدخرات) إلى الأطراف التي تعاني من عجز في الأموال أي أنها تقوم بتجميع الأرصدة النقدية وتحويلها من مجرد مدخرات متراكمة إلى استثمارات إنتاجية واكتشاف الفرص الاقتصادية المتوفرة والاستفادة منها مما يؤدي إلى توسيع القاعدة الإنتاجية وزيادة فرص العمالة وزيادة فعالية الاقتصاد والرفاهية الاقتصادية . وبالتالي أضحت هذه الأسواق هي الأداة الرئيسية التي تستخدمها الدول في سعيها الدؤوب للاستفادة من الفرص الاقتصادية المتاحة في ظل المنافسة الدولية التي بلغت أشدها في نهاية العقد الماضي ومازالت مستمرة حتى الآن .

وعليه فإن اتخاذ أسواق المال هذه الصفة الجوهرية في التعاملات الاقتصادية الدولية والتطورات الكبيرة التي شهدتها السنوات الأخيرة سواء كان ذلك من خلال آلية عملها أو من خلال تنوع الأدوات المالية التي تتعامل بها جعلها تحتل مكان الصدارة على سلم الأوليات الاقتصادية وبالتالي أصبحت مطلباً أساسياً وهاماً من متطلبات التنمية الاقتصادية لكل الدول وبشكل خاص الدول النامية . وأصبحت درجة نضوج الأسواق المالية مؤشراً على مستوى التطور الاقتصادي ودعم التنمية الاقتصادية في هذه البلدان ، وبدأت أغلب الاقتصاديات بإنشاء أسواق المال الخاصة بها والاستفادة من مزاياها بما يخدم الاقتصاد الوطني وتطويرها والوصول بهذه الأسواق المالية إلى حيث ماوصلت إليه مثيلاتها في الدول الصناعية الكبيرة التي بلغت درجة عالية من

التطور والفعالية والتعقيد والحاجة إلى خبرات فائقة للعمل بها والتفوق والتميز في مجالها وممارسة نفس الدور الاقتصادي الذي تلعبه تلك الأسواق أو أفضل .

مشكلة البحث :

إن إحدى المشاكل التي تواجه الدول في عملية التنمية وفي سعيها الدؤوب للنهوض باقتصادياتها الوطنية وتوفير مستوى معيشي عالي يؤمن لمواطنيها الرفاهية هي مشكلة تأمين السيولة النقدية ورؤوس الأموال اللازمة لتمويل مشروعات التنمية ، خاصة في ظل رأس مال محلي لا يكفي للوصول إلى تحقيق أهداف خطط الدولة التنموية الاقتصادية والاجتماعية مما أدى إلى ضرورة البحث عن أدوات ووسائل أخرى غير تقليدية لتمويل احتياجات الدول التنموية ورغبات الأفراد التمويلية وبما يعود على المستثمرين بأرباح أكبر ومخاطرة أقل .

فالدولة كانت تعتمد على إيراداتها المتمثلة بالضرائب وفائض القطاع العام والاقتراض من أجل تمويل متطلبات التنمية الأساسية وكان المستثمرون يعتمدون على مدخراتهم وما يمكن الحصول عليه من قروض في تمويل مشاريعهم الاستثمارية .

ومن أجل التوصل إلى بعض الحلول المتعلقة بتمويل عمليات التنمية الأساسية بالنسبة للدول وحصول المستثمرين على أكبر العوائد بأقل المخاطر الممكنة أخذت فكرة الأسواق المالية تحتل مركزاً حيوياً في معظم دول العالم حيث أصبحت الأسواق المالية تلعب دوراً مهما وحيوياً في تعبئة المدخرات وإعادة توظيفها بما يخدم عمليات التنمية الاقتصادية ، فضلاً عن أنها توفر قنوات ومداخيل سليمة أمام الأفراد ولا سيما صغار المستثمرين ، كما أنها تمثل حافزاً للشركات المدرجة أسهمها فيها على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين أدائها وزيادة ربحيتها مما يؤدي إلى تحسن أسعار أسهم هذه الشركات . وبالتالي تكمن مشكلة البحث في أن الاقتصاد الذي لا توجد به سوق مالية هو اقتصاد لا يستطيع جذب الاستثمارات الضرورية لعملية التنمية وكذلك لا يستطيع توظيف مدخراته الوطنية في تلك الاستثمارات وبالتالي لا يستطيع تحقيق أهدافه التنموية .

فرضيات البحث :

يقوم البحث على مجموعة من الفرضيات :

١- تلعب البورصة دوراً كبيراً و فعّالاً في تطور الناتج المحلي الإجمالي وتُقسم هذه الفرضية إلى الفرضيات الثلاثة التالية :

أ- يوجد تأثير إيجابي للقيمة السوقية لسوق عمان المالي في الناتج المحلي الإجمالي.

ب-يوجد تأثير إيجابي لحجم التداول لسوق عمان المالي في الناتج المحلي الإجمالي .

ت-يوجد تأثير إيجابي لمؤشر السوق لسوق عمان المالي في الناتج المحلي الإجمالي.

٢- للبورصة دوراً كبيراً وفعّالاً في زيادة حجم المدخرات الوطنية وتُقسم هذه الفرضية إلى الفرضيات الثلاثة التالية :

أ- يوجد تأثير إيجابي للقيمة السوقية لسوق عمان المالي في حجم الادخار.

ب-يوجد تأثير إيجابي لحجم التداول لسوق عمان المالي في حجم الادخار .

ت-يوجد تأثير إيجابي لمؤشر السوق لسوق عمان المالي في حجم الادخار.

٣- للبورصة دوراً كبيراً وفعّالاً في تنشيط الاستثمارات وتُقسم هذه الفرضية إلى الفرضيات الثلاثة التالية :

أ- يوجد تأثير إيجابي للقيمة السوقية لسوق عمان المالي في حجم الاستثمار.

ب-يوجد تأثير إيجابي لحجم التداول لسوق عمان المالي في حجم الاستثمار .

ت-يوجد تأثير إيجابي لمؤشر السوق لسوق عمان المالي في حجم الاستثمار.

أهمية البحث :

تزايد اهتمام العالم بأكمله في الآونة الأخيرة بالأسواق المالية وذلك لأنها تقوم بوظيفة أساسية تتمثل في نقل الأموال من الأطراف التي يتوفر لديها فائض من الأموال إلى الأطراف التي تعاني

من عجز في الأموال وبالتالي فهي تقوم بإشباع رغبات وحاجات كافة الأطراف والمتعاملين فيها وكذلك تستمد الأسواق المالية أهميتها من وجودها ومن الدور المتعدد الأوجه الذي تقوم به فهي أداة فعّالة وذات تأثير غير محدود في الاقتصاد الوطني ، حيث تقوم بتشجيع الادخار والاستثمار والاستفادة من الفرص الاستثمارية التي تؤدي إلى رفع مستويات الإنتاج وبالتالي رفع مستويات التشغيل أو التوظيف وبالتالي تحقيق مستويات أفضل للدخول ، وهي تقوم بمساعدة الحكومات أيضاً في عملياتها التنموية وذلك عن طريق الاقتراض من الجمهور لتمويل مشروعاتها وتسريع معدلات النمو الاقتصادي .

أهداف البحث :

يتضمن البحث بشكل أساسي الأهداف التالية :

١- التعرف على نشأة الأسواق المالية وتطورها وأقسامها وآلية العمل بها .
٢- التعرف على دور الأسواق المالية في تنمية الاقتصاديات الوطنية .
٣- دراسة لنشأة وتطور السوق المالي الأردني وبيان دورها في الاقتصاد الوطني .

منهج البحث :

تقوم عملية البحث العلمي على التفكير الاستقرائي الذي يمر بعدة مراحل أولها الملاحظة وبعدها الفرضية ثم التجريب وصولاً للقانون العام ، لذا سيتم ذكر أهم الأساليب المستخدمة في هذا البحث :

١- التاريخي العلمي : يهتم هذا الأسلوب بجمع الحقائق والمعلومات بالرجوع إلى الوثائق المكتوبة والشفوية .
٢- الوصفي : يقوم على جمع المعلومات وتصنيفها وعرضها وتفسيرها والمقارنة فيما بينها ويستخدم من أنماطه : نمط دراسة العلاقات المتبادلة وتشمل دراسة الحالة والدراسات الارتباطية والدراسات السببية .

٣- التجريب : يتضمن إجراءات لإثبات الفروض التي تم وضعها وضبط العوامل المؤثرة (غير العامل المستقل الذي يراد أن يقاس أثره) وتحديد مكان وزمان التجربة وإعداد وسائل للقياس ، والإجراء الفعلي للتجربة عن طريق إدخال المتغير المستقل وملاحظة ما ينتج عنه وقمنا باستخدام النوع التالي : التجارب طويلة المدى .

الدراسات السابقة :

حظي موضوع وجود السوق المالية وأهميتها في الاقتصاد على اهتمام كبير من قبل الباحثين والدارسين حيث كان هذا الموضوع ولا يزال مجالاً واسعاً للأبحاث والدراسات التطبيقية .

فقد ظهرت العديد من الدراسات العربية والأجنبية التي تناولت هذا الموضوع ومن أهم تلك الدراسات :

١- "**سوق الأوراق المالية (البورصة) ودورها في عملية التنمية الاقتصادية وإمكانية إحداثها في سورية بالاستفادة من التجربة المصرية** " [١] قدمت هذه الدراسة من قبل الباحث أحمد طارق منصور لنيل درجة الدكتوراة في الاقتصاد عام ٢٠٠٩ ، جامعة حلب ، سورية .

هدفت الدراسة إلى بيان أهمية سوق الأوراق المالية في سورية والتركيز على الأهمية التي تلعبها أسواق رأس المال في توفير الآلية التي تتم من خلالها عملية جذب المدخرات للاستثمار في الأوراق المالية وبالتالي توفير مصادر التمويل الإنمائي المحلي وتحقيق التنمية الاقتصادية المستدامة ، وقد تطرق البحث إلى التعريف بسوق الأوراق المالية وآليات عملها واستعراض التجربة المصرية وبيان متطلبات إحداث سوق الأوراق المالية ومدى إمكانية إحداثها في سورية ، وخلصت الدراسة إلى أن إحداث سوق دمشق للأوراق المالية في سورية تزيد أهميتها في الوقت الحاضر فهي يمكن أن تؤدي دوراً هاماً في تنشيط الاقتصاد الوطني وازدهاره من خلال تجميع المدخرات العاطلة على شكل نقدي وخاصة إيداعات البنوك والمؤسسات الأخرى (كالتأمينات الاجتماعية) وتوجيهها إلى قنوات الاستثمار التي تخدم الاقتصاد الوطني ويساعد على تجنب تمويل

---

(١) منصور ، أحمد طارق: **" سوق الأوراق المالية (البورصة) ودورها في عملية التنمية الاقتصادية وإمكانية إحداثها في سورية بالاستفادة من التجربة المصرية "** ، رسالة دكتوراة ، جامعة حلب ، ٢٠٠٩ .

عجز الموازنة عن طريق المصرف المركزي بالإصدار النقدي ، حيث يتم تمويل العجز من خلال فائض السيولة لدى الشركات والأفراد ولدى الجهاز المصرفي .

٢- "**دور المؤشرات المالية والمؤشرات الصادرة عن سوق الأوراق المالية في التنبؤ بالأزمات الاقتصادية (حالة عملية السوق المالية السعودية)** " [١] قدمت هذه الدراسة من قبل الباحث فادي بندق لنيل درجة الماجستير في المحاسبة عام ٢٠٠٨ جامعة دمشق ، سورية .

قام الباحث من خلال هذه الدراسة باستعراض الأزمات الاقتصادية التي عرفتها أسواق المال العالمية والتعريف بأدوات التحليل الأساسي والفني وتناول المؤشرات المالية التي تصدرها السوق المالية وتوظيف هذه المعطيات في التنبؤ بحدوث الأزمات الاقتصادية واعتمد الباحث في دراسته العملية على أزمة السوق المالية السعودية مستخدماً لانجاز هذه الدراسة المؤشرات المالية والمؤشرات الصادرة عن سوق الأوراق المالية لبيان إمكانية التنبؤ بحدوث تلك الأزمة قبل وقوعها ومن ثم قام الباحث بتطبيق مبادئ التحليل نفسها على السوق لبيان مدى الاختلاف في النتائج عما كانت عليه قبل وبعد حدوث الأزمة .

وخلصت الدراسة إلى أن المعلومات التي تقدمها البيانات المالية تتناسب مع حدوث الأزمة الاقتصادية أو عدم حدوثها حيث كلما زادت كمية المعلومات المتاحة للجمهور كانت الأسواق المالية أقدر على التصحيح السريع ، كما أن الارتفاع الحاد في مؤشر سوق الأوراق المالية يتناسب طرداً مع حدوث الأزمة .

٣- "**الأسواق المالية الناشئة ودورها في عملية التنمية الاقتصادية في البلدان النامية**" [٢]:

قدمت هذه الدراسة من قبل الباحث شادي أحمد زهرة للحصول على درجة الماجستير في عام (٢٠٠٧) ، جامعة دمشق ، سورية .

يتناول هذا البحث بالدراسة والتحليل مسألة الأسواق المالية (البورصات) ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني وبصورة خاصة في البلدان النامية ، ويتطرق البحث إلى بيان الأساس النظري للأسواق المالية ، ثم التعريف بالأوراق المالية المتداولة فيها وأنواعها وطبيعتها، ومن

---

(١) بندق ، فادي : **" دور المؤشرات المالية والمؤشرات الصادرة عن سوق الأوراق المالية في التنبؤ بالأزمات الاقتصادية (حالة عملية السوق المالية السعودية) "** ، رسالة ماجستير ، جامعة دمشق ، ٢٠٠٨ .

(٢) زهرة ، شادي أحمد : **" الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني "** ، رسالة ماجستير ، جامعة دمشق ، ٢٠٠٧ .

ثم مساهمة الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، ودراسة الأزمات التي تعرضت لها بعض الأسواق المالية الناشئة مع دراسة نظرية لواحدة من هذه الأسواق وذلك من اجل الاستفادة من هذه التجارب في إقامة سوق للأوراق المالية في سورية ، ثم يتناول البحث تحليل الاقتصاد السوري بهدف الوقوف على بعض النقاط السلبية التي تشكل عقبة في وجه إقامة سوق للأوراق المالية في سورية، مع التطرق إلى الخطوات المتخذة من قبل الحكومة لإقامة سوق للأوراق المالية في سورية ، ومن أهم النتائج التي وصل إليها الباحث أن السوق المالية بالنسبة للاقتصاد الوطني هي كميزان الحرارة بالنسبة للمريض حيث إذا توفرت لها شروط نجاحها تعتبر المعيار الأول لأداء الحكومة الاقتصادي كما أنها تعطي تنبيهاً مبكراً للأوضاع الاقتصادية وتسهّل اتخاذ القرار الاقتصادي المطلوب .

٤- " **محددات إقامة سوق الأوراق المالية وإمكانية تطبيقها في سورية** " [١]: قدمت هذه الدراسة من قبل الباحث باسل صقر للحصول على درجة الماجستير في الاقتصاد عام ٢٠٠٦ ، جامعة دمشق ، سورية .

و يهدف هذا البحث إلى بيان المحددات والضوابط لإقامة سوق للأوراق المالية في سورية مشيراً إلى العقبات التي من الممكن أن تنشأ بسبب ظروف الاقتصاد السوري ، ويسلط الضوء نحو مواقع الخلل ليتم تجاوزها من أجل إنشاء سوق مالية في ظروف صحية تضمن استمراريته بشكل يؤدي فيه السوق دوراً محرضاً للتطور البناء .

وخلص البحث إلى أن إقامة سوق للأوراق المالية يتطلب آلية وطرق حديثة في تقديم المعلومة وبيانها بدقة وشفافية بمكان لا يستطيع فيه أحد إخفاء معلومات معينة يجب أن تطلع عليها إدارة السوق وجمهور المتعاملين ، وهذا مالم يتوافر في الشركات السورية حيث أن النظم المحاسبية المستخدمة في هذه الشركات لا تتناسب مع متطلبات الإفصاح اللازمة في سوق الأوراق المالية ، وذلك بسبب قدم تلك النظم وعدم وضوح معلوماتها وافتقارها للآلية الشفافة التي تضع الجمهور في حقيقة وضع الشركة المعينة .

(١) صقر ، باسل : **" محددات إقامة سوق الأوراق المالية وإمكانية تطبيقها في سورية "** رسالة ماجستير ، جامعة دمشق ، ٢٠٠٦ .

٥- " **كفاءة واستقرار سوق عمان المالي للفترة (١٩٩٣-٢٠٠٢)**" [١]: قدمت هذه الدراسة من قبل بشار علي حسن هيلات للحصول على درجة الماجستير في الاقتصاد عام ٢٠٠٤ ، جامعة اليرموك ، الأردن .

وقام الباحث باختبار مدى استقرار سوق عمان المالي بالإضافة إلى اختبار كفاءة سوق عمان المالي الاقتصادية واختبار العلاقة بين بعض المؤشرات في سوق عمان المالي (حجم التداول ، عدد الأسهم المتداولة) وبعض المتغيرات الاقتصادية (سعر الفائدة الاسمي ، عرض النقد ، الناتج المحلي الإجمالي) ، وخلصت الدراسة إلى أن الزيادة في حجم التداول توثر إيجابياً بكل من الناتج المحلي الإجمالي وسعر الفائدة الاسمي وعرض النقد ، أما الزيادة الحاصلة في عدد الأسهم فتؤثر سلبياً بكل من الناتج المحلي الإجمالي وعرض النقد وإيجابياً بسعر الفائدة الاسمي .

٦- " **دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر** " [٢] : قدمت هذه الدراسة من قبل الباحث حسين عبد المطلب الأسرج للحصول على درجة الماجستير في عام ٢٠٠٢ جامعة الزقازيق ، مصر .

وقام الباحث بدراسة أهمية سوق الأوراق المالية على المستوى القومي وأهميتها لتنفيذ برنامج الخصخصة ، وتناول الباحث العلاقة بين الادخار وسوق الأوراق المالية وذلك عن طريق دراسة الشروط الواجب توافرها في سوق الأوراق المالية حتى يقبل المدخرون على توظيف أموالهم بها ومن ثم قام الباحث بدراسة دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر خلال الفترة (١٩٨٢-٢٠٠٠) ودراسة الأدوات التي يمكن من خلالها تنمية الادخار ويتم تداولها في سوق الأوراق المالية في مصر وخلص الباحث إلى أن لسوق الأوراق المالية أهمية كبيرة سواء بالنسبة للأفراد أو الشركات أو الاقتصاد من خلال توفيرها قنوات استثمارية للأفراد وتوفير مصادر للتمويل وتخفيض تكلفة الاستثمار للشركات وتنمية الاقتصاد وتجميع المدخرات وتوجيهها إلى الأنشطة الاستثمارية بأعلى

---

(١) هيلات ، بشار علي حسن : **" كفاءة واستقرار سوق عمان المالي للفترة (١٩٩٣-٢٠٠٢)"** ، رسالة ماجستير ، جامعة اليرموك ، الأردن ، ٢٠٠٤ .

(٢) الأسرج ، حسين عبد المطلب : **" دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر "** ، رسالة ماجستير ، جامعة الزقازيق ، مصر ، ٢٠٠١ .

العوائد الممكنة وقد توصل أيضاً إلى أنه بالرغم مما تشهده سوق الأوراق المالية المصرية من تطور إلا أنها مازالت تواجه مجموعة من العقبات التي تحد من مقدرتها على تنمية المدخرات وتعبئتها ومنها صغر حجم الأوراق المالية والافتقار إلى المؤسسات صانعة السوق وضآلة وجمود المحافظ المالية لدى بعض البنوك .

٧- " **سوق مسقط للأوراق المالية وأهميتها في الاقتصاد العماني** " [١] : قدمت هذه الدراسة من قبل الباحث صادق علي اللواتي للحصول على درجة الماجستير في الاقتصاد عام ١٩٩٦ ، الجامعة الأردنية ، الأردن.

قام الباحث بدراسة الدور الذي تلعبه سوق مسقط للأوراق المالية وتأثيرها في المتغيرات الاقتصادية الكلية في الاقتصاد العماني مثل الادخار والاستثمار والقوى العاملة والمالية العامة والناتج المحلي الإجمالي ، ودراسة أثر رأس المال المكتتب به في السوق على الناتج المحلي الإجمالي ، والتعرف على المشاكل والعقبات التي تعترض السوق وتعيق تقدمها ، وخلص الباحث إلى أن سوق مسقط للأوراق المالية ساهمت بشكل إيجابي ومن خلال إصدارات السوق الأولية في تمويل الاستثمار في السلطنة ، إضافة إلى استحواذ قطاعات الإنتاج الخدمي على الجزء الأكبر من إصدارات السوق الأولية وهذا لا يتفق وتوجهات وأهداف الحكومة العمانية ، وتبين وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين رأس المال المكتتب به في السوق والناتج المحلي الإجمالي .

٨- " **أثر المتغيرات الاقتصادية على أسعار الأسهم وحجم التداول في سوق عمان المالي (١٩٧٨ – ١٩٩٧)** " [٢] ، قدمت هذه الدراسة من قبل الباحث محمود فلاح محمد الرفاعي لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد عام ١٩٩٩ ، جامعة آل البيت ، الأردن .

وهدف الباحث في دراسته إلى دراسة واقع سوق عمان المالي وقياس أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية (الناتج المحلي الإجمالي ، أسعار الفائدة ، أسعار الصرف ، التضخم العرض النقدي ، تحويلات الأردنيين في الخارج) على مؤشرات السوق (أسعار الأسهم حجم التداول ، عدد الأسهم المتداولة) وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن العلاقة بين

---

(١) اللواتي ، صادق علي : **" سوق مسقط للأوراق المالية وأهميتها في الاقتصاد العماني"** رسالة ماجستير ، الجامعة الأردنية ، الأردن ، ١٩٩٦.

(٢) الرفاعي ، محمود فلاح محمد : **" أثر المتغيرات الاقتصادية على أسعار الأسهم وحجم التداول في سوق عمان المالي (١٩٧٨ – ١٩٩٧) "** رسالة ماجستير ، جامعة آل البيت ، الأردن ، ١٩٩٩ .

المتغيرات الاقتصادية وسوق عمان المالي قوية وأن المتغيرات الاقتصادية تستطيع أن تفسر التغيرات التي تحدث لمؤشرات السوق المالي .

٩- **" Stock Market Development and Economic Growth : Ardl Causality in Pakistan "** , Shahbaz.Muhammad , Ahmad . Nadeem and Ali.Liaquat , ٢٠٠٨ .[١]

قام الباحثون بدراسة العلاقة بين تطور سوق الأسهم والنمو الاقتصادي في الباكستان باستخدام بيانات سنوية للفترة من ١٩٧١ – ٢٠٠٦ وقد أظهرت الدراسة وجود علاقة قوية ذات اتجاهين بين تطور سوق الأسهم والنمو الاقتصادي وذلك في المدى الطويل في حين توجد علاقة ذات اتجاه واحد وذلك من تطور سوق الأوراق المالية إلى النمو الاقتصادي وذلك في المدى القصير .

١٠- **" Financial Development and economic growth in Malaysia : the Prospective of Stock Market " ,** choong.chee-keong , Yusop.Zulkornain , Law .Siong –Hook , and Liew .Venus Khim-sen , ٢٠٠٥ .[٢]

هدف الباحثون من هذه الدراسة إلى فهم العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي بشكل عام وفي ماليزيا بشكل خاص وذلك خلال الفترة ١٩٧٨-٢٠٠٠ وخلصت الدراسة إلى أنه توجد علاقة قوية إيجابية بين تطور سوق الأسهم والنمو الاقتصادي في ماليزيا وأن العلاقة تتجه من تطور سوق الأسهم إلى النمو الاقتصادي وبينت الدراسة أن مدى تأثير السوق المالي على النمو الاقتصادي الماليزي يزداد عندما تكون السياسة النقدية أكثر انفتاحاً وتحرراً .

---

(١) Shahbaz.Muhammad , Ahmad. Nadeem and Ali.Liaquat **" Stock Market Development and Economic Growth : Ardl Causality in Pakistan "** , International Research Journal of Finance and Economics ISSN ١٤٥٠-٢٨٨٧ Issue ١٤ ,٢٠٠٨ .

(٢) Choong.chee-keong , Yusop.Zulkornain , Law .Siong –Hook , and Liew .Venus Khim-sen. **" Financial Development and economic growth in Malaysia : the Prospective of Stock Market ,,** , Investment Management and Financial Innovations, ٢٠٠٥ .

" Stock Market Development and Economic Growth in Belguim " , Nieuweburgh.Stijn Van , Buelens.France and Cuyvrers . Ludo , ٢٠٠٥ . [١] -١١

وتناولت هذه الدراسة تطور السوق المالي والنمو الاقتصادي في بلجيكا من عام ١٨٣٢ وحتى عام ٢٠٠٢ وأظهرت بأن سوق الأسهم يعد من أحد العوامل الأساسية في عملية النمو الاقتصادي في بلجيكا وأن أثر تطور سوق الأسهم على النمو الاقتصادي كان أفضل من أثر تطور البنوك ، كما و أظهرت الدراسة بأنه ومنذ عام ١٨٧٣ كان أثر تطور السوق المالي واضحاً على النمو الاقتصادي وذلك بسبب إزالة القيود المفروضة على تأسيس الشركات ذات المسؤولية المحدودة وإزالة القيود المفروضة على التجارة في الأسهم على هذه الشركات في السوق المالي .

(١) Nieuweburgh.Stijn Van , Buelens.France and Cuyvrers. Ludo **" Stock Market Development and Economic Growth in Belguim "**, University of Antwerp , ٢٠٠٥ .

الفصل الأول

جوهر وطبيعة الأسواق المالية

المبحث الأول : الأسواق المالية (مفهومها ، نشأتها ، أنواعها) .

المبحث الثاني : الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية .

مقدمة :

الأسواق موجودة بوجود المجتمعات البشرية منذ القدم ولكنها كانت تقتصر على بيع وشراء السلع الحقيقية ، إضافة إلى أن وسائل وأساليب بيع وشراء هذه السلع كانت تتم بطرق بدائية وبسيطة كتبادل سلعة بسلعة (أسلوب المقايضة) ، وفي ظل التطور الحضاري الكبير تطورت الأسواق تطوراً ملحوظاً وشهدت طفرة واسعة في السنوات الأخيرة حيث ظهرت الأسواق المتخصصة حيث أصبح بعضها متخصص في بيع الذهب وبعضها متخصص في بيع السلع الغذائية وبعضها الآخر متخصص في بيع وشراء الأوراق المالية وهذا ما يطلق عليه بالسوق المالي وعلى الرغم من أن الأسواق المالية حديثة العهد بالنسبة إلى الأسواق الأخرى إلا أنها تطورت تطوراً كبيراً سواء من حيث التنظيم أو من حيث الإمكانيات والتسهيلات المتاحة للمتعاملين فيها ويرجع ذلك لضخامة الاستثمارات المالية التي يتم تبادلها في هذه الأسواق .

وقد اكتسبت الأسواق المالية بصفتها أداة هامة في حشد المدخرات أهمية متزايدة خلال السنوات الماضية وذلك بسبب الدور الحيوي الذي تقوم به في تمويل الأنشطة الاقتصادية ، حيث بدأ الاهتمام بها يتنامى سواء من حيث التنظيم والآليات والعمليات والإشراف والأدوات وإدخال تكنولوجيا المعلومات في التعامل والتداول .

ولعل من أهم العوامل التي أدت إلى تبوء الأسواق المالية مركز الصدارة هي التقدم في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات ، ورفع القيود عن حركة رؤوس الأموال وتعويم أسعار صرف العملات الرئيسية وكنتيجة لهذه التطورات أصبح بالإمكان انتقال الاستثمارات عبر أدوات مالية وادخارية متنوعة وعبر عملات مختلفة ، كما أظهرت العديد من دول العالم اتجاهاً نحو زيادة دور القطاع الخاص من خلال تحويل ملكية المؤسسات العامة إلى القطاع الخاص ، الأمر الذي أسهم في زيادة الحاجة لوجود أسواق مالية متطورة .

ومما يلاحظ أن الحاجة للأسواق المالية وتطورها يتباين من دولة لأخرى حسب درجة تقدمها ،إلا أن المفارقة البارزة والواضحة هنا تتمثل في أن الحاجة والأهمية للأسواق المالية أقل في الدول المتقدمة في حين أن درجة تطور هذه الأسواق وفاعليتها فيها أكبر ، وبالمقابل فإن الحاجة والأهمية للأسواق المالية بدأت تتزايد في الدول الأقل تقدماً وفي الدول النامية خصوصاً حيث

تكون درجة تطور هذه الأسواق وفاعليتها فيها أقل ، لذلك كان على الدول النامية الإسراع بتأسيس أسواقها المالية لتأخذ دورها الهام والفعال في الاقتصاد .

ولذلك فقد شهد العقد الماضي تطورات كبيرة في أسواق المال الناشئة في الدول النامية ، ومنها الدول العربية التي أخذت تتسابق في تأسيس وتطوير الأسواق المالية ، باعتبارها واحدة من الشرائح المهمة ضمن مجموعة أسواق المال الناشئة ، وانعكست هذه التطورات في تحريرها للأسواق المالية من القيود وإتاحتها للمستثمرين الأجانب أفراداً ومؤسسات ، ومحاولة توحيد أساليب التعامل والتداول .

كل هذه التطورات أدت إلى توجه واضح نحو تكامل الأسواق المالية في العالم وإلى نوع من الدولية لم يسبق له مثيل ، وفي إطار ذلك تزايد تدفق الأموال من الدول الصناعية إلى الدول النامية وبوجه خاص على شكل شراء أدوات الملكية (الأسهم) ودخول المستثمر الأجنبي في الاستثمار المباشر إلى جانب إعادة صياغة الكثير من المديونيات على شكل أدوات جديدة قابلة للتداول ومشجعة للشراء .

وفي وقتنا الحاضر تلعب الأسواق المالية دوراً أساسياً هاماً وفعالاً في الاقتصاد ، حيث تقوم بتأمين القنوات التي يتم من خلالها بطريقة مباشرة أو غير مباشرة تدفق الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز مما يسمح بتوفير السيولة اللازمة لغايات الاستثمار ، إلى جانب المهام الأخرى التي يمكن أن تؤديها كتشجيع الادخار وتنويع المخاطر وتوفير المعلومات عن فرص الاستثمار المتاحة ، بالإضافة إلى جذب الاستثمارات الأجنبية .

ولذلك فقد استحوذت قضية إرساء أسس الأسواق المالية وتطويرها على اهتمام واسع في السنوات القليلة الماضية من قبل صانعي السياسات الاقتصادية والمؤسسات المالية الدولية والإقليمية، وقد جاء ذلك بصورة رئيسية انعكاساً لما خلفته الأزمات المالية التي تعرضت لها عدد من الاقتصاديات، الأمر الذي أبرز أهمية تطوير قطاع هيكل التمويل المحلي والدور الكبير الذي يمكن أن تلعبه الأسواق المالية النشطة و الكفوءة في هذا الصدد ، ولذلك سعت السلطات المالية في العديد من الاقتصاديات وخصوصاً الناشئة منها إلى تبني استراتيجيات وبرامج عمل لتطوير الأسواق المالية .

ونتيجة لذلك فقد شهدت أسواق المال العالمية نمواً سريعاً في السنوات الأخيرة ، في حين شهدت الأسواق الناشئة نمواً أسرع لتتحمل قدراً أكبر من الانتعاش العالمي ، فقد ارتفعت حصة القيمة السوقية للأسواق المالية الناشئة إلى إجمالي القيمة السوقية لأسواق الأسهم حول العالم من ٤ % إلى ١٣ % خلال العقد الأخير[١] مما أدى إلى اهتمام العديد من الباحثين وصانعي السياسات لمعرفة أسباب تطور الأسواق المالية وطبيعة الترابط بين المتغيرات الاقتصادية والمؤشرات المالية و هل أن نمو الأسواق المالية يؤدي إلى تحقيق نمو اقتصادي وذلك من خلال الخدمات المالية والمنتجات الاستثمارية التي تقدمها ، أم أن الاستثمار بها لا يحقق إلا الربح للمضاربين وبعدها يتسبب بحدوث الأزمات في الاقتصاد نظراً لأن الأزمات المالية أصبحت متكررة باستمرار مثل أزمة عام ١٩٨٧ وأزمة عام ١٩٩٧ وآخرها أزمة عام ٢٠٠٨ ، الأمر الذي سوف يدفع الاقتصاديين والمشرعين لوضع الضوابط والقيود التي تقيد الأسواق المالية لجهة طبيعتها في تجميع المدخرات ودعم النمو في الاقتصاد الوطني .

[١] – السحيباني ، صالح إبراهيم : **"ورقة عمل بعنوان (سوق الأسهم والنمو الاقتصادي :علاقات الارتباط والسببية)"** ، ورقة مقدمة للقاء السنوي السادس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية (الخدمات المالية في المملكة العربية السعودية)، ٢٠٠٧ ، ص ١.

المبحث الأول

الأسواق المالية

(مفهومها ، نشأتها ، أنواعها)

لقد شغلت الأسواق المالية الاقتصاد العالمي ، وحققت انتشاراً واسعاً بين الدول وذلك لما لها من دور فعّال في عملية التنمية الاقتصادية من خلال تأمين القنوات التي يتم من خلالها تدفق الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز مما يسمح بتوفير السيولة اللازمة لغايات الاستثمار إضافة إلى المهام الأخرى التي يمكن أن تؤديها كتشجيع الادخار وتنويع المخاطر وتوفير المعلومات عن الفرص الاستثمارية المتاحة .

ولذلك كان لابد قبل الخوض في مضمارها من الإحاطة بها والإلمام بكل جوانبها منذ بدايتها ونشأتها التاريخية والتعرف على مفهومها بالإضافة إلى دراسة البنية الأساسية لهذه السوق ومكوناتها الرئيسية .

١-١ مفهوم الأسواق المالية :

الأسواق المالية شأنها شأن الأسواق الأخرى التي توفر نظاماً لتبادل الخدمات أو المنتجات أو كليهما معاً عن طريق الجمع بين طرفين أحدهما محتاج للخدمة والآخر منتج للخدمة وقد أصبحت الأسواق المالية في الوقت الحاضر من المتطلبات الضرورية لتحقيق التطور الاقتصادي والمالي ، فالأسواق المالية تؤدي دوراً مهماً ووظيفة اقتصادية رئيسية ، إذ تعمل على توفير المصادر المالية اللازمة للتنمية الاقتصادية ، حيث تبرز أهمية السوق المالي في خدمة الاقتصاد من كونها حلقة الاتصال بين القطاعات المختلفة في المجتمع ، أي مابين المدخرين والمنتجين ، و تقوم الأسواق المالية بتأدية وظيفتها الاقتصادية الأساسية بنقل الأموال الفائضة (المدخرات) من القطاعات التي تملكها إلى تلك القطاعات التي لديها عجز في الأموال .

وبالإضافة إلى ذلك فقد أصبحت الأسواق المالية هي الوجه الحضاري الحديث لاقتصاديات الدول فقد ارتبط تطور الأسواق المالية بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم خاصة الرأسمالية منها إضافة إلى ظهور الشركات المساهمة ، وباتت الأسواق المالية من

أهم المؤشرات الاقتصادية على المستوى المحلي وعلى المستوى العالمي لان اتجاهات الصعود في الأسعار توضح توجه الاقتصاد للرواج واتجاهات الهبوط تنبأ بأن الاقتصاد سيبدأ بحركة تراجعية [١]. فالسوق المالية بمفهومها الحديث أصبحت أداة استثمارية وادخارية بآن واحد بل أصبحت أداة استثمارية على المستوى الاقتصادي العالمي .

ولذلك فإن من الملاحظ أن مفهوم الأسواق المالية يتسع ليشمل جميع القنوات التي ينساب فيها المال بين مختلف القطاعات والمؤسسات وأفراد المجتمع ، وربما هذا الأمر جاء مفسراً لتعدد مفاهيم وتعاريف وتقسيمات أسواق المال مع ملاحظة أن معظم تعاريف ومفاهيم الأسواق المالية إنما تصب في خانة واحدة وتشترك في معظم العناصر المؤلفة لها ، فمنها ما جاء مبسطاً وسهلاً ومنها ماجاء واسعاً جامعاً .

حيث يرى منير إبراهيم هندي بأن الأسواق المالية : "هي تلك المكان المخصص لبيع وشراء الأصول المالية **Financial Assets** من أسهم وسندات وتوجيه مدخرات الأفراد نحو الاستثمار " . [٢]

كما وعرفها آخرون بأنها :

"مجموعة من المؤسسات المالية المتخصصة التي تعمل كقنوات ينساب من خلالها فائض مدخرات الأفراد والمؤسسات الاقتصادية من قطاعات المجتمع ذوي الفائض الذين يرغبون في التخلي لبعض الوقت عن فائض أموالهم إلى ذوي الحاجة من المنتجين والمستثمرين ، وذلك عن طريق الوسطاء الماليين وفقاً لسياسة معينة وخلال فترة زمنية معينة ، حيث يتحدد دور هذه المؤسسات في الوساطة بين جانبي عرض رؤوس الأموال والطلب عليها ، وبحيث تعمل هذه المؤسسات إلى جانب المؤسسات المنظمة للسوق لتشكلان معاً الهيكل المؤسسي لسوق المال ". [٣]

---

[١] كنعان ، علي : **الأسواق المالية** ، جامعة دمشق ، ٢٠٠٥ ، ص ١٠.
[٢] هندي ، منير إبراهيم: **الأوراق المالية وأسواق رأس المال** ، توزيع منشأة المعارف ، الإسكندرية ١٩٩٧ ص ٦٦٣ – ٦٦٤ .
[٣] العقلا ، محمد بن علي: **الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية** ، بحث قدم لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات (آفاق وتحديات) جامعة الامارات العربية المتحدة ٢٠٠٧ ص ٤٧.

ويعرفها آخرون بأنها " سوق المال هو تجمع موضوعي وشخصي يهدف للتعامل بالأصول المالية التي تدعم بدورها قطاع الإنتاج المادي " . [١]

أما Don M.Chance فيقول بأنها " سوق المال هي هيكل مؤسسي منظّم ، أو هي آلية لخلق وتداول الأصول المالية ".[٢]

"A Financial Market is an Organized institutional structure ,or a mechanism for creating and exchange financial assets ."

ويمكن تعريف السوق المالي من حيث المدخل المؤسساتي : " بأنها مجموعة المؤسسات المالية بمختلف أنواعها التي تنساب من خلالها الأموال الفائضة من الأفراد والمؤسسات في الاقتصاد إلى من هم بحاجة إلى هذه الأموال لفترة زمنية معينة ".[٣]

وكذلك يراه الباحث محمد عزت الميداني بأنه :

" 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 وبسعر عادل " .[٤]

أما التعريف الذي اعتمده الباحث فهو الذي يجمع بين كافة التعريفات المتقدمة بما يفصح عن طبيعة هذه السوق ودورها في النشاط الاقتصادي :

" سوق المال **Financial Market** : هي السوق الأم لكافة الأسواق التي تتعامل في الأصول والأدوات المالية قصيرة الأجل ، كالأوراق التجارية وأذون الخزانة ، وطويلة الأجل كالأسهم والسندات ، وتكمن أهميتها الرئيسية في كونها آلية مهمة في تعبئة واستقطاب المدخرات وتحريك رؤوس الأموال من القطاعات ذات الطاقة التمويلية الفائضة إلى القطاعات ذات العجز في الموارد المالية ".

---

[١] عوض الله ، زينب حسين: **"اقتصاديات النقود والمصارف "**، الدار الجامعية بيروت ١٩٩٨ ص١٨٢ .

[٢] Chance , Don M . , An Introduction to Options and Futures , Dryden Press, sec.ed, p٣ ,١٩٩١

[٣] السيسي ، صلاح الدين حسن : **"بورصات الأوراق المالية ، القاهرة "**، عالم الكتاب ،٢٠٠٣ ، ص٦ .

[٤] الميداني ، محمد أيمن عزت ، **" تطوير أسواق رأس المال في سورية "** ، محاضرة ألقيت في الثلاثاء الاقتصادي ،٢٠٠٢/٢/١٩ جمعية العلوم الاقتصادية ، دمشق، ص٢ .

١-٢ نشأة الأسواق المالية :

لقد جاء نشوء السوق المالية وتطورها انعكاساً للظروف والاحتياجات الاقتصادية المتزايدة في البلدان التي وجدت فيها ، فنشوء تلك الأسواق لم يكن من قبيل الصدفة وإنما كان لمقتضيات التطور التجاري والاقتصادي في تلك البلدان ، ففكرة تلك الأسواق ظهرت منذ أن فكّر الإنسان باستغلال مدخراته وساعد في ذلك التطور العلمي ونشوء الشركات المساهمة .

فمنذ حوالي (٤٠٠٠) عام قبل الميلاد عرفت حضارة وادي الرافدين أقدم أشكال التمويل والصيرفة من خلال شريعة حمورابي التي تضمنت مواد قانونية لتنظيم التجارة وأعمال الصيرفة وذلك بعد أن تطورت التجارة وظهرت أشكال من التعامل النقدي ومن أهمها بيوت المال وعمليات الاقتراض والتمويل وتسوية المدفوعات وغيرها من أعمال الصيرفة.

ومع نمو التجارة وتطورها عرف الرومان الأسواق المالية في القرن الخامس قبل الميلاد وبالتحديد عام (٥٢٧) حيث شهدت هذه الأسواق بعض الأنشطة المشابهة لأنشطة الأسواق المالية المعاصرة ، فهي تشبه إلى حد كبير بعض البورصات في عصرنا الحاضر . [١]

والجدير بالذكر إن فكرة إنشاء الأسواق المالية تستند إلى نظرية آدم سميث في العمل ، وتعتمد هذه الفكرة على كبر حجم السوق والذي بدوره يعتمد على حجم الإنتاج ، الأمر الذي تترتب عليه علاقة وثيقة بين حجم السوق وحجم الإنتاج ، وانعكست هذه العلاقة بالمحصلة النهائية على التطورات المالية وبصفة خاصة على الأوراق المالية ، مما تترتب عليه إيجاد سوق مالي متخصص أطلق عليه سوق الأوراق المالية .[٢]

ويمكن إرجاع نشوء هذه الأسواق تاريخياً في فرنسا إلى القرن الثالث عشر الميلادي حيث كان يتم تداول الكمبيالات أو السندات ، ولقد أوجد فيليب ملك فرنسا في ذلك الوقت مهنة سماسرة الصرف (Brokers) من أجل تنظيم هذه العملية ، كما ظهر أول سوق للأوراق المالية في فرنسا في عام ١٧٢٤، أما بالنسبة لبورصة باريس الحالية فقد تأسست في عام ١٨٠٨ .

---

[١] الدعمي، عباس كاظم: **"السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية"** ، دار صفا ، عمان – الأردن ، ٢٠١٠ ، ص١١٤-١١٥ .

[٢] خريوش وآخرون ،حسني علي: **"إدارة المحفظة الاستثمارية"** ، دار زهران ، عمان – الأردن ، ١٩٩٩، ص ١٧٥- ١٧٦ .

كما أن تطور الحركة التجارية في بلجيكا التي كانت بمثابة المركز الأوروبي الأول للمعاملات الاقتصادية شجّع التجار في بلدة بروج على الاجتماع وتبادل الصفقات التجارية أمام قصر عائلة بلجيكية تدعى (Vandar Bourse) وقد تطورت هذه الحركة التجارية لتأخذ فيما بعد اسم العائلة صاحبة القصر لتصبح كلمة بورصة تطلق على سوق تداول الأوراق المالية .

أما في انكلترا فقد كان بداية ظهور هذه السوق في القرن السابع عشر عندما بدأت الحكومة البريطانية وشركات تجارية كبرى بتجميع الأموال عن طريق بيع الأسهم والسندات ، وبهذا تطورت السوق المالي في انكلترا واستقرت أعمالها في لندن في عام ١٨٠٦ في مبنى Royal Exchange .

أما بورصة نيويورك فيعود تاريخ تأسيسها لعام ١٧٩٢ حيث اتفق مجموعة من التجار للاجتماع بجانب الحائط الذي بناه المستوطنون الهولنديون لحماية قطعانهم من الرياح وكان المجتمعون يتبادلون الأوراق المالية وقد أطلق على هذا المكان الاسم Wall Street نسبة لهذا الحائط الذي بناه الهولنديون وأصبح هذا المكان يضم أكبر بورصة في العالم وأكبر تجمع مالي يؤثر على حركة التجارة ليس في الولايات المتحدة الأمريكية فحسب بل في جميع دول العالم .[١]

أما في الوطن العربي فقد تم إنشاء بورصة الإسكندرية في عام ١٨٨٣ وبعد سبع سنوات تم تأسيس سوق الأوراق المالية في القاهرة ، وفي النصف الأول من القرن الماضي شهدت بعض الدول العربية الأخرى تأسيس أسواق للأوراق المالية مثل لبنان والمغرب وتونس والأردن والسودان وقد تأسست سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسوق دبي للأوراق المالية في عام ٢٠٠٠ ومؤخراً تم افتتاح سوق دمشق للأوراق المالية في عام ٢٠٠٨ .[٢]

مما تقدم نجد أن التطور الاقتصادي لأي بلد كان لابد أن يصاحبه تطوراً مالياً مرادفاً له ، لذا يمكن القول أن فكرة الأسواق المالية ونشوءها قد مرت بخمس مراحل ارتبطت بالتطور المالي والاقتصادي للبلد وهي :

---

[١] الزرري ،عبد الله، و توفيق ،غازي فرح :**"الأسواق المالية "**، دار وائل للنشر ، عمان-الأردن،٢٠٠٠ ، ص٤٦.

[٢] جديني ، جهان فتحي: "مدى **الاعتماد على التحليلين الأساسي والفني في صناعة القرار الاستثماري السليم لسوق الأوراق المالية"** ، رسالة ماجستير ، جامعة دمشق ، ٢٠٠٩ ، ص ١٨ .

المرحلة الأولى : تمتاز بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصيرفة وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في القطاعات الاقتصادية المختلفة .

المرحلة الثانية : تمتاز ببداية ظهور البنوك المركزية وسيطرتها على البنوك التجارية بعد أن كانت المرحلة الأولى تمتاز بحرية اقتصادية مطلقة .

المرحلة الثالثة : مرحلة ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض القصير والمتوسط والطويل الأجل (المصارف الصناعية والعقارية والزراعية) .

المرحلة الرابعة : مرحلة بداية ظهور الأسواق النقدية المحلية ، فوجود سوق نقدي متطور يقتضي وجود موارد مالية كبيرة بحجم العمليات التي تجري فيها .

المرحلة الخامسة : وهي مرحلة اندماج الأسواق المالية المحلية بالأسواق المالية الدولية ، بحيث تكمل كل سوق منها الأخرى من حيث عرض النقود أو الطلب عليها ، وهذه المرحلة تمثل حلقة متطورة في نمو الأسواق المالية وتطورها .[1]

لقد انتقلت الأسواق المالية من أشكالها وصيغها الأولى التي نشأت فيها إلى أشكال وصيغ جديدة حيث التنظيم القانوني والرقابة والإدارة والتحليل المالي والتنبؤات التي باتت تشكل العمود الفقري لكل عمل مالي في العالم ، إضافة إلى ذلك فقد دخلت الأسواق المالية عالم التقانة والتكنولوجيا بعد أن كانت الصفقات تسجل على لوح خشبي وينادي بعض الأشخاص عليها في ردهة السوق ويتجمع السماسرة أمام كل لوحة حتى أصبحت الشاشة الإلكترونية تعرض وبشكل مستمر الأسعار والصفقات وحركة البورصة (الصعود والهبوط) وتطور أسعار الأسهم لكل شركة أو مجموعة الشركات المتجانسة .

كما وأن عالم المضاربات لم يتوقف عند بورصة محددة بل أصبح بإمكان المضارب الدخول إلى أي سوق يرغب بها عبر الإنترنت للمضاربة وجني الأرباح أي أن الأسواق المالية لم تعد المكان المحدد لمجموعة مضاربين ، بل انتقلت لتأخذ صفة وحركة (العالمية) وهي بذلك تشجع العولمة بمفهومها الجديد أو ما يسمى (عولمة الاقتصاد) .

---

[1] الشبلي ، محمد إبراهيم وطارق إبراهيم، **"مقدمة في الأسواق المالية والنقدية "**، عمان ، ٢٠٠٠، ص١٧-١٩ .

١-٣ أنواع أسواق المال :

لقد قسم الباحثون الاقتصاديون أسواق المال تقسيمات عديدة اختلفت أحيانا فيما بينهم والاختلاف في هذا التقسيم ليس جوهرياً وليس عميقاً ، وهذا الأمر فرضه تشابك عمل الأسواق المالية فيما بينها وقربها من بعضها من حيث العمل والآلية .

ولكن تعبير السوق المالي يشتمل بشكل أساسي على نوعين من الأسواق وهما : أسواق النقد وأسواق رأس المال ، وتختلف أسواق النقد عن أسواق رأس المال أساساً في آجال استحقاق الأدوات المالية المتداولة في كل منهما فسوق رأس المال تتداول فيه أدوات مالية طويلة الأجل (مدة استحقاقها أكثر من سنة) أما السوق النقدي فهو سوق تتداول فيه أدوات مالية قصيرة الأجل (مدة استحقاقها لا تزيد عن سنة) .

وعادة فإن أدوات سوق النقد تتداول بشكل أكبر من أدوات رأس المال إضافة إلى ذلك نلاحظ أن تذبذبات أسعار الأدوات المالية في المدة القصيرة أقل بالمقارنة مع أسعار الأدوات المالية في المدة الطويلة ، ولهذا تنشط البنوك والشركات المساهمة في سوق النقد لأن العائد (الفائدة) من استخدام أموالها الفائضة تكون ذات استحقاقات قصيرة الأجل ، أما أدوات سوق رأس المال كالأسهم والسندات طويلة الأجل مثلاً فعادة تتعامل بها المؤسسات المالية المختلفة كشركات التأمين وصناديق التقاعد والضمان الاجتماعي وشركات الاستثمار ، إضافة إلى جمهور المستثمرين .

وعموماً يمكن تقسيم الأسواق المالية إلى قسمين رئيسين :

١- سوق النقد Money Market

٢- سوق رأس المال Capital Market

١-٣-١ سوق النقد Money Market

"سوق النقد هي السوق التي تتخصص في الأدوات المالية قصيرة الأجل والتي تتمتع بقدر عال من السيولة ويمكن تسييلها فور عرضها للبيع وبأدنى قدر من الخسائر ". [١]

وعرفها آخرون بأنها "السوق الذي يتعامل في الأدوات المالية قصيرة الأجل Money Market Securities حيث تمثل هذه الأدوات أدوات دين أو صكوك مديونية Debt Securities مدون عليها ما يؤيدها بأن لحاملها أو لحائزها الحق في استرداد مبلغ معين من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر (المبلغ الأصلي بالإضافة إلى العائد) وهذه الأدوات تكون قابلة للتداول وأن تواريخها استحقاقها لا تزيد عن سنة ."[٢]

وتجدر الإشارة هنا إلى أن المقصود بالأدوات المالية قصيرة الأجل تلك التي تستحق خلال فترة زمنية لا تزيد عن سنة وتشمل هذه الأدوات : أذون الخزانة ، شهادات الإيداع القابلة للتداول الكمبيالات المصرفية الأوراق التجارية ، قرض الاحتياطي الإلزامي ، قرض الدولار الأوروبي اتفاقيات إعادة الشراء و القبولات المصرفية .

وتعد سوق النقد سوق الأموال قصيرة الأجل إذ لا تتعدى استحقاقها من حيث مصدرها واستخدامها السنة المالية الواحدة ، كم أنها تمثل الميدان الاقتصادي الذي تباع فيه وتشترى أوراق الدين قصيرة الأجل ، إذ يلجأ المقترضون إلى سوق النقد عادةً لمواجهة ضعف عارض في السيولة النقدية يتطلب مواجهة سريعة ، أي استثمار الأموال المتاحة لمدة مؤقتة ، وبعبارة أخرى إن سوق النقد تمثل نقطة التقاء الاستثمار قصير الأجل مع التمويل قصير الأجل أي تسهيل عقد الصفقات المالية بين الوحدات ذات العجز المالي المؤقت مع الوحدات ذات الفائض المالي المؤقت من خلال تبادل الأصول قصيرة الأجل والتي لا تتجاوز السنة.[٣]

---

[١] **Ritter, Lawrence S. -William L .Silber," Principles of Money , Banking and Financial Markets, Addison Wesley, Fifth Edition- ١٩٩٧, p٦٧ .**

[٢] الزرري ، عبد الله و فرح ، غازي توفيق، **"الأسواق المالية"** ، مرجع سبق ذكره ، ص٣٦ .

[٣] الدعمي ،عباس كاظم :**السياسات المالية والنقدية وأداء سوق الأوراق المالية "**، مرجع سبق ذكره ، ص١٤٢-١٤٣ .

ومن أهم مزايا السوق النقدي :

١- مرونته العالية ٢- السيولة المرتفعة ٣- انخفاض درجة المخاطرة

والتي يمكن توضيحها كما يلي :

١- يمتاز السوق النقدي بالمرونة العالية قياساً بغيره من الأسواق بسبب فترة الاستثمار القصيرة وما يتمتع به من انخفاض لدرجة المخاطرة ، الأمر الذي أعطاه صفة المرونة وسرعة الاستجابة للتغيرات الاقتصادية مما يقلل من الخسائر ويعظّم العوائد .

٢- يمتاز السوق النقدي بالسيولة العالية لأدوات الاستثمار المستخدمة فيه فهي لا تتجاوز سنة مالية واحدة ، حيث يمكن التخلص من الأدوات المتداولة فيها (الأوراق المالية قصيرة الأجل) في أي وقت وبحد أدنى من الخسائر أو دون خسائر أو بربح .

٣- يمتاز السوق النقدي بانخفاض درجة المخاطرة ويعزى ذلك لسببين هما :

أ- **تدني درجة المخاطر النقدية** التي تنشأ عن احتمالات انخفاض أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه وذلك لأن التعامل بهذه السوق تكون لآجال قصيرة الأجل لذلك فإن التغيرات الحاصلة في أسعار الفائدة السوقية عادة ما تكون لها آثاراً محدودة على الأسعار السوقية لهذه الأوراق على نحو يجعل هامش الفرق بين قيمتها الاسمية والقيمة الحقيقية للورقة المالية ضيقاً جداً ، وبالتالي لا يتكبد حاملها خسائر كبيرة فيما لو أقدم على بيعها أو خصمها قبل موعد استحقاقها .

ب-**تدني درجة مخاطرة الائتمان** والتي ترتبط باحتمالات عجز المدين عن الوفاء بدينه عند استحقاقه فنظراً لأن الأوراق المالية المتداولة فيه تكون صادرة عن مؤسسات ائتمانية قوية كالبنوك التجارية ، أو البنك المركزي ، أو المؤسسات الحكومية لذا تكون احتمالات عدم الوفاء بالدين منخفضة جداً .[١]

ويتم من خلال السوق النقدية هذه القيام بعمليات الإقراض والاقتراض بين الجهات المختلفة وبين هذه الجهات والبنوك المحلية ، وبين البنوك المحلية ذاتها ، وبين المؤسسات المالية المحلية الأخرى ، وكذلك مع المؤسسات المالية والبنوك والجهات الأجنبية من خلال إقراض الفائض

[١] رمضان ، زياد و شموط ، مروان، **"الأسواق المالية "**، جامعة القدس المفتوحة ، ٢٠٠٨ ، ص ٤٥ .

النقدي لدى بعضها إلى البعض الآخر ولفترات قصيرة الأجل تحتاج فيها لاستخدام هذا الفائض لتغطية احتياجاتها التمويلية لأغراض مختلفة ومرتبطة بالفترات الزمنية القصيرة الأجل هذه .

وتلعب البنوك التجارية عادة دورا أساسياً في عمل الأسواق النقدية بسبب أن معظم عمليات البنوك التجارية هذه ترتبط بالسوق النقدية لأنها ذات طبيعة قصيرة الأجل ، حيث أن معظم مواردها قصيرة الأجل ، وبالتالي فإن معظم استخدامات هذه الموارد ترتبط بالأجل القصير ، رغم أن عملياتها قد تمتد لتشمل التمويل طويل ومتوسط الأجل ، لذلك يمكن أن نعتبر أنها متخصصة بالتمويل قصير الأجل ، كما وتؤثر السلطة النقدية (البنك المركزي) على عمل السوق النقدية بدرجة كبيرة من خلال الإجراءات والضوابط التي تضعها لتنظيم وتوجيه عمل هذه الأسواق النقدية والإشراف والرقابة عليها وبالذات من خلال السياسة النقدية وأدواتها .[١]

وعادة يتم في إطار السوق النقدية قيام العديد من المشروعات والجهات المختلفة بتوظيف أو استخدام جزء من سيولتها العاطلة التي لا تحتاج إليها حالياً لفترة قصيرة في أوراق مالية قصيرة الأجل وذلك من أجل الحصول على عائد يتحقق لها نتيجة الاستخدام وبالشكل الذي تحافظ فيها على درجة سيولة معينة عن طريق أن الأوراق المالية قصيرة الأجل هذه تمثل مصدر ثانوي للسيولة لها ، حيث يمكن لهذه الجهات والمشروعات تحويل هذه الأوراق النقدية إلى سيولة نقدية عن طريق بيعها في السوق النقدية عندما تحتاج لمثل هذه السيولة (النقد) .

وتختلف تقسيمات أسواق النقد من بلد إلى آخر وذلك تبعاً لدرجة تطور هذه السوق ومدى قدرة السلطات النقدية على تنظيمها ورقابتها ، ففي الولايات المتحدة الأمريكية التي تمثل نموذجاً من حيث التنظيم والرقابة تتكون سوقها النقدية من سوقين فرعيتين تتمثل الأولى في سوق الخصم The Discount- Market وفيها تخصم الأوراق التجارية و أذون الخزانة حيث تؤدي البنوك التجارية والبنوك المركزية دورا كبيرا في هذه السوق .

وتتمثل السوق الفرعية الثانية للسوق النقدية في سوق القروض قصيرة الأجل ، وبمقتضاها تتفاعل قوى العرض والطلب على رؤوس الأموال لآجال تتراوح بين يوم واحد وسنة .[٢]

---

[١] خلف ، فليح حسن: **"الأسواق المالية والنقدية"** ، عالم الكتب الحديث ، إربد ،الأردن ، ٢٠٠٦، ص ٦١ .
[٢] جبار ، محفوظ، : **"البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية"** ، الجزائر ،دار هومة ٢٠٠٢ ،ص٦ .

١-٣-٢ سوق رأس المال Capital Market

عرفها البعض بأنها : "السوق التي تنهض بعمليات توظيف أموال (مدخرات) المستثمرين وتمويل المشروعات طويلة الأجل عن طريق تسييل استثماراتها في شكل أوراق مالية وتسهيل عمليات تداولها. [١]

"وهي الأسواق التي يتم فيها عرض وتداول وتسجيل الأدوات المالية المختلفة وتعقد فيها الصفقات لتنفذ عادة بشكل فوري" .[٢]

و تناول البعض الآخر مفهوم السوق بشيء من الإفصاح والتفصيل فذهبوا إلى القول :

" أسواق رأس المال هي الأسواق التي تتعامل في أدوات الدين طويلة الأجل وكذلك الأسهم والغرض الأساسي منها هي تحويل المدخرات إلى استثمارات . لذلك فإن الأوراق المالية المتعامل عليها في هذه الأسواق هي تلك التي تستحق بعد مدة تزيد عن عام ، أو تلك التي ليس لها تاريخ استحقاق كما هو الحال بالنسبة للأسهم . وتضم هذه السوق الأوراق المالية الحكومية طويلة الأجل والتي يمكن تسييلها بسهولة وكذلك سندات الشركات وأسهمها " .[٣]

وتسمى غالباً بسوق رؤوس الأموال طويلة الأجل ، وهي السوق التي تتعامل في الأدوات المالية متوسطة و طويلة الأجل والتي من أهمها الأسهم العادية والممتازة التي تصدرها الشركات والسندات بمختلف أنواعها .

وتؤدي هذه السوق دوراً كبيراً في تمويل الاحتياجات المالية للمؤسسات والمشاريع الاقتصادية وذلك مقابل التخلي عن جزء أو عن كل ملكيتها عن طريق طرح الأسهم أو بإصدار سندات الدين ، ونفس الشيء يمكن أن يقال عن الحكومات في حال رغبتها في الحصول على الأموال اللازمة لتغطية العجز المالي أو لتمويل المشاريع الجديدة .

وتتسم سوق رأس المال بالمخاطر لطول آجالها على عكس سوق النقد الذي تنخفض فيه المخاطرة لقصر أجال أدواته ، لذلك فإن المستثمر يضع في أولوياته العائد المرتفع نسبياً عن

---

[١] العقلا، محمد بن علي: **"الوظائف الاقتصادي لأسواق الأوراق المالية "**، مرجع سبق ذكره ، ص ٧.
[٢] هوشيار ،معروف: **"الاستثمارات والاسواق المالية"** ، دار الصفاء ، عمان ،٢٠٠٣، ص ٦٤ .
[٣] رضوان سمير عبد الحميد : **"المشتقات المالية"** ، دار النشر للجامعات ، القاهرة ،مصر ، ٢٠٠٥ ، ص٢٤.

العائد في سوق النقد ، ومن جانب آخر يتميز هذا السوق عن السوق النقدي بكونه أكثر تنظيماً بالإضافة إلى كبر حجم الصفقات المنفذة به من قبل المتخصصين والمتعاملين فيه لذلك فإنهم يلعبون دوراً مهماً في تفعيل حركة التداول.

وتلعب سوق رأس المال دوراً حيوياً في تطوير وتمويل خطط التنمية الاقتصادية وتمويلها ، إذ تنبع أهمية هذه السوق من خلال مايلي :[١]

١- تعد الوسيلة الأساسية التي تمكن المدخرين من توجيه مدخراتهم إلى الاستثمار في القطاعات الاقتصادية المختلفة .
٢- يساعد وجود سوق رأس المال على تلافي الآثار التضخمية من خلال تمويل المشروعات دون الإفراط في خلق النقد .
٣- منح القروض بتكلفة مناسبة مقارنة بالإقراض الخارجي .
٤- تلعب دوراً حيوياً في تطوير منشآت الأعمال ونموها كونها تمثل قناة تدفق الأموال،التي تمثل الأسهم بأنواعها وأدوات المديونية طويلة الأجل في هذه السوق .

وتقسم أسواق رأس المال إلى :

١-٣-٢-١الأسواق الحاضرة أو الفورية : وهي تقسم إلى :

١-٣-٢-١-١السوق الأولية :Primary Market

ويقصد بها : "مجموعة المؤسسات المتخصصة في إصدار الأوراق المالية لحساب منشآت الأعمال والجهات الحكومية وتتمثل تلك المؤسسات في بيوت السمسرة الكبيرة التي يطلق عليها بنوك أو بنكيرات الاستثمار ، كما تتمثل في البنوك التجارية وذلك في الحالات التي يتسم بها سوق رأس المال بالصغر " .[٢]

وهي ما يطلق عليها سوق الإصدار ، حيث تختص هذه السوق بالتعامل مع الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية ، أي تختص بتداول الورقة المالية لأول مرة وفي هذه السوق يكون البائع للورقة المالية هو مصدرها الأصلي .

---

[١] الشبلي ، محمد إبراهيم وطارق إبراهيم: **"مقدمة في الأسواق المالية والنقدية"** ، مرجع سبق ذكره ، ص٣٢ .
[٢] هندي، منير إبراهيم :**"الأوراق المالية وأسواق رأس المال"** ، مرجع سبق ذكره ، ص٦٩٠ .

فالمنشأة التي هي بحاجة إلى أموال يمكنها أن تقوم بطرح أسهمها في السوق الأولية للحصول على الموارد التمويلية اللازمة سواء تعلق ذلك بإصدار الأسهم في مرحلة التأسيس أو زيادة رأسمالها بغرض التوسع ، كما تقوم بإصدار سندات في حالة حاجتها للتمويل والذي لا تستطيع توفيره بالاعتماد على أسهمها ، كما تقوم الحكومة بإصدار السندات للحصول على التمويل الذي تحتاجه لتغطية التزاماتها ومتطلباتها المالية في الحالات التي تعجز مواردها عن تلبية احتياجاتها المالية .

إن عملية إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية تتم من خلال قيام المنشآت المصدرة لهذه الأوراق المالية بالاتصال بعدد من المؤسسات المالية المتخصصة (كبنوك الاستثمار أو بيوت السمسرة) لكي تتفق معهم على تصريف الأوراق المالية المصدرة وفي هذه الحالة يقع على عاتق هذه المؤسسات مسؤولية تسويق هذه الأوراق باعتبارها الوسيط بين المدخرين الذين يستثمرون أموالهم المدخرة في شراء الأوراق المالية وبين المنشآت التي تقوم بإصدار هذه الأوراق المالية ، وقد تقوم المؤسسات الوسيطة بتمويل شراء الإصدار من أجل إعادة بيعه كله أو جزءاً منه والاحتفاظ بالجزء الذي لا يتم تصريفه في السوق كاستثمار لها .

ويتم خلق السوق الأولية من خلال مؤسسات مالية متخصصة تعرض للجمهور أوراقاً مالية قامت بإصدارها لأول مرة لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية ، وعادة ما يطلق على هذه المؤسسات أو المؤسسة بنكير أو بنك الاستثمار Banker or Bank Investment مثل مارلنش Merril Lynch ومؤسسة بوسطن الأولى First Boston corporation ومورجان ستانلي Morgan Stanley والإخوة سالمون Salomon Brothers في الولايات المتحدة الأمريكية وفي الدول التي تتسم سوق أوراقها المالية بالصغر فقد تتولى بعض البنوك التجارية العاملة فيها مهمة الإصدار [1].

ويعتبر بنك الاستثمار بمثابة وسيط بين جمهور المستثمرين المحتملين لورقة مالية معينة وبين الجهة التي قررت إصدارها فهو يقدم المساعدة للجهة المعنية لكي يتم إصدار الورقة كما يقوم يتمويل شراء الإصدار بغية إعادة بيعه للجمهور .

[1] هندي ،منير إبراهيم، **"أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"** ، منشأة المعارف بالإسكندرية ، ٢٠٠٣ ، ص٦٧ .

ولا يعـد بنـك الاسـتثمار السـبيل الوحيـد لإصـدار وتصـريف الأوراق الماليـة فهنـاك طريقين آخرين :[1]

١- الأسلوب المباشر Direct Approach :

وفيه وتقوم الجهة المصدرة للورقة المالية بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين مثل المؤسسات المالية الضخمة لكي تبيع لها الأسهم أو السندات التي أصدرتها .

٢- المزاد Auction Approach :

حيث يتم فيه دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد شراؤها وسعر الشراء ، ويتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم العطاءات ذات السعر الأقل فالأقل ، إلى أن يتم التصريف الكامل للإصدار .

وأحيانا قد يأتي طرح الأوراق المالية ضمن نوعين اثنين من الاكتتاب :[2]

أ- الاكتتاب العام : وفيه يتم طرح الأوراق المالية للبيع للمستثمرين في السوق .

ب-الاكتتاب الخاص : حيث يتم طرح الأوراق المالية المعدة للبيع لعدد محدود من المستثمرين .

وتعد السوق الأولية ركيزة مهمة من ركائز النشاط الاقتصادي للاعتبارات التالية :

١- أنها إحدى الآليات المهمة في تجميع المدخرات الوطنية ، وتحريك رؤوس الأموال من القطاعات ذات الطاقة التمويلية الفائضة إلى القطاعات ذات العجز في الموارد المالية .
٢- تعد السوق الأولية مصدراً أساسياً لضمان تدفق الأموال بغير انقطاع إلى الوحدات الإنتاجية .
٣- إن من أهم المشاكل التي تواجه معظم الدول النامية ليس مسألة تجميع المدخرات فحسب وإنما تواجهها أيضا مشكلة سوء توجيه المدخرات حيث يستثمر جزء كبير منها فيما يعرف بالاستثمارات السلبية والتي تتمثل في شراء الأراضي وتشييد المباني وشراء

---

[1] هندي ،منير إبراهيم: **"أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"** ، مرجع سبق ذكره ، ص ٦٨ .
[2] جودة ،صلاح السيد: **"بورصة الأوراق المالية علمياً – عملياً"** ، مطبعة الإشعاع الفنية ، الإسكندرية ، مصر ،٢٠٠٠ ، ص ٢٢ .

الذهب وما إلى ذلك في حين أن السوق الأولية تضمن من جانبها توجيه المدخرات في مسارها الصحيح إلى المشروعات في مرحلة التكوين أو تلك القائمة والراغبة في التوسع والتطوير .

٤- إن الشركات المساهمة ما كان لها أن تقوم ولا أن تظهر في غياب السوق الأولية التي مولتها وما قامت هذه السوق إلا حينما عجز الأفراد بإمكاناتهم المحدودة والشركات الصغيرة بمواردها المتاحة عن تمويل المشروعات العملاقة وخاصة بعد ظهور الثورة الصناعية وظهور الشركات العابرة للقارات ومتعددة الجنسية .

١-٣-٢-١-٢السوق الثانوية : Secondary Market

عُرّفت السوق الثانوية بأنها :" الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية مكتملة شروط الإدراج والتي سبق تداولها في السوق الأولي " [١].

وهي السوق التي يجري من خلالها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها من خلال السوق الأولية ، وتعرف هذه السوق بسوق الإصدارات القديمة ، ويطلق عليها الثانوية لأن الأوراق المالية التي يتم تداولها في هذه الأسواق والتعامل بها تباع للمرة الثانية وهذا يعني أن الأوراق المالية تلك قد سبق وأن تم الاكتتاب بها وشرائها من السوق الأولية وأن عملية التداول والتعامل بها هذه تم بين حامل الورقة التي سبق وأن تم اقتناؤها من السوق الأولية وبين مستثمر أو وسيط في السوق الثانوية وهي بمثابة مكان لالتقاء المشترين والبائعين للأوراق المالية وتوفر هذه السوق للمستثمرين ميزتين هما السيولة و فرصة تحقيق أرباح رأسمالية ، وإذا كانت السوق الأولية تعرف بسوق الإصدار فإن السوق الثانوية تعرف بسوق التداول.

وترتبط السوق الثانوية بالسوق الأولية ارتباطاً وثيقاً ، إذ لولا السوق الأولية لما وجد ما يتداول في السوق الثانوية من أوراق مالية ، كما أنه لولا المزايا التي توفرها السوق الثانوية لما نجحت السوق الأولية في تسويق وتصريف الإصدارات الجديدة باعتبار أن المستثمرين

---

[١] أبو موسى ،رسمية : **"الأسواق المالية والنقدية"** ، دار الصفاء للطباعة والنشر ، عمان ـ الأردن ، ٢٠٠٤، ص٢١ .

لن يقدموا على شراء الإصدارات الجديدة إلا إذا كانوا متأكدين من قدرتهم على بيعها في السوق الثانوية .

وتعتبر السوق الثانوية الجزء الأهم في هيكل السوق المالية نظراً لأن نشاطها يتصف بالاستمرارية على عكس السوق الأولية التي يتميز نشاطها بالظرفية ذلك أن الإصدارات الجديدة لا يتم إلا مرة أو عدة مرات في السنة بينما عملية تداول الأوراق المالية في السوق الثانوية هي عملية شبه يومية .

وتنقسم الأسواق الثانوية وفقاً لمعيار التزامها بالإجراءات القانونية للتداول إلى قسمين رئيسيين هما: أسواق منظمة ، وأسواق غير منظمة (موازية) .

١-٣-٢-١-٢-١ الأسواق المنظمة (البورصة) : Organized Market

ويقصد بها بورصة الأوراق المالية التي يتم فيها تداول الأوراق المالية والتعامل بها بيعاً و شِراءاً ، وهي تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء ، وتوجد إجراءات محددة لتداول الأوراق المالية ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق ، ويشترط التعامل في الأوراق المالية أن تكون تلك الأوراق مسجلة بتلك السوق وفقا لقواعد معينة . [١]

وفي العالم العديد من هذه الأسواق ، أهمها بورصة نيويورك ، بورصة لندن ، بورصة باريس وبورصة طوكيو ، أما في الوطن العربي فإن أهم البورصات المنظمة بورصة الكويت وبورصة عمَّان .

ومن أهم وظائف هذه السوق:

١- **توفير السيولة للمستثمرين** : أي عن طريقها يمكن تحويل الأموال المستثمرة في الأوراق المالية إلى نقدية وذلك عن طريق تسهيل بيع وتصريف ما يملكونه من أوراق مالية .

٢- **توفر للمستثمرين فرص الربح:** حيث يشترون السهم أو السند ثم يبيعونه في الأسواق الثانوية عندما ترتفع قيمته ، لذلك فإن المستثمرين يكونون على استعداد لشراء الأوراق المالية لثقتهم من إمكانية بيعها وتحقيق عائد مناسب لهم .

---

[١] حسين، عصام : **"أسواق الأوراق المالية (البورصة)"** ، دار أسامة للنشر ، عمان – الأردن ،٢٠٠٨ ، ص ٢٢ .

٣- **التقييم العادل للأوراق المالية :** حيث تشكل البورصة المكان الذي يتم فيه تقابل الطلب على الأوراق المالية مع المعروض منها فيتحدد السعر الذي يعكس قيمة الأوراق المالية وذلك في ضوء درجة الكفاءة التي يتمتع بها السوق والمعلومات المتاحة .

ولكي تحقق البورصة أهدافها ووظائفها على الوجه الأمثل فيجب أن تتسم بدرجة معقولة من الكفاءة وأن تتوافر لديها المعلومات المناسبة عن الأوراق المتداولة بها .

١-٣-٢-١-٢-٢ الأسواق غير المنظمة : Unorganized Market

وهي الأسواق التي تختص بتداول الأوراق المالية سواء المسجلة أم غير المسجلة في البورصة (السوق المنظمة) ويطلق هذا الاصطلاح على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظم ،والتي يطلق عليها المعاملات على المنضدة **Over-The-Counter (OTC)** حيث لا يوجد مكان محدد لإجراء التعامل ويتم التعامل في هذه السوق في أوقات غير أوقات العمل الرسمية للبورصة ، ويتحدد سعر الورقة المالية فيها طبقاً للتفاوض بين المستثمرين والسماسرة ويتم التعامل في هذه السوق من خلال شبكة اتصالات قوية التي تربط بين المستثمرين والتجار والمستثمرين ، ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار .

وتتعامل الأسواق غير المنظمة في الأوراق المالية غير المسجلة في الأسواق المنظمة (البورصات) وعلى الأخص السندات ، ذلك أن تعاملها في الأسهم عادة ما يكون على نطاق أضيق ، كما أنه يكاد يقتصر على أسهم شركات صغيرة أو محلية يملك معظم أسهمها المؤسسين أو أفراد عائلاتهم ، غير أن ذلك لا يمنع تلك الأسواق من التعامل في الأوراق المسجلة في الأسواق المنظمة وفي مقدمتها السندات الحكومية وسندات منشآت الأعمال .

وإن إطلاق صفة غير المنظمة على هذه السوق لا يعني أنها لا تخضع لأي رقابة قانونية أو إجراءات تنظيمية ، ففي الولايات المتحدة مثلا لا يسمح لبيوت السمسرة التي ترغب في التعامل في السوق غير المنظمة إلا إذا كانت عضواً في الاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية الذي يدعى اختصاراً (NASD) وهذا الأخير الذي يضع شروط العضوية ويتأكد من التزام الأعضاء بالقواعد المتعارف عليها في المعاملات .[١]

[١] هندي ، منير إبراهيم : **"الأوراق المالية وأسواق رأس المال"** ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٠٨ .

وللسوق المنظمة عدد من المزايا منها :

١- السرعة في إنجاز المعاملات بأقل قدر من العمولات حيث تسود المنافسة بين السماسرة والوكلاء بما يمكن المستثمر من اختيار من يقدم له أفضل خدمة بأقل قدر من العمولة .

٢- تعتبر السوق غير المنظمة السوق الأكثر تسهيلاً و تسييلاً لصفقات الأوراق المالية الضخمة (الكميات الكبيرة) التي يتعذر تسييلها بالسعر المناسب وفي الوقت المناسب في السوق المنظمة . [٢]

ويتضمن السوق غير المنظم أسواق أخرى فرعية هي السوق الثالث والسوق الرابع :[٣]

أما السوق الثالث : فإنه يرمز إلى قطاع السوق غير المنظم الذي يتكون من بيوت السمسرة من غير الأعضاء في السوق المنظمة ، ممن لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظمة وهم على استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية مهما كبرت أو صغرت ، وتمارس هذه البيوت دوراً منافساً للمتخصصين من أعضاء السوق المنظمة .

أما السوق الرابع : فإنه يرمز إلى قطاع السوق غير المنظم الذي يتكون من المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة والتي يقتصر دور الوسطاء فيها على تسهيل عمليات التبادل دون احتفاظهم بأي مخزون من الأوراق المالية ودون تحملهم لأية خسائر والتي تقل فيها كثيراً عمولة الوسطاء عن الأسواق الأخرى لقلة تكلفتهم في عملية الوساطة .

١-٣-٢-٢ الأسواق المستقبلية :

وهي تلك الأسواق التي يتم التعامل فيها على الأوراق المالية بيعاً وشراءً على أن يتم تنفيذ عقودها في وقت لاحق لتاريخ عقدها ، بمعنى أن ما يتم عقده من العمليات في هذه السوق يؤجل تصفيته لوقت لاحق حيث لا يتم دفع الثمن أو تسليم الأوراق المالية مباشرة لدى عقد الصفقة بل يتم ذلك بعد فترة معينة حسب الاتفاق المبرم بين الطرفين ، وتتنوع الأصول محل

[٢] العقلا، محمد بن علي: **"الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية"** ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٨ .
[٣] هندي ، منير إبراهيم : **"الأوراق المالية وأسواق رأس المال"** ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٠٩-١١١ .

التعاقد مابين الأسهم والسندات والعملات الأجنبية ، وهناك عدة أنواع معروفة من المشتقات نذكر منها :

أولاً – عقود الخيارات :

يعرف عقد الخيار بأنه : العقد الذي يعطي لحامله الحق في أن يبيع أو يشتري كمية من الأوراق المالية بسعر محدد سلفاً في تاريخ معين أو خلال فترة محددة على أن يكون له الحق في أن ينفذ أو لا ينفذ عملية البيع أو الشراء .[١] ويستخدمها المستثمرون للحماية من مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية كما يستخدمها المضاربين بهدف تحقيق الأرباح .

ثانياً– العقود الآجلة :

عرف صندوق النقد الدولي العقد الآجل ، بأنه العقد الذي بمقتضاه يتفق طرفان على تسليم الأصل محل التعاقد سواء كان حقيقياً أم مالياً ، بكميات معينة ، وفي تاريخ معين و وبسعر تعاقد متفق عليه .[٢]

ثانياً – العقود المستقبلية :

ويقصد بها العقود التي يتم من خلالها تداول الأوراق المالية بعقود وبنود موحدة ، وبأسعار محددة وقت التعاقد على أن يتم التسليم ودفع الثمن في تاريخ لاحق محدد أيضاً ويتم التعامل فيها في البورصات .[٣]

ثالثاً – عقود المبادلات :

عقد المبادلة هو إتفاق بين طرفين أو أكثر على تبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية وترتبط التدفقات النقدية التي يدخل فيها أطراف العقد عادة بأداة دين أو بقيمة عملات أجنبية ولذلك يوجد نوعان أساسيان للمبادلات هما مبادلات أسعار الفائدة ومبادلات العملة . [٤]

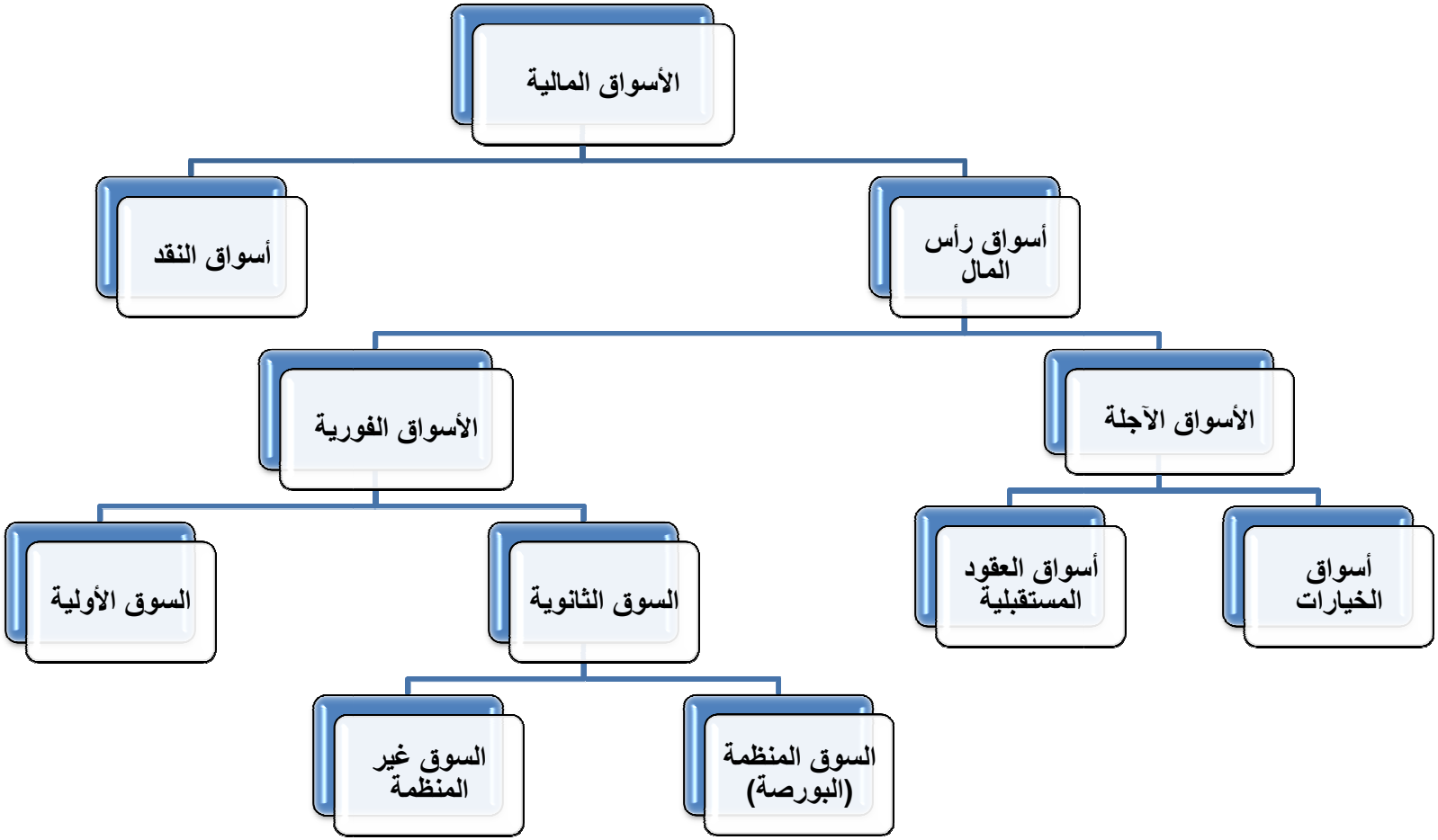
---

[١] خربوش وآخرين ، حسني : **"الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات "** ، المتخصصون للنشر ،عمان – الأردن ، ١٩٩٨ ، ص١٥٥ .

[٢] Robert M .Heath, **"The Statistical Measurement of Financial Derivatives"** IMF working paper ، Washington,. DC: International Monetary Fund ،March ١٩٩٨ , p١١.

[٣] الحناوي ، محمد صالح ،**"أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"** ، الدار الجامعية ، الإسكندرية –مصر ،١٩٩٧ ، ص٤٠٤ .

[٤] حماد ، طارق : **"المشتقات المالية (المفاهيم – إدارة المخاطر – المحاسبة)"** ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، ٢٠٠١، ص ٢٣١ .



شكل رقم (١) تقسيمات سوق المال

١-٤ مكونات سوق الأوراق المالية :

يتشكل سوق الأوراق المالية من مجموعة من المكونات الأساسية لا بد من توافرها لكي تؤدي هذه السوق دورها المطلوب في توفير رأس المال وتجميعه لصالح التنمية في أي اقتصاد ، وإن هذه المكونات تتلخص في الأركان الأربع التالية وهي :

١-٤-١ مجموعة من القوانين والتشريعات واللوائح الناظمة لعمل السوق : [١]

إن نجاح سوق الأوراق المالية في قيامها بالمهام الموكلة إليها يعتمد على توافر إطار تشريعي متكامل يحكم نشاطها ويعالج قضاياها معالجة ناجحة ، هذا ويجب أن لا ينظر إلى هذه التشريعات من زاوية إصدار قانون أو مجموعة قوانين تختص بتنظيم عمل سوق الأوراق المالية فقط بل لابد من النظر والإمعان في مجموعة التشريعات المالية الاقتصادية الأخرى سارية المفعول ، والتي تؤثر بشكل أو بآخر على حركة رأس المال الداخلية أو الخارجية وانتقالها وانسيابها بين الفرص المختلفة المتاحة وكلفتها ، فلا يمكن العمل على إصدار تشريع خاص ينظم هذه السوق بمعزل عن تلك التشريعات باعتبار أنها تلعب دوراً مكملاً وأساسياً في عملية بناء البنية التنظيمية لهذه السوق وتوفير المناخ الملائم لتفاعلها مع الاقتصاد بمرونة ويسر ومن أهم هذه القوانين ، قانون الشركات ، قانون ضريبة الدخل وقانون سوق الأوراق المالية .

هذا ومن الأهمية بمكان عند تنظيم هذه السوق وإعداد التشريعات الخاصة بها أن تدرس هذه التشريعات كوحدة واحدة بهدف تحقيق التكامل وتأمين الانسجام فيما بين أحكامها بما يمكن من توفير المناخ التشريعي الملائم لتسيير آلية هذه السوق بما يوصلها إلى الأهداف المتوخاة من تنظيمها ، وإن أهم مايجب أن تمتاز به هذه التشريعات هي المرونة بحيث لا تكون جامدة وتصلح لفترة زمنية طويلة .

---

[١] الموعد ، محمود عبدالله ، : **" العوامل المؤثرة على أسعار الاسهم بالتطبيق على بورصة عمان للاوراق المالية "**،رسالة ماجستير ، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا ، ٢٠٠٥ ، ص ٣٨ .

١-٤-٢ مجموعة الأدوات المصدرة والمتداولة في السوق :[١]

إن الركن الأساسي لقيام سوق فعال للأوراق المالية أدوات وأوراق مالية تتصف بالتنوع والسيولة والعمق والانتشار ، ومن أهم الأدوات المتعارف على إصدارها في هذه السوق هي الأسهم والسندات بأنواعها المختلفة . هذا وكلما ازدادت السوق اتساعاً وعمقاً بزيادة عدد الإصدارات في السوق الأولية وعدد الأدوات المؤهلة للإدراج في البورصة وانتشرت تلك الأوراق بين عدد كبير من المشاركين أفراداً ومؤسسات ، وارتفعت معدلات السيولة فيها ، كلما اتجهت هذه السوق إلى تنويع الاستثمار وتقليل المخاطر .

١-٤-٣ إطار مؤسسي متخصص ومتكامل :

ويقع على قمة هذا الإطار تنظيماً وإشرافاً الهيئة المنظمة لسوق الأوراق المالية مثل S.E.C في الولايات المتحدة و هيئة الأوراق المالية في سورية ، وهي جهات حكومية تشرف إشرافاً كاملاً على جميع نشاطات هذه السوق من حيث الشركات وإدراج أسهمها في البورصة و الأدوات وماهيتها وشروط إصدارها وإدراجها وتداولها في الأسواق الأولية والثانوية ، وتأهيل الأفراد العاملين في هذه السوق ، وتنظيم مهنة الوساطة والرقابة عليها لضمان قيام الوسطاء بدورهم في خدمة المتعاملين على أفضل وجه ، واعتماد إجراءات التداول وأساليب التقاص والتسوية فيها وحل المنازعات . بالإضافة إلى أنه من مهام هذه الهيئة اعتماد الأصول المحاسبية في إعداد الحسابات الختامية والبيانات المالية وتحديد طبيعة المعلومات الواجب نشرها وإلزام الشركات والمؤسسات المصدرة للأوراق المالية بضرورة إعداد نشرة إصدار وتضمينها جميع الحقائق والمعلومات عن الشركة المصدرة ، بل وإن إخفاء أي معلومات أو الإدلاء بهذه النشرة ببيانات كاذبة تعرض المسؤولين عن إعدادها إلى عقوبات مادية وجزائية .

١-٤-٤ الإفصاح المالي وحماية المشاركين بالسوق :

يعتبر موضوع الإفصاح المالي وإشهار المعلومات جوهر وروح أي سوق مالي وأساس سلامة استمراره بأداء مهامه بنجاح ، وبتعميق الثقة بعملياته ومنهجيته الأمر الذي يؤمن استقطاب مشاركة أوسع في الاكتتاب بإصداراته في السوق الأولية والتعامل بالأدوات المدرجة على لوائح

---

[١] الموعد ، محمود عبدالله ، : **" العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم بالتطبيق على بورصة عمان للأوراق المالية "** ، مرجع سبق ذكره ، ص ٤٠ .

السوق الثانوية ، إذ أن توفير معلومات سليمة وموسعة وإيصالها إلى المتعاملين ، فيها من الحماية الشيء الكثير في ضوء تمكينهم ومساعدتهم على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية وفق أسس موضوعية ، هذا ويعيش عالمنا اليوم ثورة في المعلومات ووسائل الاتصال التي يسرت سرعة بثها ونقلها إلى مستخدميها وذلك باعتبار أن المعلومات تمثل عاملاً أساسياً يلعب دوراً هاماً في تغيير اتجاهات الأسعار خاصة في قضائها على الشائعات المضللة وفي تحقيق قواعد العدالة في التعامل وبالتالي ترسيخ دعائم الثقة بالسوق ، أجهزة ومؤسسات وأدوات ، لذلك فإن الإفصاح تنطلق بداياته عند إصدار الأوراق المالية وتستمر عملياته طالما أن الأوراق غير مطفأة وما تزال في التداول . ويتم نشر المعلومات والإفصاح عنها بالإعلان عنها وتعميمها على المساهمين دورياً أو بتعميم الأخبار ونشرها بشكل غير دوري اعتماداً على طبيعة المعلومات ، خاصة ما يتصل منها بالأخبار والمعلومات الهامة الطارئة المفاجئة . [١]

ويتطلب وجود سوق فعالة للأوراق المالية مناخاً سياسياً واقتصادياً يتميز بوجود أو توافر عدد كبير من العناصر ، نذكر منها :

١- الإيمان بآلية عمل نظام السوق .
٢- حرية التجارة والصناعة إلى حد كبير .
٣- حرية دخول وخروج رؤوس الأموال إلى الاقتصاد الوطني .
٤- استقرار الأوضاع السياسية والاجتماعية .
٥- الرغبة والإصرار على الحداثة والتطوير .
٦- مصداقية صانعي القرار على كافة المستويات .[٢]
٧- تشجيع الاستثمار في المجالات الصناعية والزراعية والسياحية والخدمات .

---

[١] بشير ،عماد الدين :**"الأسواق المالية العربية – نشأتها ، تطورها ، مستقبلها"** – بحث جامعي رقم ٤٩٥ ، جامعة اليرموك ، ١٩٩٣ ، ص ٥-٦ .
[٢] لطفي ،عامر: **"البورصة أسس الاستثمار والتوظيف"** ، دار شعاع للنشر ، سورية حلب ، ١٩٩٩، ص ٨٠ .

المبحث الثاني

الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية

تمثل الأوراق المالية السلعة التي يتمحور حولها نشاط السوق المالية ، ومن ثم فإن الورقة المالية تمثل عصب الحياة لهذه السوق ، وهي ذات أهمية كبيرة لأن الأسواق المالية تؤدي عملها وتقوم بنشاطها من خلال عمليات البيع والشراء لهذه الأوراق المالية ، أي من خلال عرضها والطلب عليها .

ويمكن تصنيف الأوراق المالية بطرائق عدة :

١- **من حيث ماهيتها** : تصنف إلى أوراق مالية تمثل ملكية (الأسهم العادية) وأوراق مالية تمثل مديونية (السندات وما شابهها) ،وهناك الأسهم الممتازة التي تعد هجيناً (Hybrid Securities) من الأسهم العادية والسندات وإن كانت في الغالب تصنف لصالح الأوراق المالية التي تمثل ملكية .

٢- **من حيث الاستحقاق** : تصنف إلى أوراق مالية قصيرة الأجل وأوراق مالية طويلة الأجل.

٣- **من حيث التداول** : فتصنف الأوراق المالية على أساس السوق التي يتم فيها التعامل بهذه الأوراق وهي (سوق النقد وسوق رأس المال) وهذا هو التصنيف العام للأسواق المالية.

ولذلك سنصنف الأوراق المالية على أساس الأسواق التي تتعامل بهذه الأوراق كالآتي :

٢-١ الأوراق المتداولة في السوق النقدية :

يقصد بسوق النقد للأوراق المالية Money Security Market السوق الذي يتكون من المؤسسات المالية المتخصصة مثل بيوت السمسرة والمصارف التجارية وما يماثلها والتي تتعامل بالأوراق المالية التي تشكل بطبيعتها دين (صكوك مديونية) وتشترك جمعيها بخاصية القابلية التسويقية العالية وبأجل قصير لا يتعدى السنة وعادة ما تكون تلك الأوراق قابلة للتداول وتتسم الأوراق المالية قصيرة الأجل بإمكانية التخلص منها في أي وقت وبحد أدنى من الخسائر أو

دون خسائر على الإطلاق ونظراً لانخفاض أو انعدام مخاطر التوقف عن السداد يتوقع أن يكون العائد المتولد عنها منخفضاً وبما لا يتجاوز معدل التضخم .

ومن أبرز أنواع هذه الأوراق : أذون الخزانة ، شهادات الإيداع القابلة للتداول ، الكمبيالات المصرفية الأوراق التجارية ، قرض الاحتياطي الإلزامي ، قرض الدولار الأوروبي ، اتفاقيات إعادة الشراء و القبولات المصرفية وسنأتي على كل نوع منها بالتفصيل :

٢-١-١ أذون الخزانة Treasury Bills :

هي أوراق حكومية قصيرة الأجل يتم تداولها في السوق النقدية ، وتعتبر أداة من أدوات الدين الحكومية ويحصل حاملها على عائد ثابت في تاريخ محدد وتصدر بتواريخ استحقاق مختلفة عادة ما تكون ٩١يوماً أو ١٨٢ يوماً وتباع هذه الأوراق بخصم ، أي أنه لا يتم دفع الفائدة للمستثمر بل يتم تحديد السعر بناء على مقدار الخصم [١] وتمتاز هذه الأذون بأنها أكثر الأدوات التي يتم التعامل بها في السوق النقدية سيولة ، لأنه بالإمكان خصمها لدى البنوك التجارية والحصول على السيولة مقابل سعر خصم معين .

٢-١-٢الأوراق التجارية Commercial Paper :

يتم تداول العديد من الأوراق التجارية في السوق النقدية لأنها أدوات دين قصيرة الأجل، و هي عبارة عن مستند أو وثيقة يتعهد بموجبها محرر المستند والذي يمثل أحد أطراف التعامل (المدين) لصالح الطرف الآخر في التعامل (الدائن) بدفع مبلغ معين في تاريخ معين وفي الغالب بدون ضمان والضمان الأساسي في هذه الحالة هو سمعة الشركة المصدرة لهذه الأوراق ومقدرتها المالية على الدفع لذلك غالبا ما تكون هذه الأوراق مصدرة من قبل منشآت الأعمال كبيرة الحجم وذات المكانة الراسخة في المجتمع والتي تتمتع بوضع مالي جيد وعادة ما يتراوح استحقاق هذه الأوراق بين خمسة أيام إلى تسعة شهور.

والأصل في نشوء الأوراق التجارية واتساع استخدامها يتمثل في كونها أداة أساسية في إجراء المعاملات التجارية بين الجهات المختلفة ، لذا فإنها يجب أن تكون ناشئة عن صفقات تجارية ومرتبطة بها حيث يتسع استخدامها في الدول التي يزداد دور النشاط الخاص في الاقتصاد

[١] **"تحليل الأسواق المالية "** ، سلسلة جسر التنمية ، المعهد العربي للتخطيط ، العدد السابع والعشرون ، آذار ، ٢٠٠٤ ، ص٦ .

وبالذات في المجالات الصناعية والتجارية ، حيث يزداد الاعتماد في تصريف وتسويق السلع المنتجة من قبل المشروعات الصناعية والسلع المستوردة على بيعها للتجار مقابل كمبيالات (أوراق تجارية) وتسديد قيمة هذه السلعة لاحقاً ، أي في تاريخ الاستحقاق .

وإن الذي يسهم في اتساع استخدام التعامل بالأوراق التجارية بدرجة الكبيرة هو أن المصارف التجارية تقوم بخصمها ، إضافة إلى إمكانية إعادة خصمها من قبل المصارف التجارية لدى البنك المركزي وذلك عندما تحتاج إلى السيولة لممارسة عملها ونشاطاتها ، وذلك بسعر إعادة خصم لدى البنك المركزي يقل عادة عن سعر الخصم الذي تخصم به المصارف التجارية هذه الأوراق وبذلك تحصل على الفرق بين سعر الخصم وسعر إعادة الخصم . [1]

٢-١-٣ شهادات الإيداع القابلة للتداول Negotiable Certificates of Deposit :

وهي عبارة عن شهادات تصدرها البنوك التجارية والتي تثبت فيها بأنه قد تم إيداع مبلغ محدد ولمدة محددة لا تزيد عن سنة وتحمل شهادة الإيداع سعر فائدة محدد أو معوم و لا يمكن استرداد قيمتها من البنك المصدر لها قبل تاريخ الاستحقاق ، ولذلك فإن السبيل الوحيد للتصرف بها قبل ذلك التاريخ هو قيام حامل هذه الشهادة بالتصرف فيها بالبيع أو التنازل في السوق النقدي قبل تاريخ الاستحقاق ومن مميزات هذه الشهادات أنها توفر السيولة لحاملها حيث تمكنه من التصرف بها في أي وقت بعد شرائها إضافة إلى قابليتها للتداول .

٢-١-٤ قرض فائض الاحتياطي الإلزامي Federal Funds :

يمكن للبنوك التي لديها فائض في الاحتياطي الإلزامي أن تقرضه لبنوك أخرى تعاني من عجز فيه ولا تعد تلك القروض أوراقاً مالية بالمعنى المفهوم ذلك أنها تتمثل في تعهد غير مكتوب – مضمون من البنك المركزي – يلتزم فيه البنك المقترض بسداد قيمة القرض مصحوباً بفائدة تتحدد وفقاً لقانون العرض والطلب وعلى الرغم من اقتراض تلك الأموال عادة مايكون في حدود ليلة واحدة إلا أن الواقع أثبت أن تاريخ استحقاق تلك القروض قد يمتد لفترة أطول وذلك عندما يضطر البنك لاقتراض تلك الأموال لاستخدامها في الاستثمار وحينئذ يصبح لزاماً عليه أن

---

[1] خلف ، فليح حسن **"الأسواق المالية والنقدية"** ، مرجع سبق ذكره ، ص٢٧٨-٢٨٠ .

يطلب مدّ فترة القرض يوماً بيوم هذا ويؤدي البنك المركزي دور الوسيط بين البنوك المقرضة والبنوك المقترضة ، كما يمكن أن يكون الاتصال مباشراً بينها أو بواسطة سمسار متخصص في هذا النوع من القروض [١].

٢-١-٥ قرض الدولار الأوروبي Eurodollars :

يستخدم اصطلاح الدولار الأوروبي للإشارة إلى الدولارات الأمريكية التي تحتفظ بها مصارف في خارج الولايات المتحدة وعلى الأخص المصارف الأوروبية ، ويتكون سوق الدولار الأوروبي من عدد من المصارف الكبيرة في لندن وبعض البلدان الأوربية الأخرى التي يقتصر تعاملها على الدولار بمعنى أنها تقبل ودائع وتمنح القروض بالدولار الأمريكي فقط ، هذا وتتسم القروض التي تقدمها تلك المصارف بضخامة القيمة وقصر تاريخ الاستحقاق ، وتتكون الدولارات الأمريكية لدى تلك المصارف نتيجة قيام بعض المصارف والشركات التي لها ودائع في مصارف أمريكية بسحب جزء من تلك الودائع لإعادة إيداعها في صور ودائع لأجل لدى المصارف الأوروبية التي تتعامل بالدولار وذلك ربما بسبب ارتفاع معدلات الفوائد التي تمنحها . هذا ولم يعد الأمر قاصراً على الدولار ، إذ أصبح هناك سوق للعملات الأوروبية موازياً لسوق الدولار الأوروبي يمكن أن تلجأ إليه المصارف وغيرها من المؤسسات المالية بهدف الاقتراض . [٢]

٢-١-٦ اتفاقيات إعادة الشراء Repurchase Agreements :

تمثل اتفاقيات إعادة الشراء أحد أساليب الاقتراض التي يلجأ إليها التجار المتخصصون في شراء وبيع الأوراق المالية لتمويل مخزون إضافي من أوراق مالية سهلة التسويق وذلك لليلة أو لبضعة أيام قليلة حيث يلجأ أحد التجار إلى أحد السماسرة المتخصصين ليبرم له اتفاقاً مع أحد المستثمرين الذين يبحثون عن فرصة لإقراض أموال فائضة لديهم . وبموجب هذا الاتفاق يبيع التاجر للمستثمر وبصفة مؤقتة أوراقاً مالية بما يعادل قيمة المبلغ الذي يحتاجه ، كما يقوم بنفس الوقت بإبرام صفقة إعادة شراء لتلك الأوراق مع المستثمر ذاته بسعر أعلى قليلاً من السعر الذي باع له هذه الأوراق على أن تنفذ الصفقة في الموعد المحدد الذي تنتهي به حاجة التاجر للمبلغ الذي سبق أن حصل عليه من المستثمر ، وتنتهي الاتفاقية بعودة الأوراق المالية إلى التاجر

---

[١] هندي ، منير إبراهيم **:"أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال"** ، المكتب العربي الحديث ، ٢٠٠٣، ص٦٣ .
[٢] هندي ، منير إبراهيم: **"أدوات الاستثمار في اسواق رأس المال"** ، مرجع سبق ذكره ، ص٦٥ .

وعودة الأموال إلى المستثمر ، ويعتبر فرق القيمة بين البيع والشراء بمثابة فائدة على الأموال المقترضة ، وهكذا لايخرج اتفاق إعادة الشراء عن كونه قرضاً قصير الأجل بضمان الأوراق المالية التي يتضمنها الاتفاق مع ملاحظة أن عقد البيع لا يترتب عليه انتقال حيازة الأوراق المالية المعنية إلى المستثمر ، وفي بعض الحالات قد يشترط المستثمر اعتبار المخزون الذي لدى التاجر من الأوراق المالية – وليس فقط الأوراق المالية محل الاتفاق – مرهونة لضمان سداد القرض . [١]

٢-١-٧ القبولات المصرفية Banker's Acceptances :

نشأت هذه الأداة في سوق النقد نتيجة التطور في المعاملات التجارية الدولية منذ فترة طويلة . والقبول المصرفي عبارة عن حوالة مصرفية مؤجلة الدفع تصدرها شركة تجارية وتكون مضمونة الدفع من قبل البنك الذي تتعامل معه الشركة ويؤيد البنك دفع قيمة هذه الحوالة عند الاستحقاق وذلك بكتابة كلمة قُبلت (Accepted) على وجه الحوالة وعند فشل هذه الشركة بسداد قيمتها عند الاستحقاق فإن البنك ملتزم بدفع قيمة الحوالة ، وتكمن الفائدة التي تحققها الشركة هي أن هذه الحوالة المصدقة تكون مقبولة عند شراء السلع من بلد آخر لإن المصدِّر الأجنبي يعرف أن هذه الحوالة مضمونة حتى في حالة إفلاس الشركة المستوردة .[٢]

٢-١-٨ الكمبيالات Promissory Notes :

وهي عبارة عن أداة دين قصيرة الأجل يصدرها أفراد أو شركات للحصول على قروض من شركات وبنوك وأفراد آخرين ، وهي عبارة عن عقد إقراض يتولد عنه فوائد محددة وتستحق في تواريخ محددة ويمكن للمقرض الاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق أو بيعها لطرف آخر والذي بدوره يمكن أن يبيعها لطرف ثالث وهكذا .

---

[١] هندي ، منير إبراهيم: **"أدوات الاستثمار في اسواق رأس المال"** ، مرجع سبق ذكره ، ص٦٥ .
[٢] الزرري ،عبد النافع عبدالله و فرح ،غازي توفيق: **" الأسواق المالية"** ، مرجع سبق ذكره ، ص٤٤-٤٥ .

٢-٢ الأوراق المتداولة في سوق رأس المال :

تعتبر الأوراق المالية خاصة الأسهم والسندات التي تصدرها منشآت الأعمال السلعة الرئيسية المتداولة في أسواق رأس المال ، وتمثل الورقة المالية صك يعطى لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد أو الحق في جزء من أصول منشأة ما أو الحقين معاً تبعاً لنوع الورق المالية التي يمتلكها . فحملة الأسهم العادية والممتازة مثلاً لهم الحق في جزء من العائد الذي يتولد من عمليات المنشأة ، كما أن لهم نصيب في أصولها وإن كان ليس من حقهم المطالبة طالما أن المنشأة مستمرة Going concern . كذلك فإن لحملة السندات نصيب في الأرباح يتمثل في الفوائد المستحقة ، ونصيب في الأصول المرهونة لصالحهم وذلك في حال الإفلاس والتصفية [١] .ويتم غالباً تصنيف الأوراق المالية حسب ماهيتها حيث يمكن التمييز بين أوراق مالية تمثل ملكية وأخرى تعبر عن مديونية .

وإلى جانب الأدوات المالية التقليدية (الأسهم والسندات) ، فقد أدت التطورات الاقتصادية التي حدثت إلى نمو سريع في حجم الأوراق المالية وظهور منتجات مالية جديدة أفرزتها التحولات المالية المتزامنة مع التقدم الهائل الذي عرفته تكنولوجيا المعلومات والاتصالات ، بالإضافة إلى الحاجة المالية إلى مثل هذه المنتجات .

٢-٢-١ أدوات الملكية :Equity Instruments

تمثل الأسهم بشكل عام ملكية الشركة المساهمة والسهم هو الحصة التي يقدمها الشريك عند المساهمة في شركة الأموال ، وهو يمثل جزءاً من رأس مال الشركة ، ويتمثل في صك يُعطى للمساهم يثبت به حقوقه في الشركة ويضمن له الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة وتعد الأسهم الأداة الرئيسية لتمويل الشركات ، إلى جانب أن إصدار المزيد من الأسهم من شأنه أن يؤدي إلى تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى هيكل رأس المال ويزيد بالتالي من حجم الطاقة الاقتراضية للشركة ، وتعتبر سوق الأسهم إحدى أوسع أسواق الأوراق المالية في الاقتصادات المتقدمة والنامية على حد سواء .

---

[١] هندي ، منير إبراهيم: **"الأوراق المالية وأسواق رأس المال"** ، مرجع سبق ذكره ، ص ٥ .

ويتميز الاستثمار في الأسهم بأنه من أكثر الاستثمارات المالية شيوعاً في السوق ، كون أهمية الأسهم بالنسبة للمستثمر لا تأتي فقط من كونها استثمار يعطي للمستثمر حقا في ملكية المنشأة المصدرة لتلك الأسهم ، وإنما أيضاً بسبب ما تحققه من عوائد استثمارية تتمثل في العوائد النقدية التي تتحقق من خلال قدرة منشآت الأعمال على تحقيق الأرباح السنوية ، وعوائد رأسمالية والتي تتحقق بسبب ارتفاع قيمة الأسهم في السوق المالية بسبب ظروف العرض والطلب والعوامل الأخرى المؤثرة في القيمة السوقية .

٢-٢-٢ خصائص الأسهم :

تتميز الأسهم بالخصائص التالية :

١- الأسهم لها قيمة متساوية : حيث يقسم رأس مال الشركة إلى أسهم متساوية القيمة ، ونتيجة لهذه القيمة المتساوية تتساوى حقوق المساهمين والتزاماتهم في الشركات .

٢- الأسهم غير قابلة للتجزئة : فإن اشترك في السهم أكثر من مساهم ، فلا بد أن يمثلهم أمام الشركة واحد فقط بالنيابة عنهم .

٣- صكوك قابلة للتداول : أي يمكن نقل ملكيتها من شخص لآخر بأي طريق من طرق نقل الملكية كالبيع والهبة والإرث والرهن وغير ذلك .

٤- المسؤولية المحدودة للمساهم : أي أن مسؤولية المساهم تجاه التزامات الشركة محدودة بقيمة السهم الذي يمتلكه.

٢-٢-٣ الأهمية الاقتصادية للأسهم :

يعد إصدار الأسهم واحداً من طرق التمويل في معظم الشركات المساهمة في البلدان المتقدمة ، حيث ساهم اختراع صيغة الشركة المساهمة و التي هي شركة تتصف بالمسؤولية المحدودة وبتقسيم رأسمالها إلى حصص صغيرة متساوية القيمة والقابلة للتداول ، ما كان له بلا ريب إسهام رئيسي في النمو الاقتصادي في تلك البلدان .

ولعل أهم ما تمتاز به هذه الصيغة أنه يمكن من خلالها جمع رؤوس أموال كبيرة من مساهمات صغار المدخرين الذين لا يمكن لهم الاستثمار مباشرة من خلال رؤوس أموالهم الصغيرة .

ومن جهة ثانية تمثل المسؤولية المحدودة حافزاً لدى الأفراد حيث يعلمون أن ديون الشركة وخسائرها لا يمكن أن تمتد إلى أموالهم الخاصة في حال إفلاس الشركة ، فالمخاطرة في هذا النوع من الاستثمار بالنسبة للفرد محددة بنسبة ما يمتلك من أسهم .

ومن جهة ثالثة تؤدي ميزة التداول إلى جعل الاستثمار – بالنسبة للأفراد – استثمار جيد السيولة مما يجعل الشركة المساهمة مفضلة على صيغ الاستثمار الأخرى .

وأخيراً تؤدي الإدارة بالتوكيل في الشركة المساهمة إلى زيادة كفاءة عملها وتَحَقُّق الاستمرارية فيها ووضوح الهدف .

من ذلك كله وجدت المجتمعات أن صيغة الشركة المساهمة يمكن أن يكون لها دور بالغ الأهمية في التنمية الاقتصادية حيث يتم تعبئة المدخرات من الأفراد وتوجيهها نحو الاستثمار في المشاريع المختلفة في كافة المجالات والتي يصعُب تمويلها بأي طريقة أخرى .

٢-٢-٤ أنواع الأسهم :

يمكن تقسيم الأسهم إلى أنواع متعددة بحسب المعيار الذي يتخذ للتصنيف وذلك على النحو التالي :

٢-٢-٤-١ الشكل القانوني :

أ- أسهم اسمية (Nominal Shares) : هي الأسهم التي تحمل اسم صاحبها والتي تثبَّت ملكيته لها ، وتنتقل ملكية الأسهم الاسمية هذه من خلال سجلات الشركة ودفاترها .

ب-أسهم لحاملها (Bearer Stock) : هي الأسهم التي يكتب عليها (لحاملها) فقط ، دون تسجيل الاسم ، ويعد حامل السهم هو المالك في نظر الشركة وتتداول بطريقة الحيازة الفعلية .

ت-أسهم للأمر أو الإذن (An order Shares) : يصدر هذا النوع من الأسهم باسم صاحبه و يكتب عليها عبارة (للأمر) وتتداول بطريقة التظهير بدون الحاجة للرجوع إلى الشركة.

٢-٢-٤-١ الحصة المدفوعة :

أ- الأسهم النقدية (Cash Shares) : هي الأسهم التي يكتتب بها المساهم بشرط أن يدفع قيمتها نقداً .

ب-الأسهم العينية (Vendor's Shares) : هي الأسهم التي يكتتب بها المساهم بدفع قيمتها عيناً عقاراً أو منقولاً .

ت-الأسهم المختلطة (Mixture Shares) : هي الأسهم التي يكتتب بها المساهم ويدفع قيمتها مختلطة بالنقد والعين ، كمن يصبح مساهماً بعقار ومبلغ نقدي .

٢-٢-٤-٣ من حيث الحقوق المترتبة :

أ- الأسهم العادية **Common Stocks** .

ب- الأسهم الممتازة **Preferred Stocks** .

٢-٢-٤-٣-١ الأسهم العادية Common Stocks

تُعتبر الأسهم العادية النوع الأكثر والأوسع استخداماً من قبل الشركات من أجل الحصول على الموارد التمويلية ، وخصوصاً لتكوين رأس المال عند تأسيس هذه الشركات ، ولا يمكن تصور إنشاء شركة مساهمة بدون أن تقوم بإصدار أسهم عادية ، وقد تقتصر الأسهم في بعض الشركات على الأسهم العادية لذلك فإنها تعتبر الأداة الأكثر استخداماً في تعاملات الأسواق المالية .

و يُعَّرف السهم العادي بأنه "صك يمثل حصة ملكية في شركة ما، وتخول هذه الحصة صاحبها بالتصويت على جميع المسائل الخاصة بالشركة ، ويعتبر حاملوا الأسهم العادية هم ملاك الشركة

ولهم حق في الأرباح التي تحققها الشركة وذلك بعد تسوية الالتزامات كما أن لهم سيطرة مطلقة للتحكم بآلية عمل الشركة ". [١]

وفي تعريف آخر نجد أن السهم هو : " أداة ملكية ذو صفة مالية قابلة للتداول ، لحامله الحق بالحصول على عوائد دورية غير ثابتة بجانب حصته برأس المال ، والمثبتة بشهادة السهم " .[٢]

وتعتبر الأسهم العادية مصدراً دائماً للتمويل ، إذ لا يمكن الرجوع إلى الشركة لاسترداد قيمتها و لكن إذا ما أراد المستثمر تسييلها فلا سبيل أمامه إلا بيعها في سوق الأوراق المالية .

وللسهم العادي عدة قيم هي :

أ. قيمة الإصدار (Nominal Value) (القيمة الاسمية) : وتتمثل في القيمة المدونة على قسيمة السهم وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس ويتم إصدارها في السوق الأولية عند الاكتتاب .

ب. القيمة المحاسبية (NET Value or Book Value) (القيمة الدفترية) : وهي القيمة التي تحددها قائمة المركز المالي والتي تتمثل في قيمة حقوق المساهمين (رأس المال والاحتياطات والأرباح المدورة) ماعدا الأسهم الممتازة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة .

ج. القيمة المتداولة (Current Value or Market Value) (القيمة السوقية) : وهي القيمة التي يتم بموجبها التداول على السهم في السوق الثانوية وهي تعبر عن قيمة ثروة حامل السهم الحالية في السوق وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو الدفترية حسب قوى العرض والطلب في السوق .

د. القيمة العادلة أو الحقيقية (Just Value) : وهي عبارة عن حاصل قسمة التدفقات النقدية المتوقعة على معدل العائد المطلوب أي هي القيمة التي تعبر عن مدى قدرة السهم على تحقيق تدفقات نقدية مستقبلية .[٣]

---

[١] Grinblatt . Mark , " Financial Market and Corporate Strategy , McGraw-Hill/Irwin; ٢ edition , ٢٠٠١ , p ٦٩.

[٢] Hampton. John ,"Financial Decision Making" ,٤th.ed,New Delhi , India ,١٩٩٦, p٥٠.

[٣] Ali. Faridah , "Effective Stock Market in Malaysia" , Berita Publishing Sdn. Bhd. (١٩٩٧), p.٤٠.

ويدرك المتعاملون في سوق المال أنه لا القيمة الاسمية ولا القيمة الدفترية تمثل التقييم الحقيقي للسهم ذلك أن القيمة الحقيقية للسهم العادي – والذي سيتم التعامل على أساسها في السوق – تتوقف على العائد الذي يتوقع الحصول عليه نتيجة لامتلاكه، أي تتوقف على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات التي يتوقع أن يجنيها المستثمر لذلك لا يوجد في واقع الأمر ما يضمن قدرة الشركة المصدرة على تسويق أسهمها بقيمتها الاسمية ، بل إن وجود الخصم أو العلاوة على القيمة الاسمية هو السيناريو الأكثر احتمالا لضمان بيع السهم بقيمته السوقية .

ويتمتع المساهمون من حملة الأسهم العادية بعدد من الحقوق من أهمها حق حضور الجمعية العمومية و التصويت على قرارات مجلس الإدارة بنسبة ما يملكه المساهم من أسهم عادية وكذلك الحق في التداول أي أنه يحق للمساهم نقل ملكية الأسهم بالبيع أو بأي طريقة أخرى، كما له الحق أيضاً في الحصول على نصيب من الأرباح إذا قررت الإدارة توزيعها بعد استيفاء حملة السندات والأسهم الممتازة لحقوقهم ، وكذلك حق الأولوية في الاكتتاب في حال قررت الإدارة إصدار أسهم جديدة ، كما يتمتع كذلك بميزة هامة وهي أن مسؤوليته محدودة بحصته في رأس مال الشركة أي بقيمة ما يملكه من أسهم .

إلا أن له بعض العيوب ومنها أن حاملها ليس له الحق في المطالبة بتوزيعات مالم تقرر الإدارة ذلك يضاف إلى ذلك أن حملة الأسهم العادية في حالة الإفلاس يأتون في آخر القائمة من حيث حصولهم على نصيب في أموال التصفية ، إذ يأتون بعد حملة السندات والأسهم الممتازة.

٢-٢-٤-٣-١-١ الاتجاهات الحديثة للأسهم العادية :

إلى جانب الأسهم العادية التقليدية ظهرت في السنوات الأخيرة أنواعاً جديدة من الأسهم العادية يمكن إبرازها فيما يلي :

٢-٢-٤-٣-١-١-١ الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية :

الأصل أن يكون للمنشأة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها المنشأة ككل ، غير أن شركة جنرال موتورز خرجت على أسواق رأس المال في الثمانينات بمجموعتين إضافيتين من الأسهم العادية ، فإلى جانب الأسهم العادية ككل ، أصدرت الشركة المذكورة مجموعة من الأسهم أطلق عليها الفئة (E-CLASS) و ربطت فيها التوزيعات

التي يحصل عليها حاملها بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أنظمة المعلومات الإلكترونية ومجموعة أخرى أطلق عليها الفئة (H-class) وربطت فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أجزاء الطائرات .[١]

٢-٢-٤-٣-١-١-٢ الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة :

الأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا تعتبر من بين المصروفات التي ينبغي خصمها قبل حساب الضريبة . وفي الثمانينات صدر تشريع ضريبي في الولايات المتحدة يسمح للمنشآت التي تبيع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها ، في ظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكية المنشأة بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة .

وأيضاً نص القانون على إعفاء المؤسسات المالية التي تمنح قرضاً لصندوق العاملين – المخصص لتمويل شراء تلك الأسهم – من دفع الضريبة على ٥٠ % من الفوائد التي تحصل عليها .[٢]

٢-٢-٤-٣-١-١-٣ الأسهم العادية المضمونة :

الأصل في السهم العادي أنه ليس لحامله الحق في الرجوع إلى المنشأة التي أصدرته وذلك في حالة انخفاض قيمته السوقة . غير أنه في عام ١٩٨٤ ظهرت ولأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية أسهماً عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محدودة عقب الإصدار ، أما إذا لم يصل انخفاض القيمة إلى الحد المعين ، أو إذا تجاوز الانخفاض الحد ولكن بعد انتهاء الفترة المنصوص عليها فلا يكون للمستثمر الحق في المطالبة بأي تعويض .[٣] ويمثل الضمان الذي توفره هذه الأسهم بمثابة عامل جذب للمستثمرين المترددين في التعامل مع الأسواق المالية ، إذ تتيح لحاملها – خلال فترة التعويض– فرصة تحقيق المزيد من الأرباح الرأسمالية كلما ارتفعت قيمتها السوقية ، في حين أن خسائرها عادة ما تكون محدودة .

---

[١] هندي ، منير إبراهيم : **"الأوراق المالية وأسواق المال"** ، مرجع سبق ذكره ، ص ١١ .
[٢] هندي ، منير إبراهيم : **"الأوراق المالية وأسواق المال"** ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٢.
[٣] هندي، منير إبراهيم : **"الأوراق المالية وأسواق المال"** ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٩ .

و لا تقتصر مزايا الأسهم المضمونة على جذب المستثمرين فحسب ، بل إنها تحقق أيضاً الحماية لبنوك الاستثمار التي تتولى عملية إصدار الأسهم ، إذ من شأن هذه الحماية ضمان التصريف الكامل للإصدارات الجديدة بتكلفة منخفضة وبالتالي توفير الموارد المالية التي خططت الشركة المصدرة لتعبئتها .

٢-٢-٤-٣-٢الأسهم الممتازة Preferred Stocks

هي أوراق مالية تجمع بين صفات وحقوق الأسهم العادية والسندات ، ولهذا يشار لها بأنها أسهم هجينة بسبب ما تحمله من صفات وحقوق الأسهم العادية وبعض صفات وحقوق السندات والسهم الممتاز أو المفضل هو مرحلة متوسطة بين السهم العادي وبين السند وقد سميت مفضلة لإنها مفضلة على الأسهم العادية في استحقاق الربح وفي ضمان القيمة الاسمية وفي السبق إلى موجودات الشركة في حال تصفيتها.

ويمثل السهم الممتاز مستند ملكية (وإن كانت تختلف عن الملكية التي تنشأ عن السهم العادي) له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية ، شأنه في ذلك شأن السهم العادي . غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة – أي ليس للأسهم الممتازة نصيب في الاحتياطيات والأرباح المحتجزة التي قد تظهر في الميزانية العمومية – وعلى الرغم من أنه ليس للسهم تاريخ استحقاق إلى أنه قد ينص على استدعائه في توقيت لاحق .[١]

وللأسهم الممتازة الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم ويجوز تأخير دفع هذه التوزيعات ، ولكن يبقى لهذه الأسهم الحق في الأرباح المتراكمة ، كما ولا تدفع الأرباح للأسهم العادية قبل استيفاء حملة الأسهم الممتازة لحقوقهم ، والأرباح الموزعة على الأسهم الممتازة لا تزداد بازدياد الأرباح الموزعة على الأسهم العادية .[٢]

وتتمتع المنشآت التي تعتمد على الأسهم الممتازة في التمويل ببعض المزايا من أهمها : أنها ليست ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات في كل سنة تتحقق فيها أرباح ، وأن التوزيعات محددة بمقدار

---

[١] هندي ، منير إبراهيم، **"الأوراق المالية وأسواق المال"** ، مرجع سبق ذكره ، ص٢٧-٢٨ .
[٢] محمود عبدالله موعد ، **"رسالة ماجستير بعنوان " العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم بالتطبيق على بورصة عمان "** ، مرجع سبق ذكره ، ص ٥٢ .

معين وأنه لا يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت إلا في الحالات التي تعاني منها المنشأة من مشكلات جدية ، كذلك فإن إصدار المزيد من الأسهم الممتازة يُسهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة وهو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الاقتراضية المستقبلية للمنشأة يضاف إلى ذلك أن قرار إصدار تلك الأسهم قد يتضمن إعطاء المنشأة الحق في استدعاء الأسهم التي أصدرتها ، وذلك في مقابل أن يحصل حامله على مبلغ يفوق قيمته الاسمية .

وإذا كان للأسهم الممتازة هذه الميزات فإنها لا تخلو من بعض العيوب وأولها ارتفاع تكلفتها نسبياً فتكلفة التمويل بالأسهم الممتازة تفوق تكلفة الاقتراض وذلك بسبب أن توزيعات الأسهم الممتازة على عكس الفوائد التي تدفع للسندات لا تخصم من الإيرادات (الوعاء الضريبي) قبل حساب الضريبة وبالتالي لا تحقق المنشأة من ورائها وفورات ضريبية ، يضاف إلى ذلك أن حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر من تلك التي يتعرض لها المُقرضون ومن ثم يطالبون بمعدل عائد أعلى وذلك لأنه لا يوجد ما يضمن حصول حملة الأسهم الممتازة على عائد دوري ، كما أنه في حالة الإفلاس وتوزيع أموال التصفية يأتي حملة الأسهم الممتازة في المرتبة الثانية .[1]

٢-٢-٤-٣-٢-١ أنواع الأسهم الممتازة :

تصدر الأسهم الممتازة بفئات مختلفة حسب المزايا التي تحققها كل فئة منها سواء للمستثمر أو للشركة المصدرة خصوصاً من حيث توزيعات الأرباح أو القابلية للتحويل إلى أسهم عادية أو قابليتها للاستدعاء من قبل الشركة المصدرة وعلى هذا الأساس تقسم الأسهم الممتازة إلى الأنواع التالية :

٢-٢-٤-٣-٢-١-١ الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح :

وهي فئة من الأسهم الممتازة تضمن لحاملها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة حققت فيها الشركة أرباحاً لكنها لم تعلن عن توزيعها بسبب من الأسباب وذلك بخلاف السهم العادي الذي لا يضمن لحامله مثل هذا الحق إذ يسقط حق المساهم العادي في المطالبة بتوزيعات سنوات سابقة .

[1] هندي ، منير إبراهيم : **"الأوراق المالية وأسواق المال"** ، مرجع سبق ذكره ، ص٢٧-٢٨ .

ووفقاً لما سبق إذا حققت الشركة أرباحاً في سنة من السنوات ولكنها لم تعلن عن توزيعها لسبب من الأسباب ، يحتفظ حامل السهم الممتاز مجمع الأرباح بحقه في الحصول على نصيبه من هذه الأرباح وذلك في العام التالي إذا ما أعلنت الشركة عن توزيع أرباح على المساهمين .

٢-٢-٤-٣-٢-١-٢ الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح :

يقصد بها تلك الفئة من الأسهم الممتازة التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح وذلك بإعطائه أيضاً الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة إما بالكامل أو جزئياً وذلك بعد أن يحصلوا على حقوقهم من الأرباح من عملية التوزيع الأولي . فمثلاً إذا أصدرت الأسهم الممتازة بمعدل ١٠ % فهذا يعني أنها إذا كانت من النوع المشارك ستمكن حاملها من الحصول على نصيب إضافي من الأرباح إذا ما تجاوزت نسبة توزيع الأرباح لحملة الأسهم العادية ١٠% . هذا ويمكّن الحق المشاركة في الأرباح أن يكون مطلقاً غير محدداً ، كما يمكن أن يكون لهذا الحق حد أقصى فتكون في هذه الحالة جزئية .

٢-٢-٤-٣-٢-١-٢ الأسهم الممتازة القابلة للتحويل :

تعتبر قابلية السهم الممتاز بالتحول إلى أسهم عادية ميزة كبيرة تعطى لحامل هذا النوع من الأسهم ، إذ تتيح له أفضلية الحصول على نصيبه من الأرباح قبل المساهم العادي وفي الوقت نفسه توفر لحامله الحق في تحويل الأسهم الممتازة التي يملكها إلى أسهم عادية وعادة ما يحصل ذلك عند ارتفاع القيمة السوقية للأسهم العادية الأمر الذي يحقق لحاملها مكاسب رأسمالية .

٢-٢-٤-٣-٢-١-٣ الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء :

إن قابلية الأسهم الممتازة للاستدعاء تُعطي للشركة المصدرة الحق في إلزام المساهم الذي يحمل هذا النوع من الأسهم بردها للشركة بسعر محدد وخلال فترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار مما يوفر للشركة الحق في استهلاك هذه الأسهم إذا ما شعرت بأن لديها فائض من الأموال يمكنها من تضييق قاعدة المساهمين الممتازين لحساب المساهمين العاديين وبالتالي تخفيض الرفع المالي على اعتبار أن الأسهم الممتازة تحمل الشركة أعباء ثابتة تزيد من مخاطر الرفع المالي .

٢-٢-٤-٣-٢-٢ اتجاهات جديدة في الأسهم الممتازة :

الأصل أن التوزيعات على الأسهم الممتازة ثابتة وتتحدد بنسبة معينة من القيمة الاسمية للسهم إلا أنه وفي عام ١٩٨٢ ظهر في الولايات المتحدة ولأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة ترتبط فيها التوزيعات بمعدل العائد على نوع من السندات الحكومية وهي سندات الخزانة ،على أن يجري تعديل على نصيب السهم من الأرباح كل ثلاثة شهور بناء على التغير الذي يطرأ على معدل العائد على تلك السندات ، وللمحافظة على مستوى ملائم من الطلب على تلك الأسهم عادة ما ينص على أن لا تقل نسبة التوزيعات عن ٧.٥ % من القيمة الاسمية للسهم ويشترط أن لا تزيد النسبة عن ١٥.٥ % من تلك القيمة . [١]

٢-٢-٢ أدوات المديونية

تمثل أدوات المديونية إحدى الطرق التي تسلكها المنشآت للحصول على رؤوس الأموال طويلة الأجل عندما لا تكفي الأموال الخاصة للمساهمين ، وتتميز أدوات المديونية المتداولة في سوق رأس المال بثبات العائد المترتب عنها وتدني درجة مخاطرها ومن أهم أدوات المديونية السندات.

٢-٢-٢-١ السندات

تعد السندات من أهم أشكال الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية ، والسندات هي شهادات مديونية تصدرها منشآت الأعمال المختلفة أو الحكومة ، ويلجأ إلى الاستثمار فيها المستثمرين الذين يفضلون الاستثمار بعائد ثابت ومستوى منخفض من المخاطرة .

وتعد السندات بمثابة عقد أو اتفاق بين طرفين الأول وهو الجهة المصدرة للسند (المُقتَرض) والثاني هو المستثمر في السند (المُقرِض) وبمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغاً معيناً إلى الطرف الأول الذي يتعهد برد أصل المبلغ وفوائد مُتفق عليها في تواريخ محددة ويعطي السند لحامله الحق في استرجاع القيمة الاسمية للسند (أصل القرض) وحق الأولوية في الحصول على فائدة دورية تتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند تدفع مهما كانت نتيجة

[١] هندي ، منير إبراهيم: **"الأوراق المالية وأسواق المال"** ، مرجع سبق ذكره ، ص٢٨-٢٩

الدورة المالية للشركة على عكس الأسهم التي ترتبط عوائدها بنتائج الشركة وسياسات مجلس الإدارة فيما يتعلق بالتوزيعات ، كما يتيح السند لحامله حق الأولوية في استيفاء حقوقه إذا ما تمت تصفية الشركة وعلى عكس حملة الأسهم لا يعد حامل السند شريكاً في الشركة المصدرة لهذا السند ، وتبعاً لذلك لا يحق له التدخل في إدارتها أو حضور جمعيتها العمومية .

و يتميز التمويل بواسطة السندات مقارنة بالقرض التقليدي بمرونة التسييل العالية لحامله ، فضلاً عن إمكانية تحقيقه للمكاسب الرأسمالية خلال عملية التداول ، وللسند قيمة سوقية قد تزيد أو تقل أو تتساوى مع قيمته الاسمية . حيث تتحدد القيمة السوقية للسند على ضوء درجة المخاطر التي يتعرض لها حامله والتي تتوقف بدورها على المركز المالي للجهة المصدرة والظروف الاقتصادية السائدة ، وبخاصة مستوى أسعار الفائدة السائدة في السوق .

ويتم إصدار السندات من قبل منشآت الأعمال المختلفة حيث تعتبر بالنسبة لها طريقة مهمة من طرق التمويل بالاقتراض قد تكون الأفضل إذا ما قورنت بالقروض المباشرة التي تحصل عليها منشآت الأعمال من البنوك والجهات التمويلية الأخرى وذلك لأنها تحقق وفورات ضريبية.

وكذلك قد تكون السندات المصدرة حكومية ، تهدف الدولة من إصدارها إلى تمويل احتياجاتها الجارية والاستثمارية أو لمواجهة عجز الموازنة أو كسياسة لاستهداف التضخم وامتصاص السيولة الفائضة في الاقتصاد ، وتعتبر السندات الحكومية أكثر ضماناً وأقل مخاطرة من تلك التي تصدرها منشآت الأعمال .

٢-٢-٢-١-١ خصائص السندات :

تتميز السندات عن غيرها من الأوراق المالية بما يلي :

١- تمثل السندات ديوناً في ذمة الجهة المُصدرة لها (حكومة – شركة – مؤسسة) وحاملها يكون دائناً لتلك الجهة .
٢- السندات صكوك متساوية القيمة و تصدر بقيمة اسمية ، ولا تقبل التجزئة و لحامليها حق استيفاء قيمتها الاسمية قبل أصحاب الأسهم عند تصفية الشركة .
٣- السندات قابلة للتداول حيث يحق لمالكها بيعها .
٤- للسند قيمة اسمية ، معدل فائدة ، تاريخ استحقاق قد يكون قصيراً أو متوسطاً أو طويلاً .

٥- لا يحق لحامل السند المشاركة في اجتماع الهيئة العامة للشركة ولا التصويت فيها ولا التدخل في الإدارة .

٦- تعتبر الفوائد التي تمنح لحملة السندات من النفقات التي يجوز خصمها من الوعاء الضريبي للشركة مما يحقق وفورات ضريبية للشركة المصدرة .

٧- يعطي السند لحامله حقين أساسيين : حق الحصول على فائدة وحق استرداد قيمة سنده في أجل الاستحقاق .

٢-٢-٢-١-٢ أنواع السندات : تقسم السندات وفقاً لعدة معايير أهمها :

٢-٢-٢-١-٢-١ حسب الجهة المصدرة :

٢-٢-٢-١-٢-١-١ السندات الحكومية Government Bonds :

وهي صكوك متساوية القيمة تمثل ديناً مضموناً في ذمة الحكومة ، وهي ذات فوائد ثابتة غالباً وتُصدر الحكومة هذه السندات لتمويل عمليات التنمية الاقتصادية (قروض الإنتاج) أو لتمويل المجهود الحربي (قروض الحرب) أو لمواجهة العجز في ميزانيتها أو لمواجهة التضخم [١]. وتُصدر الحكومة السندات عن طريق الاكتتاب المباشر العام ، أو طرحها في البورصة أو الاستعانة بالمصارف لبيعها وتتميز هذه السندات بخلوها من المخاطر وتمتعها بدرجة عالية من السيولة .

٢-٢-٢-١-٢-١-٢ سندات شركات الأعمال Corporate Bonds :

وهي السندات التي تُصدرها الشركات المساهمة أو الشركات التجارية والصناعية والخدمية وذلك لتمويل مشاريعها ، وتتميز هذه السندات عن السندات الحكومية أنها تصدر بمعدلات فائدة أعلى من السندات الحكومية ، ولكنها أكثر تعرضاً للمخاطر المترتبة على عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بالدين وفوائده السنوية .[٢]

---

[١] هارون ، محمد صبري: **"أحكام أسواق الأوراق المالية (الأسهم والسندات)"** ، دار النفائس ، الأردن ، ١٩٩٩و ص ٢٣٦ .

[٢] هارون ، محمد صبري: **"أحكام أسواق الأوراق المالية (الأسهم والسندات)"** ، مرجع سبق ذكره ، ص ٢٣٩ .

٢-٢-٢-١-٢-٢ حسب ما تتمتع به من ضمان :

٢-٢-٢-١-٢-١ سندات مضمونة Secured Bonds :

وهذا النوع من السندات مغطى برهن على أصول معينة كالعقارات أو الأراضي أو الآلات ، ويجب أن تكون القيمة السوقية للأصول التي يتم رهنها مقابل السندات المصدرة أعلى من قيمة تلك السندات من أجل ضمانها ، وبسبب وجود الضمان وعدم وجود المخاطر تقريباً فإن عائد هذه السندات أقل من أي نوع آخر . وهي تُعطي حاملها الحق في المطالبة بالضمان المحدد عندما تعجز الجهة المصدرة لها عن دفع قيمة السندات المستحقة مع الفوائد أو في حالة تصفية الشركة .

٢-٢-٢-١-٢-٢ سندات غير مضمونة Unsecured Bonds :

وهي سندات غير مضمونة بأي أصل من الأصول بل أن ضمانها يعتمد على المركز المالي و الائتماني للشركة وما تحققه من أرباح وثقة المتعاملين بها ، أي أنها تتحمل مخاطر أكثر بالنسبة للسندات المضمونة ولذلك فإن عائدها عادة ما يكون أعلى من السندات المضمونة .

٢-٢-٢-١-٢-٣ حسب العائد :

ويمكن التمييز بين :

٢-٢-٢-١-٢-٣-١ السندات ذات العائد الثابت : Fixed–Rate Bonds

هذا النوع من السندات يقدم عائداً مماثلاً في كل السنوات إلى نهاية أجل السند .

٢-٢-٢-١-٢-٣-٢ السندات ذات الفائدة المتغيرة : Variable –Rate Bonds

وهذا النوع من السندات تم استحداثه نتيجة التغيرات الكبيرة في أسعار الفائدة الجارية في السوق منذ بداية الثمانينات ، وعادة ما يرتبط سعر الفائدة على هذه السندات بسعر الفائدة على سندات أخرى مثل سندات الخزانة ، حيث يتم تعديل سعر الفائدة على هذه السندات بين فترة وأخرى ليتلائم مع أسعار الفائدة الجارية في السوق والتي تتغير عبر الزمن . [١]

[١] الزرري ، عبد النافع و فرح ، غازي توفيق: **"الأسواق المالية"** ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٦٥-١٦٦.

٢-٢-٢-١-٢-٤ حسب طريقة تداولها وتملكها :

٢-٢-٢-١-٢-٤-١ سندات اسمية Nominal Bonds :

وهي السندات التي تصدر باسم صاحبها وتكون مقيدة في دفاتر الشركة بإسمه وتنقل بطريقة التسجيل ، وهذه السندات يمكن أن تكون مسجلة بالكامل (الدين الأصلي والفائدة) أو أن تكون مسجلة تسجيلاً جزئياً (أصل الدين فقط) وأما الفائدة فتكون على شكل كوبونات مرفقة مع السند تنزع منه بمجرد استحقاقه لتُحصَّل مباشرة من الجهة المدينة .

٢-٢-٢-١-٢-٤-٢ سندات لحاملها Bearer Bonds :

وهي السندات التي لا تحمل اسم صاحبها وتنتقل ملكيتها بطريقة الاستلام فيحصل حاملها على الفائدة من خلال الكوبونات المرفقة بالسند .

٢-٢-٢-١-٣ الاتجاهات الحديثة للسندات :

ظهرت في السنوات الأخيرة أشكالاً جديدة من السندات لها مميزات تختلف عن سمات السندات التقليدية منها :

٢-٢-٢-١-٣-١ السندات التي لا تحمل كوبوناً Zero Coupon Bonds :

وهي سندات تباع بخصم على قيمتها الاسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق و كما يمكنه بيعها في السوق بالسعر السائد وذلك إذا رغب بالتخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق . ويمثل الفرق بين القيمة المدفوعة لشراء السند وبين القيمة الاسمية أو سعر البيع مقدار الفائدة الذي يحققه المستثمر .[١]

٢-٢-٢-١-٣-٢ السندات ذات الدخل Income Bonds : وهي تلك السندات التي لا يجوز لحملتها المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها المنشأة أرباحاً و ومع هذا فقد ينص في بعض عقود الإصدار على أن يحصل حامل السند على الفوائد عن سنة لم تتحقق فيها أرباح وذلك من أرباح سنة أخرى .[٢]

---

[١] هندي ، منير ابراهيم **"الأوراق المالية وأسواق المال"** ، مرجع سبق ذكره ، ص ٣٣ .
[٢] هندي ، منير ابراهيم: **"الأوراق المالية وأسواق المال"** ، مرجع سبق ذكره و ص ٣٤ .

٢-٢-١-٣-٣ السندات الرديئة Junk Bonds :

وهي نوع جديد من السندات ظهرت في نهاية السبعينات في الولايات المتحدة حيث تصنف بأنها ليست من درجة الاستثمارات الجيدة لأنها تحتوي على نسبة مخاطرة كبيرة ، لذا يكون العائد عليها مرتفع ليعوض المستثمر عن هذه المخاطر . وتستخدم الأموال المتأتية من إصدار هذه السندات من أجل تمويل شراء أسهم شركة متعثرة أو للاستيلاء على مجلس إدارة الشركة من خلال امتلاك حصة كبيرة من أسهمها المتداولة في السوق ، والمخاطر في هذه السندات تتمثل في زيادة كبيرة في نسبة المديونية (الأموال المقترضة إلى مجموع الموجودات) .[١]

٢-٢-١-٣-٤ سندات المشاركة Participating Bonds :

وهي نوع من السندات تعطي المستثمر الحق في أرباح الشركة إضافة إلى الفوائد الدورية. وتصدر سندات المشاركة من قبل الشركات التي تعاني من وضع ائتماني ضعيف لأنها لم تستطع الحصول على أموال لتبقى مستمرة إلا بهذه الطريقة . إلا أن حملة الأسهم العادية يعارضون إصدار هذه السندات لأنهم يفضلون الاحتفاظ بالأرباح لأنفسهم .[٢]

٢-٢-٣ المشتقات المالية :

المشتقات Derivatives هي عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية أي (الأصول موضوع العقد Underlying Asset) ، والتي تتنوع بين الأسهم والسلع والعملات الأجنبية وهي عقود كسائر أنواع العقود المتعارف عليها تمثل ترتيبات بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري ويترتب عليها حقاً لطرف والتزاماً على الطرف الآخر .

ويعتبر عام ١٩٧٣ م عام الثورة في هذه العقود ، إذ شهد تطويراً لعقود المشتقات وانتقالها إلى الأصول المالية بعد أن كان أمرها قاصراً – قبل ذلك – على العقود الآجلة والمستقبلية في السلع الزراعية والموارد الطبيعية كالذهب والفضة .

[١] الزرري ، عبد النافع و فرح ، غازي توفيق، الأسواق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٦٦.
[٢] الزرري ، عبد النافع و فرح ، غازي توفيق، الأسواق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٦٦ .

وقد وُضِعت العديد من التعاريف للمشتقات المالية حيث يرى Chance المشتقات المالية بأنها " أداة مالية تقدم عائداً مبنياً على أساس عائد بعض الأصول الأساسية الأخرى " [١].

ويعرفها صندوق النقد الدولي : " المشتقات المالية هي عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثماراً لأصل المال في هذه الأصول وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري ". [٢]

٢-٢-٣-١ أنواع المشتقات المالية :

تتنوع وتتعدد المشتقات المالية ولكنها تتمثل أساساً في العقود الآجلة والعقود المستقبلية وعقود الخيارات وعقود المبادلة .

٢-٢-٣-١-١ العقود الآجلة Forward Contract :

العقد الآجل هو عقد يبرم بين طرفين ، مشتري وبائع للتعامل على أصل ما (أسهم أو سندات أو عقارات أو عملات أجنبية أو الذهب أو السلع) على أساس سعر يتحدد عند التعاقد ، على أن يكون التسليم في تاريخ لاحق وتكون لتلك العقود المالية مدة زمنية محددة بالإضافة إلى سعر وشروط معينة يتم تحديدها عند تحرير العقد بين البائع والمشتري .[٣]

وقد عرف صندوق النقد الدولي العقد الآجل ، بأنه العقد الذي بمقتضاه يتفق طرفان على تسليم الأصل محل التعاقد سواء كان حقيقياً أم مالياً بكميات معينة وفي تاريخ معين وبسعر تعاقد متفق عليه .[٤]

---

[١] Chance , Don.M, " An Introduction to Derivatives & Risk Management" , ٦th ed , Thomson , South – Western , New York , Prentice- Hall international, ٢٠٠٤ , p٢ .

[٢] حسن، سمير عبد الحميد رضوان حسن **"المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر"** ، مرجع سبق ذكره ، ص٥٩-٦٠.

[٣] Hall . John C ," Option ,Future & Other Derivatives " . ٦ th Edition , Prentice Hall, ٢٠٠٢ , p٢٥.

[٤] Robert M .Heath" ،The Statistical Measurement of Financial Derivatives" IMF working paper ، Washington,. DC: International Monetary Fund,p١ ،March ١٩٩٨ .

و يشار للسعر المحدد في العقد الآجل باسم سعر التسليم Delivery price ، وتتم تسوية العقد الآجل عند الاستحقاق حيث يقوم البائع بتسليم الأصل إلى المشتري مقابل مبلغ نقدي مساوي لسعر التسليم .

وعملياً إذا كان سعر التنفيذ المتفق عليه بين طرفي العقد أقل من سعر الأصل السائد في السوق في تاريخ التسليم ، فإن المشتري سيحقق مكاسب مساوية لقيمة الفرق بين السعر الجاري (السائد) في تاريخ التسليم وسعر التنفيذ ، أما إذا كان هذا الأخير أعلى من سعر الأصل السائد عند الاستحقاق فإن البائع سيحقق أرباحاً على حساب المشتري .

والمخاطر في العقود الآجلة تمتد إلى طرفي العقد ، فكل طرف من طرفي التعاقد يتحمل مخاطر عدم وفاء الطرف الآخر بالتزاماته وهو ما يطلق عليه Credit risk or Default risk .

٢-٢-٣-١-٢ العقود المستقبلية Future contract :

العقود المستقبلية هي اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في وقت معين في المستقبل بسعر معين ، ولكن على خلاف العقود الآجلة يتم تداول العقود المستقبلية في البورصات ، ومن أجل جعل التداول ممكناً تحدد البورصة سمات معيارية للعقد ، ونظراً لأن طرفي العقد لا يعرفان بعضهما البعض بالضرورة ، فإن البورصة توفر آلية تعطي كلاً من الطرفين ضماناً بأن العقد سوف يتم تنفيذه ومن أكبر البورصات التي تتداول فيها العقود المستقبلية هي مجلس شيكاغو للتجارة . [١]

وتعتبر العقود المستقبلية امتداداً وتطوراً للعقود الآجلة ، فالعقود الآجلة ما هي إلا عقود آجلة تم تنميطها من حيث تاريخ التسليم ومستوى جودة الأصل وعدد الوحدات داخل العقد ولم تترك مجالاً للتفاوض سوى للسعر وعدد العقود ، بينما في العقود الآجلة فلا توجد أي قيود حيث تتحدد

[١] حماد ،طارق: **"المشتقات المالية (المفاهيم ، إدارة المخاطر ، المحاسبة)"** ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٦ .

بنود العقد وفقاً لاتفاق الطرفين ، كما أنه بينما يكون السعر ثابتاً في العقد الآجل طول مدة العقد فإن العقود المستقبلية تخضع للتسويات اليومية ويتم تعديل قيمتها وفقاً لسعر التسوية .[١]

وفي العقود المستقبلية يطلق على البائع صاحب المركز القصير Short Position وعلى المشتري صاحب المركز الطويل Long Position ويقضي الاتفاق بينهما على تسليم البائع للمشتري الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق (تاريخ التسليم) وذلك على أساس سعر متفق عليه عند التعاقد .

وكذلك فإن على طرفي العقد أن يودع كلاً منهما لدى السمسار الذي يتعامل معه مبلغاً نقدياً يمثل نسبة ضئيلة من سعر العقد يطلق عليه الهامش المبدئي Initial Margin والغرض من هذا الهامش هو إثبات الجدية وحسن النية من الطرفين كما يستخدم لأغراض التسوية اليومية إذا ما تعرض أحد الطرفين للخسائر نتيجة لتغير سعر الوحدة محل العقد في غير صالحه. [٢]

ويعتبر تنفيذ العقود المستقبلية إلزامي لطرفيه ، إلا أنه يمكن لكل طرف من أطراف العقد التخلص من التزاماته وذلك بأخذ مركز مغاير لمركزه وذلك على عقد مماثل . فلو كان المركز طويل أي مركز المشتري فيمكن التخلص من التزامات ذلك المركز بأخذ مركز قصير أي مركز بائع على عقد مماثل والعكس لو أن المركز الذي أخذه المستثمر كان قصيراً .

ونادراً ما تتم عملية تسليم فعلي للأصل محل التعاقد ، فالتسوية في حقيقية الأمر تتم بصورة نقدية وذلك من خلال بيت المقاصة .

٢-٢-٣-١-٣ عقود الخيارات Option Contract :

نشا هذا النوع من العقود في الولايات المتحدة الأمريكية ، حيث كان يجري التعامل بهذه العقود في السوق المالية غير المنظمة من خلال وسطاء ماليين ، ثم انتقل التعامل بعد ذلك إلى السوق

---

[١] دوابة ، أشرف محمد ، ورقة بحث بعنوان **"المشتقات المالية من الناحية القانونية "** ، مؤتمر الاسواق المالية جامعة الإمارات ص ٥- ٦ .

[٢] هندي ، منير ابراهيم **"الفكر الحديث في إدارة المخاطر"** ، منشأة المعارف ، الاسكندرية ، ٢٠٠٣ ، ج٢ ، ص٩٢ .

المنظمة من خلال بورصة شيكاغو في عام ١٩٧٣ م ، ومنذ ذلك الوقت حدث نمو كبير في أسواق خيارات الشراء/ البيع حيث يتم تداول كميات كبيرة منها في بورصات كثيرة حول العالم .

ويمكن تعريف عقود الخيار بأنها : عقود تعطي لمالكها الحق (وليس الالتزام) في شراء أو بيع كمية معينة من أصل مالي بسعر محدد متفق عليه مقدماً والذي يسمى سعر التنفيذ (Exercise or Striking Price) وذلك نظير مبلغ معين غير قابل للرد يدفع لبائع العقد على سبيل التعويض أو المكافأة (ويسمى علاوة Premium) . وقد سميت هذه العقود بعقود الخيار لأنها تعطي لمالكها الحق في تنفيذ الاتفاق أو عدم تنفيذه وهذا هو الفارق الأساسي بين عقود الخيارات من ناحية والعقود الآجلة والمستقبلية من ناحية أخرى والتي تجعل من العقد ملزماً لطرفيه .

وتنقسم عقود الاختيار إلى نوعين أساسيين هما حق اختيار البيع وحق اختيار الشراء .

٢-٢-٣-١-٣-١ حق اختيار البيع Put Option :

يتيح هذا الحق فرصة للمستثمر لحماية استثماراته من مخاطر انخفاض قيمتها السوقية ، حيث يضمن المستثمر أو مشتري حق البيع الحق في بيع الأصل لمحرر العقد (بائع الحق) بسعر التنفيذ بغض النظر عن مقدار الانخفاض في سعر الأصل ، وذلك مقابل مكافأة يدفعها مشتري حق الاختيار لمحرر العقد كتعويض عن مقدار المخاطر والخسائر التي قد يتعرض لها إذا ما انخفضت أسعار الأصل عن سعر التنفيذ مستقبلاً .

ويلاحظ أن مشتري حق اختيار البيع يتوقع أن تنخفض أسعار الأصل في المستقبل بينما يتوقع محرر اختيار البيع أن أسعار الأصل سوف ترتفع في المستقبل ويحقق مشتري حق اختيار البيع في حالة ثبوت توقعاته أرباحاً عند الانخفاض في سعر الأصل ، في حين يتكبد خسارة محدودة ممثلة في العلاوة وذلك عند ارتفاع أسعار الأصل .

٢-٢-٣-١-٣-٢ حق اختيار الشراء Call Option :

يتيح حق اختيار الشراء فرصة للمستثمر لحماية استثماراته ضد مخاطر ارتفاع القيمة السوقية لأصل يرغب المستثمر في شرائه مستقبلاً ، حيث يمنح هذا الحق المستثمر إلزام الطرف الثاني في العقد تنفيذ الاتفاق إذا ما ارتفعت أسعار الأصل خلال فترة التعاقد عن السعر المتفق عليه (سعر التنفيذ) ، ويضمن المستثمر في هذه الحالة حصوله على الأصل محل الاتفاق بسعر التنفيذ ويحصل محرر حق اختيار الشراء (بائع الحق) مقابل ذلك على مكافأة من المستثمر نظير تحمله المخاطر إذا ما ارتفعت أسعار الأصل محل التعاقد .

ويلاحظ كما في حالة حق اختيار البيع أن توقعات كل من مشتري الحق ومحرر حق اختيار الشراء تكون متباينة ، فبينما يتوقع مشتري الحق ارتفاع أسعار الأصل في المستقبل فإن محرر حق اختيار الشراء يتوقع عكس ذلك ، وعملياً فإن مالك خيار الشراء يستطيع تحقيق مكاسب في حالة الارتفاع المستمر للسعر في حين ستكون خسارته محدودة بالعلاوة المدفوعة لشراء الحق من محرره في حالة عدم التنفيذ وذلك عند انخفاض الأسعار .

٢-٢-٣-١-٤ عقود المبادلة Swap Contract :

عقد المبادلة هو اتفاق بين طرفين على تبادل تدفقات نقدية خلال فترة مستقبلية في تواريخ محددة وعلى خلاف العقود المستقبلية فإن المبادلات ليست سوى اتفاقيات ثنائية لا يجري التعامل عليها في البورصات وإنما يجري التعامل عليها في الأسواق غير الرسمية ، لذا فإنها عقود أو اتفاقيات غير متجانسة تماماً أو أنها أدنى نمطية حيث أنها محصلة نهائية لمفاوضات خاصة بين الأطراف ويتم تحديد شروطها في ضوء الاعتبارات التي يحرص عليها كل طرف من الأطراف [١] ، وعلى عكس عقود الاختيار فإن عقد المبادلة مُلزم لطرفي العقد كما أن الأرباح والخسائر لا تتم تسويتها يومياً كما هو الحال في العقود الآجلة والمستقبلية .

ومن أهم أنواع عقود المبادلة : عقود مبادلة معدلات الفائدة Interest Rate Swaps وعقود مبادلة العملة Currency Swaps .

---

[١] دوابة ، أشرف محمد ، ورقة بحث بعنوان **"المشتقات المالية من الناحية القانونية "** ، مؤتمر الأسواق المالية جامعة الإمارات ص ١١ .

٢-٢-٣-١-٤-١ عقود مبادلة معدلات الفائدة :Interest Rate Swap

ظهرت استجابة للحاجة لإدارة التقلبات المتزايدة في أسعار الفائدة بعد صدور قرار مجلس إدارة البنك الإتحاد الفيدرالي عام ١٩٧٩ بالسماح بانطلاق أسعار الفائدة دون قيود ،إلا أن المرونة الكبيرة في الهيكل الأساسي للمبادلات كانت عاملا أساسيا في هذه الزيادة .[١]

عرفها Benton أنها عقد بين طرفين يوافقان بموجبه على تبادل مدفوعات فائدة مرتبطة بسعر معوم بأخرى مرتبطة بسعر ثابت ،وتحسب الفائدة على مبلغ محدد متفق عليه بينهما notional principal

وعرفها "Thomas Liaw" بأنها عقد بين طرفين يوافق بموجبه كل طرف على أداء سلسلة من مدفوعات الفائدة إلى الطرف الآخر في تواريخ مجدولة مستقبلية .

بمقتضى هذا النوع من العقود يوافق أحد الأطراف في العقد على دفع سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة وفي نفس الوقت يتسلم سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات الفائدة المتغيرة وهذا الطرف يطلق عليه Pay – Fixed وفي المقابل يوافق الطرف الآخر للعقد على استلام سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة مقابل دفع سلسلة من معدلات الفائدة المتغيرة (معدل فائدة عائم) ويطلق على هذا الطرف Receive – Fixed وتحتسب الفائدة على أساس مبلغ محدد متفق عليه بينهما .[٢]

وتجدر الإشارة إلى أن المبلغ محل التعاقد بين طرفي العقد غالباً ما يخصص فقط لحساب معدل الفائدة ولا تجري مبادلته فعلياً لذلك يدعى بالأصل الوهمي، حيث أن المبادلة الفعلية تتم على مبادلة الفوائد دون رأس المال .

٢-٢-٣-١-٤-٢ عقود مبادلة العملات Currency Exchange Swap :

ويمكن تعريفها على أنها اتفاق بين طرفين تتضمن عمليتين هما :

أ- الأولى : عملية شراء / بيع عملة معينة مقابل عملة أخرى على أساس السعر الحالي لكل منهما .

---

[١] رضوان ، سمير عبد الحميد **"المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر"** ، مرجع سبق ذكره و ص ٢٤٧ .
[٢] حماد ،طارق : **"المشتقات المالية (المفاهيم ، إدارة المخاطر ، المحاسبة)"** ، مرجع سبق ذكره ، ص ٢١٦ .

ب- الثانية : عملية بيع / شراء لنفس العملة على أساس سعر المبادلة الآجل الذي يُحدد مسبقاً. حيث يتم تحديد سعر المبادلة على أساس الفرق بين أسعار الفائدة الحالية على الإيداع والإقراض بالنسبة لكل من العملتين .[1]

ورغم أن عقود مبادلة العملات هذه تنشأ بين المصرف من جهة وعملائه من جهة أخرى ، لكن معظم هذه العقود تنشأ فيما بين المصارف . فإذا وجد مصرفين مثلاً أحدهما لديه فائض من عملة أجنبية (س) وعليه التزامات بعملة أجنبية أخرى (ع) ومصرف آخر بعكسه لديه فائض من العملة (ع) وعليه التزام بالعملة (س) في هذه الحالة من مصلحة المصرفين الدخول في عقد مقايضة للعملتين (س) و (ع) لأن مثل هكذا عقد يحقق فوائد ومزايا إيجابية لكلا الطرفين .

[1] مطر، محمد : **"إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية"** ، دار وائل للنشر ، الأردن – عمان ، ٢٠٠٤ ، ص ٣١٦.

الفصل الثاني

دور أسواق الأوراق المالية في الاقتصاد

المبحث الأول : العلاقة بين القطاع المالي و القطاع الاقتصادي .

المبحث الثاني : دور سوق الأوراق المالية في الاقتصاد الوطني.

المبحث الأول

العلاقة بين القطاع المالي و القطاع الاقتصادي

١-١ أهمية القطاع المالي :

يتطلب تحقيق أهداف التنمية تحقيق نمو اقتصادي سريع ودائم ، وعليه فإنه يتعين على الحكومات العمل على تهيئة بيئة ملائمة لدعم القطاع الخاص واستقطاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة ، حيث يرى الكثيرون أن ذلك يتحقق إلى جانب التنمية البشرية وترشيد المؤسسات من خلال النهوض بالقطاع المالي لما للتمويل ومدى توافره ودرجة كفاءته من دور في إحداث التنمية .

حيث يُعرف القطاع المالي بالوسيط الذي يتيح تحويل الأموال بين ذوي الفوائض المالية وذوي العجز المالي ، ويشمل هذا القطاع المؤسسات البنكية وغير البنكية وشركات التأمين والأسواق المالية بالإضافة إلى مؤسسات التمويل الصغيرة ويقوم بإتاحة السيولة لمحتاجيها اعتماداً على القدرة المالية لذوي الفوائض المالية ، كما يتيح القطاع المالي قنوات لتنويع المخاطر .[١]

يؤدي القطاع المالي دوراً أساسياً في الاقتصاد الحقيقي من خلال الآثار التي تتركها الأسواق المالية والمؤسسات المالية على الأداء الاقتصادي ، فالقطاع المالي يشكل بمكوناته من أسواق ومؤسسات وأدوات القناة الأمثل لتعبئة وتحريك المدخرات وحشدها في شكل أدوات استثمارية ثم توجيهها نحو القطاعات والأنشطة الاستثمارية الأكثر كفاءة وربحية ، كما يساهم في تحقيق التخصيص الأمثل للموارد حيث إن وجود قطاع مالي متطور من شأنه أن يوفر وساطة مالية متطورة من شأنها أن تحسن من تخصيص الموارد وترفع من فعالية تخصيص الاستثمار من خلال آليات عديدة كتنويع المخاطر وإدارة السيولة وتوجيهها نحو المشروعات الاستثمارية المناسبة وجمع المعلومات عن المشروعات وتقييمها بالإضافة لإتاحة فرص الاستثمار لصغار المستثمرين .

---

[١] عبد مولاه ، وليد: **"دور القطاع التمويلي في التنمية"** ، سلسلة أبحاث جسر التنمية ، المعهد العربي للتخطيط ، العد الخامس والثمانون ، تموز ٢٠٠٩ .

كما يعمل القطاع المالي على توفير المعلومات اللازمة التي يرتكز عليها المقرضون في تقييم جدارة المقترضين وتقدير درجات المخاطر المرتبطة بالتعامل معهم .

كما يسهم القطاع المالي في زيادة الاستقرار الاقتصادي والمالي حيث أن وجود قطاع مالي متطور من شأنه أن يجعل الاقتصاديات أكثر مرونة وأكثر قدرة على مجابهة الصدمات والمخاطر الاقتصادية وذلك يتم عن طريق وجود جهاز مصرفي متطور وأسواق مالية نشطة قادرة على التخفيف من حدة الأزمات الاقتصادية .

وبالإضافة إلى ذلك كله فإن وجود قطاع مالي متطور في الاقتصاد فإن من شانه أن يوفر قاعدة لجذب الاستثمارات الأجنبية الكبيرة الباحثة عن الاستثمار واستقطابها الأمر الذي يوفر موارد تمويلية جديدة إضافية تساهم في تغطية احتياجات التنمية المحلية وتمويل المشروعات الاستثمارية .

١-٢ هيكل القطاع المالي :

ينقسم القطاع المالي إلى ثلاثة أقسام :

١- البنوك المركزية : التي تصدر العملة وتدير الاحتياطي والسياسة النقدية وتراقب المصارف ، بالإضافة إلى دورها كمركز للإيداعات الحكومية والإشراف على عمليات المقاصة .

٢- مؤسسات الإيداع الأخرى : وتشمل هذه المؤسسات البنوك التجارية والبنوك المتخصصة وبنوك الاستثمار ، بالإضافة إلى شركات التمويل التي تقبل الودائع .

٣- المؤسسات المالية الأخرى :

التي تتضمن بدورها ثلاثة أقسام :

- شركات التأمين وصناديق معاشات التقاعد .
- مؤسسات الوساطة المالية : التي تشمل على سبيل المثال شركات السمسرة وصناديق الاستثمار المشتركة وصناديق التحوط ومؤسسات تمويل المشاريع .

- مؤسسات مالية مساعدة : التي من أهمها أسواق رأس المال للأسهم والسندات وأسواق النقد ، كما تتضمن المؤسسات العاملة في مجال الصرف الأجنبي وضمان الاستثمار .[1]

١-٣ وظائف القطاع المالي :

يقوم القطاع المالي بعدة وظائف من أهمها :

١- <u>تعبئة المدخرات :</u>

والتي تعتبر من أهم وظائف القطاع المالي لأن عدم توافر الأوعية الادخارية يؤدي إلى الاحتفاظ بالأموال سائلة في يد المدخرين أو تحولها إلى أصول غير منتجة كالمجوهرات والأراضي و العقارت ، ولكن عندما توجد بنوك تجارية توفر خدمات مصرفية كحسابات التوفير والحسابات الجارية فإن ذلك يساعد المدخرين على إيداع أموالهم في أماكن آمنة كما يسهل إمكانية استخدام هذه الأموال في :

- أنشطة منتجة إذا ما تم إقراضها لمنشآت الأعمال ، الأمر الذي يسهم في تشجيع التراكم الرأسمالي .
- مساعدة المقترضين على اقتناء أدوات إنتاج جديدة ، الأمر الذي يمكن أن يسهم في التقدم التقني ورقع الإنتاجية .

٢- <u>إدارة المخاطر وتأمين السيولة :</u>

فمن المعروف أن المدخرون لا يحبذون المخاطر التي يمكن أن تنتج عن الاستثمار في مشروع واحد لذلك تقوم وحدات القطاع المالي مثل البنوك والبورصة بتسهيل عملية تنويع المخاطر عن طريق الاستثمار في مشروعات متعددة لا ترتبط مخاطرها ببعضها البعض الأمر الذي يزيد من العوائد المتوقعة من هذه المشروعات وتخفيض المخاطر بنفس الوقت.

هذا بالإضافة إلى قيام الوسطاء الماليين بالتوفيق بين تفضيلات المدخرين للسيولة (إمكانية السحب من المدخرات في أي وقت عند الحاجة) و تفضيلات المستثمرين بالحصول على

---

[1] البلبل ، علي : **"القطاع المالي : خصائصه وعلاقته بالنمو الاقتصادي"** ، حلقة عمل حول " تطوير أسواق رأس المال العربية " ، أبو ظبي ٢٧-٣٠ /١١/ ٢٠٠٥ ، معهد السياسات الاقتصادية ، صندوق النقد العربي ، ص ٣-٤ .

التمويل لمدة زمنية أطول ، وذلك لأن الوسطاء الماليين يمكنهم تجميع مدخرات كثيرة دون أن يقوم أصحاب هذه المدخرات بالسحب منها في آن واحد .

٣- الحصول على المعلومات :

قد تحول تكلفة الحصول على المعلومات من تدفق رؤوس الأموال نحو الاستخدامات الأفضل لها و بالإضافة إلى ذلك فمن الممكن أن لا تتوافر لدى المدخرين الوقت أو القدرة على تجميع المعلومات عن ظروف وفرص الاستثمار في كافة المجالات ، وهنا يأتي دور الوسطاء الماليين في توفير الوقت والجهد على المدخرين ، حيث يتوافر لدى هؤلاء الوسطاء (المؤسسات المالية) الخبرة و المعلومات الكافية عن الأنشطة والمجالات التي من الممكن الاستثمار بها بأقل كلفة ممكنة، الأمر الذي يساعد على تخصيص رؤوس الأموال بشكل أمثل .[١]

٤- مراقبة المقترضين :

إن المؤسسات المالية تكون أكثر قدرة من المستثمرين الأفراد على مراقبة الأداء المالي والتجاري للأفراد والشركات المقترضة وهو شيء يصعب أن يقوم به المدخرون بشكل فردي وهذه الرقابة من شأنها أن تخلق حافزاً لمديري الشركات المقترضة على الأداء بشكل جيد وفعال .[٢]

٥- تسهيل المبادلات :

تعمل مؤسسات القطاع المالي على تسهيل تداول السلع والخدمات في الاقتصاد عن طريق تخفيض تكاليف التداول وتوفير آليات لسداد وتسلم المدفوعات عن هذه المبادلات .

---

[١] عبد القادر ،خالد : **"القطاع المالي والنمو الاقتصادي "** ، حلقة عمل في دورة " إدارة الاقتصاد الكلي وقضايا القطاع المالي " ، أبو ظبي ١٢-٢٣ / ٤ / ٢٠٠٩ ، معهد السياسات الاقتصادية ، صندوق النقد العربي ، ص١١-١٢-١٣ .

[٢] عبد القادر ، خالد : **"القطاع المالي والنمو الاقتصادي"** ، حلقة عمل في دورة " إدارة الاقتصاد الكلي وقضايا القطاع المالي " مرجع سبق ذكره ، ص١٥ .

١-٤ أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي :

تعتبر العلاقة بين القطاع المالي والاقتصاد الحقيقي من أهم المواضيع الاقتصادية التي لاقت اهتماماً كثيراً من قبل الباحثين والاقتصاديين في النظرية الاقتصادية ، و مع التطور السريع في الوسائط المالية وتقدم وسائل الدفع وما تمثله من دور رئيس في النشاط الاقتصادي أصبحت العلاقة بين التطور في وسائل التمويل والنمو الاقتصادي محور كثير من الدراسات الاقتصادية سواء في الجانب النظري أو التطبيقي حيث يتمحور اهتمام الباحثين بقضايا الاستثمار المالي في تحديد اتجاه العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي ، وتعتقد بعض الدراسات أن وجود نظام مالي متطور وفعال هو أحد المتطلبات الأساسية لتحقيق نمو اقتصادي مطرد كما يمكن أن يعظم معدل التراكم الرأسمالي والاستثمارات في الاقتصاد وهو ما من شأنه أن يدعم فرص النمو الاقتصادي للبلد ، فمن خلال عملية الوساطة المالية بين المدخرين والمستثمرين وبين المقرضين والمقترضين، يشجع النظام المالي على الادخار والاستثمار، ويحث أيضاً على التوجيه الأمثل للأموال المتوفرة للاستثمار، علاوة على ذلك فإنه يقدم مجموعة من الخدمات المالية الأخرى مثل تحويل الأموال، وإدارة المخاطر، والتخطيط المالي وإدارة الاستثمار والخدمات الاستشارية، التي أصبح المجتمع بحاجة متزايدة لها في العصر الحالي.[١]

ويعود الاهتمام النظري بين التطورات المالية والنمو الاقتصادي إلى أبحاث الاقتصادي الألماني " شومبتير " Joseph Schumpeter [٢] وبغوت Walter Begehot وجون هيكس John Hicks الذين أكدوا على أهمية الوسطاء الماليين في توفير التمويل الضروري المحفز على النمو الاقتصادي .

وتعد دراستي رولاند مكينون وشاو من أولى الدراسات الرائدة التي أبرزت أهمية التطورات المالية في تحفيز النمو الاقتصادي ، فقد أكد هذان الباحثان أن القيود التي تفرضها الحكومات في الدول النامية على النظام المالي تؤدي إلى تقييد كمية وإنتاجية الاستثمارات وبالتالي فهي تعمل كعوائق مثبطة للنمو الاقتصادي وفي المقابل تؤدي السياسات التحريرية لأنشطة القطاع المالي إلى

---

(١) الجاسر ، محمد بن سليمان : **" تطور القطاع المالي لتحقيق نمو اقتصادي أفضل "** ، ورقة عمل قدمت في ندوة الرؤيا المستقبلية للاقصاد السعودي ، ١٩-٢٣ تشرين الأول ٢٠٠٢ ، ص١ .

(٢) - King ,Robert G., Levine ,Ross: **" Finance and Growth : Schumpeter Might Be Right** ", World Bank policy Research Working Paper ,N١٠٨٣, February ,١٩٩٣ ,p.١.

تحفيز النمو الاقتصادي من خلال تحسين نوعية وكمية الاستثمارات المالية في القطاعات الاقتصادية .[١]

ويعتقد سبلمان Spellman أن وجود النظام المالي المتطور المتسم بالعمق والكفاءة والمصاحب لأدوات مالية متطورة من شأنه ترتيب آثار إيجابية مباشرة على القطاعات الحقيقية في الاقتصاد وتتجلى هذه الآثار في انتقال منحنى إمكانيات الإنتاج على اليمين بسبب التغير في حجم الموارد الكلية أو التحسن في استغلال تلك الموارد ، وفي مقابل هذه الحجج المؤيدة للدور القيادي للقطاع المالي يعتقد العديد من الاقتصاديين أن النمو الاقتصادي هو الذي يؤدي إلى التطور المالي [٢] فخلال عملية التنمية يؤدي النمو في متوسط الدخل الفردي إلى نمو متسارع في الأصول المالية ويعني هذا أن اتجاه السببية يكون من الناتج الوطني إلى الأصول المالية وتعتبر دراسة غولد سميث (Goldsmith ,١٩٦٩) في هذا الصدد من أهم المساهمات التطبيقية التي دعمت الأساس النظري لدراسات (Gurly and Show) حيث أكد أن من بين حوالي ٣٥ دولة نامية ومتقدمة تم بحثها تبين أن المؤشرات المالية تتجه للزيادة مع كل نمو في الدخل والثروة ، بينما فرق باتريك (Patrick , ١٩٦٦) بين نوعين من التطورات المالية العرض القائد (Supply – Leading) والطلب التابع (Demand – Following) ويشير العرض القائد إلى الوضع الذي يكون فيه إيجاد الأسواق المالية وعرض الأصول والموجودات والخدمات التابعة لها سابقاً للطلب على هذه الأصول ولذلك فالتطور المالي يقود النمو الاقتصادي ، في حين أن الطلب التابع يشير إلى الظاهرة التي يكون فيها وجود الأسواق المالية وعرض الأصول والموجودات والخدمات التابعة لها استجابة للطلب على تلك الخدمات من قبل المستثمرين والمدخرين في الاقتصاد وبالتالي فالتطور المالي هو جزء من العملية التنموية ، لذلك يرى (Patrick) أن هناك علاقة سببية ذات اتجاهين حيث تتجه من القطاع المالي إلى النمو الاقتصادي خلال المراحل الأولى من التنمية في حين تتجه السببية من النمو الاقتصادي إلى القطاع المالي خلال المراحل المتأخرة من التنمية الاقتصادية .[٣]

---

(١)- Levine ,Ross : **" Finance and Growth : Theory , Evidence , and Mechanisms** "NBER Working Paper Sereis , Cambridge, Massachusetts , Working Paper no .١٠٧٦٦ , september , ٢٠٠٤ . p.١

(٢)- Levine,Ross , "Financial Development and Economic Growth : Views and Agenda " , Journal of Economic Literature ,vol .xxxv (June ١٩٩٧) , p.١ .

(٣) القدير ، خالد بن حمد عبدالله :**" تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية "** ، مجلة جامعة الملك عبد العزيز الاقتصاد والإدارة ، المجلد ١٨ ، العدد ١ ، جدة (٢٠٠٤) ، ص.٦.

ونستنتج مما سبق أن هناك اتجاهاً لتأييد دور الأسواق المالية في زيادة الاستثمارات وتحريك عجلة النمو الاقتصادي على الرغم من آراء المشككين في هذا الدور ، ومن ثم يتضح أن هناك علاقة مزدوجة بين كل من سوق رأس المال – والقطاع المالي بصفة عامة – من ناحية والاستثمارات والنمو الاقتصادي من ناحية أخرى .

وعلى الرغم من تواصل الأبحاث في هذا الموضوع فإنها تشير حالياً إلى أن القطاع أو النظام المالي الذي يعمل بكفاءة يمكن أن يحفز معدلات النمو الاقتصادي .[١]

وفي مقابل ذلك فإن النظم المالية غير الكفؤة أو القطاع المالي المتخلف يمكن أن يؤدي إلى تخلف أو عرقلة النمو الاقتصادي للبلد بسبل شتى :

فأولاً : تُدخل هذه النظم عناصر غير ذات كفاءة في عملية الوساطة بين المدخرات والاستثمارات الأمر الذي يحد من النمو الاقتصادي .

وثانياً : قد تؤثر على الأداء السليم لنظام المدفوعات وتزيد من تكاليف المعاملات وتقلل من الإنتاجية الكلية لرأس المال ، كما يمكن أن تكون عنصراً هاماً في توليد أو تعميق الأزمة الاقتصادية الكلية . وفي الوقت ذاته يمكن أن تؤدي السياسات الاقتصادية الكلية غير المناسبة إلى إضعاف أداء وكفاءة النظام المالي .[٢]

ويمكن تقسيم العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي إلى أربع مجموعات رئيسية وهي :

أولاً : التطور المالي يقود النمو الاقتصادي :

حيث أن النظام المالي المؤدي لوظائفه بشكل جيد سيحث على توزيع الموارد بشكل فعال من قطاع عديم الجدوى إلى قطاع منتج ، بالإضافة إلى أن إنشاء المؤسسات والأسواق المالية يزيد من توافر الخدمات المالية الأمر الذي يحفز على زيادة المدخرات وبالتالي توجيهها إلى استثمارات منتجة .

---

[١] كرين ، سوزان و جويال ، ريشي وآخرون ، **" تطوير القطاع المالي في بلدان الشرق الأوسط وشمال افريقيا "** ، الفصل الرابع ، ورقة بحث مقدمة خلال الندوة الثالثة تحت إشراف معهد السياسات الاقتصادية في صندوق النقد العربي بعنوان : تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي ، أبو ظبي (٧-٨ ديسمبر ٢٠٠٣) ، ص.١٠٣.

[٢] زاهلر ، روبيرتو:**" التطور المالي في التشيلي "** ، الفصل الخامس ، ورقة بحث مقدمة خلال الندوة الثالثة تحت إشراف معهد السياسات الاقتصادية في صندوق النقد العربي بعنوان : تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي و أبو ظبي (٧-٨ ديسمبر ٢٠٠٣) ص.١٤٧.

ثانياً : النمو الاقتصادي يقود التطور المالي :

إن معدل النمو الاقتصادي المرتفع يؤدي إلى زيادة الطلب على أدوات مالية جديدة ، وعليه فإن القطاع المالي سيستجيب لتلك الزيادة في الطلب ويكون ذلك بتطوير الأدوات القائمة وخلق أدوات جديدة بما يتناسب مع الطلب المتزايد .

ثالثاً : وجود علاقة تبادلية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي :

إن العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي تسير في كلا الاتجاهين حيث أن تأسيس نظام مالي فعال يعمل على جمع المدخرات وتنويع الفرص وإدارة السيولة وتقييم المشروعات يحسن من كفاءة تخصيص رأس المال الذي يؤدي إلى زيادة الطاقة الإنتاجية للقطاع الحقيقي وفي الوقت نفسه تزداد كفاءة النظام المالي مع زيادة حجم النمو الاقتصادي لأن حجم النمو الاقتصادي من شأنه أن يؤثر على أنشطة النظام المالي .

رابعاً : عدم وجود أي علاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي :

أي أن كل من تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي يعتبران ظاهرتان مستقلتان تماماً ، وبالتالي فإن أي منهما لا يؤثر في الآخر .

في الواقع أن كلاً من النظام المالي والنمو الاقتصادي يتفاعلان أثناء مراحل التطور أي أنه لا يوجد هناك مرحلة معينة يوجد فيها علاقة من اتجاه واحد بين التطور المالي والنمو الاقتصادي لذا فإن الباحث يرى أن العلاقة على أنها علاقة تبادلية و ذات اتجاهين بين النظام المالي والنمو الاقتصادي .

وإزاء ميل أغلبية الدراسات التطبيقية إلى تأييد اتجاه العلاقة السببية من التطور المالي إلى النمو الاقتصادي ، فإنه يصبح من الضروري توضيح دور سوق الأوراق المالية في تسريع وتيرة النمو الاقتصادي ، فبينما يشكك بعض الاقتصاديين مثل روبرت لوكاس (Robert Lucas,١٩٨٨) في قدرة القطاع المالي على التأثير على النمو الاقتصادي ترى نخبة من الباحثين من بينهم روس ليفين Ross Levine أن النظام المالي المتطور مهم لتعبئة المدخرات وتخصيص الموارد المالية وممارسة الرقابة على الشركات وإدارة المخاطر .

تشير العديد من الدراسات إلى أن سوق الأوراق المالية المتطورة توفر فرصاً عديدة لتحفيز النمو الاقتصادي ، فعلى سبيل المثال أشار Greenwood and Smith إلى أنه يمكن لأسواق الأوراق المالية الكفؤة أن تخفض من تكلفة تعبئة المدخرات في الاقتصاد الوطني .[١]

١-٥ قنوات تأثير القطاع المالي على القطاع الاقتصادي :

حدد Levien وغيره عدة مجالات من شأنها دفع وتيرة النمو الاقتصادي :

أولها : من خلال تعبئة المدخرات من أجل الاستثمار المنتج وتيسير تدفقات رؤوس الأموال والتحويلات المالية من الخارج حيث يساهم القطاع المالي في تحفيز الاستثمار في رأس المال العادي والبشري وبالتالي في زيادة الإنتاج ، إلا أن تعبئة المدخرات تتضمن تكلفة عالية وتتطلب التغلب على تكلفة المعاملات لجمع المدخرات من مختلف الأفراد كما تتطلب التغلب على عدم تماثل المعلومات وبالتالي شعور المدخرين بالراحة وعدم الحاجة لمراقبة مدخراتهم .

وثانيها : تستطيع الترتيبات المالية الفعالة خفض تكاليف المعاملات وتسهيل تعبئة المدخرات وجمع المعلومات من أجل ترجيح كفة المشاريع الأوفر حظاً في النجاح مما يساعد على الحد من المخاطر و تشجيع التخصص والابتكار التقني وبالتالي زيادة الإنتاجية وتحسين استخدام الموارد الذي يؤدي بدوره إلى مزيد من النمو الاقتصادي .[٢]

وسيقوم الباحث بإظهار آلية تأثير القطاع المالي على القطاع الاقتصادي من خلال قطاع المصارف وقطاع التأمين كما يلي :

١-٥-١ قطاع المصارف :

١-٥-١-١ أهمية النظام المصرفي :

يشكل النظام المصرفي العصب الأساسي الذي ينظم الحياة الاقتصادية والاجتماعية في الاقتصاديات المختلفة وهو أحد أهم مؤشرات التطور الاقتصادي والاجتماعي ، ذلك أن النظام الاقتصادي المتطور لا بد أن يتميز بنظام مصرفي متطور حيث يساهم في عملية تحقيق التوازن

---

[١] Levine ," Finance and Growth : Theory , Evidence , and Mechanisms "NBER Working Paper Series, Cambridge, Massachusetts , Working Paper no .١٠٧٦٦ , September , ٢٠٠٤ . p.٨

[٢] عبد مولاه ، وليد : **"دور القطاع التمويلي في التنمية"** ، سلسلة جسر التنمية ، العدد ٨٥ – تموز /٢٠٠٩ ، ص ٣ .

الاقتصادي على المستويين الداخلي والخارجي ويشجع النشاط الاستثماري من خلال ما يقدمه من تسهيلات وضمانات له ، كما أن النظام المصرفي المتطور يمتلك قدرة عالية على جذب المدخرات المحلية والخارجية ، والتي تتصف الدول المتخلفة بانخفاض مستوياتها ، وبذلك تشكل عائقاً رئيسياً لعملية دعم التنمية الاقتصادية والاجتماعية فيها ويستغل النظام المصرفي المتطور تلك المدخرات في دعم الاستقرار الاقتصادي وتطوره من خلال توجيهها نحو النشاطات الاستثمارية المختلفة لتحقيق عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية .

ويمكن تعريف النظام المصرفي : بأنه المجموع المكون للوحدات المصرفية في الاقتصاد وينظم العلاقة التي تربطها ببعضها البعض ضمن الإطار القانوني الذي تعمل هذه المصارف في ظله أي أنه " يتضمن جميع المؤسسات التي وظيفتها الرئيسية إصدار النقود أو خلقها متضمناً تلك التي تنتمي إلى مجلس النقد والائتمان والمصارف غير المنتمية وغير الخاضعة لسلطة المصرف المركزي أو مجلس النقد والائتمان حيث تعتبر في العرف العالمي جزءاً من النظام المصرفي لأنها تشارك في خلق النقود الكتابية .[1]

١-٥-١-٢ الدور التمويلي للنظام المصرفي :

إن عملية التنمية الاقتصادية وتحقيق معدلات نمو مرتفعة في الدول المتقدمة والمتخلفة على حد سواء تتطلب تحقيق معدلات ادخار مرتفعة تساهم في تمويل النشاطات الاقتصادية والاجتماعية وقد قطعت الدول المتقدمة خطوات كبيرة في مجال تحقيق معدلات ادخار مرتفعة وتوظيفها لتمويل النشاطات الاستثمارية أما في الدول المتخلفة يصطدم تحقيق معدلات مرتفعة للادخار بعقبات اقتصادية واجتماعية تؤثر سلباً في نمو النشاط الاستثماري فيها ، ولعل أهم تلك العقبات هو ضعف الدور التمويلي للمؤسسات الادخارية حيث تتصف تلك المؤسسات في الدول المتخلفة عموماً بضعف أدائها ويأتي في مقدمة تلك المؤسسات النظام المصرفي الذي يشكل العصب الرئيسي للاقتصاد ويعتبر واحداً من مؤشرات التطور الاقتصادي .

إن تحقيق معدلات نمو مرتفعة وتطوير النشاط الاستثماري في أي بلد يتطلب توفر نظام مصرفي متطور وقادر على تعظيم حجم المدخرات المحلية أياً كان حجمها وتوجيه تلك المدخرات

---

[1] شامية ، أحمد و زهير ، حسين مصطفى : **"مدخل إلى اقتصاديات النقود والمصارف"** ، منشورات جامعة حلب ، ٢٠٠٧ ، ص ٢٧٦ .

نحو النشاطات الاستثمارية وتطويرها وذلك لأن تطوير النشاط الاستثماري يعد منطلقاً أساسياً لتحقيق التنمية الاقتصادية كما أن تطوير أداء النظام المصرفي يخفف من درجة الاعتماد على أساليب أخرى لتمويل التنمية الاقتصادية كتمويل التنمية بالاعتماد على الخارج والتمويل بالتضخم وغيرها .

لذلك فإن النظام المصرفي يلعب دوراً هاماً في تمويل النشاط الاستثماري بشقيه العام والخاص وقد تطور الدور التمويلي للنظام المصرفي بتطور النظم الاقتصادية لذلك يلاحظ أن النظام المصرفي يقوم بأدوار عديدة فهو يقبل الودائع من القطاعين العام والخاص و الأفراد ويساهم بشكل مباشر في شراء الحصص والأسهم في الشركات كما يساهم في تمويل المشروعات الاستثمارية وتقديم القروض لتمويل المشروعات الخدمية .

و الأهم من ذلك كله هو قيام النظام المصرفي بتأمين الاستقرار الاقتصادي في البلد من خلال السياسات التي ينفذها المصرف المركزي لمراقبة عمل المصارف التجارية وتحديد معدلات الفائدة في السوق وذلك لتحقيق التوازن المالي حيث أنه " من المعروف أن النشاط الاقتصادي في أي بلد يدور ضمن دائرتين مادية و نقدية وتتمثل الدائرة المادية في التدفقات السلعية أما الدائرة النقدية فإنها تتمثل في التدفقات النقدية " [1] ويقوم النظام المصرفي بتحقيق التوازن المالي من خلال دوره في ربط الدائرتين المادية والنقدية عبر آلية تعبئة المدخرات المحلية واستغلالها بكفاءة ضمن الإطار المرسوم لها من قبل السلطة التنفيذية وسياسات المصرف المركزي .

تاريخياً ظهرت دراسات متعددة حول الدور التنموي للنظام المصرفي والذي يأتي أساساً من دوره التمويلي لعملية التنمية ، و يأتي شومبتير في مقدمة الدارسين لأهمية دور النظام المصرفي في عملية التنمية الاقتصادية من خلال كتابه (The theory of economic development) الذي نشره في عام ١٩١١ والذي يظهر فيه مساهمة النظام المصرفي في عملية تكوين رأس المال عن طريق خلق الائتمان " حيث يصبح رأس المال في نظريته عبارة عن قوة شرائية

---

[1] الزبيدي ، حمزة محمود :**"إدارة الائتمان المصرفي والتحليل الائتماني"** ، دار الوراق للنشر والتوزيع ، عمان و الأردن ٢٠٠٢ ، ص٣١ .

تنعكس في النهاية بوسائل إنتاج حقيقية جديدة وهذه القوة الشرائية ضرورية لتمويل عملية التطور والنمو الاقتصادي" [1]

كما خلص كل من (Olman & Moriss) في دراسة تم نشرها في عام ١٩٦٨ إلى أهمية حجم مدخرات النظام المصرفي وما يقدمه من ائتمان لمختلف النشاطات الاقتصادية ، حيث تعكس الدور المهم للنظام المصرفي في عملية التنمية ، وتبين لهما أن النظام المصرفي يلعب دوراً أساسياً في عملية التنمية وقد استندت دراستهما إلى إظهار الأثر النسبي لـ ٣٩ متغيراً اقتصادياً في ٧٤ دولة مختلفة خلال الفترة ١٩٥٠-١٩٦٣ .

بصفة عامة برزت أهمية الدور التمويلي للنظام المصرفي في عملية التنمية الاقتصادية وتحقيق معدلات نمو مرتفعة في الدول المتقدمة والمتخلفة على حد سواء فالنظام المصرفي في الدول المتقدمة يسعى إلى تعبئة المدخرات لتمويل النشاط الاستثماري على الصعيدين الداخلي والخارجي وكذلك تقديم العديد من الخدمات التي تتطلبها التطورات الاقتصادية لتلك الدول بينما في الدول المتخلفة يهدف النظام المصرفي إلى جذب المدخرات المحلية وتعبئتها لتمويل النشاط الاستثماري .

يمكن توضيح الدور التمويلي للنظام المصرفي من خلال دراسة هيكله وأهميته في عملية التنمية ومن أهم مكونات النظام المصرفي هي : المصرف لمركزي والمصارف التجارية وفيما يلي دراسة الدور التمويلي للمكونات السابقة .

١-٥-١-٢-١ المصرف المركزي :

يعتبر البنك المركزي من أهم المؤسسات المالية ويأتي على رأس النظام المصرفي ويعتبر الدعامة الأساسية للهيكل النقدي والمالي ، وتعتبر نشاطاته في غاية الأهمية فإن وجوده ضروري لتنفيذ السياسة النقدية الحكومية ويلعب دوراً مهماً في تنفيذ السياسة الاقتصادية للدولة ويمكننا تلخيص أبرز أهداف البنك المركزي في :

١- استقرار الأسعار

٢- الحفاظ على سعر صرف مناسب ومستقر للنقد الوطني .

[1] الزبيدي ،حمزة محمود، **"إدارة الائتمان المصرفي والتحليل الائتماني"** ، مرجع سبق ذكرع ص ١٩٢ .

٣- المساعدة على تحقيق الاستقرار المالي العام .

الأهمية الاقتصادية للبنك المركزي :

تكمن أهمية البنك المركزي الاقتصادية من خلال عدد من الوظائف الذي يقوم بها ومنها :

١- إصدار العملة :

حيث يقوم البنك المركزي بعملية إصدار العملة وذلك حسب حاجة النشاط الاقتصادي وتطوره ، حيث أن المصرف المركزي هو المصرف أو المؤسسة الوحيدة في الدولة التي تتمتع بحق الإصدار النقدي ، حيث يحتكر إصدار أوراق البنكنوت ، ومن ثم يتحكم في كمية النقود المتاحة في المجتمع ويحد من الإفراط في الإصدار النقدي ، ولا شك في أنه يزيد من ثقة الأفراد بالنقود المصدرة كونه الجهة الوحيدة التي تمتلك حق الإصدار، وقد كانت النقود قديماً مرتبطة بالذهب وقابلة للتحويل إلى ذهب وبالتالي كان العرض النقدي في المجتمع بما يتاح لدى المصرف المركزي من احتياطي الذهب .

غير أنه مع تطور النشاط الاقتصادي وزيادة حجم المعاملات من ناحية وعدم كفاية الذهب من ناحية أخرى، فقد انفصلت العلاقة بين النقود والذهب وأصبحت تستمد قوتها من قانون الدولة ولذا سميت بالنقود الورقية الإلزامية.

٢- يقوم بدور بنك الحكومة :

حيث يقوم البنك المركزي بمسك حسابات الحكومة فهي تودع ودائعها فيه ، كما يقوم بعملية إصدار القروض العامة فينظم العملية ويشرف على الاكتتاب فيها ، وكما يقوم البنك المركزي بتمويل الحكومة في حال حاجتها للائتمان وذلك عن طريق إصدار جديد عند مواجهة عجز في ميزانيتها ، ويتولى البنك الإشراف والرقابة على النقد كما يقوم بتولي معاملات الحكومة مع الخارج .

٣- المصرف المركزي مصرف المصارف:

فالمصرف المركزي يتعامل مع المصارف العامة والتجارية كما تتعامل هذه الأخيرة مع الأفراد والمشروعات دون أن تخلق أي منافسة بينهما ويرجع ذلك إلى أن المصارف التجارية تقوم بإيداع ودائعها لدى المصرف المركزي ويقوم المركزي باستخدام هذه

الأموال لمساعدة المصارف التجارية المحتاجة ودعم موقفها المالي عند الحاجة ، وتتمثل أهم الخدمات التي يؤديها للمصارف التجارية فيما يلي:

أ) إنه يحتفظ باحتياطيات المصارف التجارية.

ب) يمثل الملاذ الأخير لإقراض المصارف التجارية عندما تواجه بمشكلة في السيولة.

ج) يعيد خصم الأوراق التجارية للمصارف التجارية ، فعندما تحتاج المصارف التجارية إلى سيولة يمكنها أن تعيد خصم الأوراق التجارية التي لديها في المصرف المركزي أو تحصل على قروض بضمان هذه الأوراق التجارية.

د) يقوم بتسوية الحسابات بين المصارف فيما بينها من خلال عمليات المقاصة وهي تسوية الشيكات المسحوبة من مصرف لآخر أو العكس، ويتم ذلك يومياً في المصرف المركزي في غرفة معينة تسمى غرفة المقاصة، حيث يتم التنزيل من حساب المصرف التجاري لدى المصرف المركزي أو الإضافة إليه.

٤- المصرف المركزي يعمل على استقرار أسعار الصرف:

وذلك لأن المصرف المركزي يقوم بإدارة احتياطات الدولة من النقد الأجنبي ويحتفظ بهذا الاحتياطي من العملات الأجنبية بهدف تحقيق الاستقرار في سعر صرف العملة الوطنية بالنسبة للعملات الأجنبية ويتم ذلك الأمر من خلال التدخل كبائع أو كمشتري في سوق النقد الأجنبي ، في حالة حدوث تغييرات كبيرة في سعر الصرف ، فعندما يرتفع سعر الصرف الأجنبي تنخفض قيمة العملات الوطنية، فيتدخل المصرف المركزي بسحب جزء من احتياطي العملات ألأجنبية ويدخل كبائع في سوق الصرف للحد من ارتفاع سعر الصرف الأجنبي، ومن ثم يحد من انخفاض قيمة العملة الوطنية ، وبالعكس يدخل كمشتري في حالة انخفاض سعر الصرف الأجنبي بسبب تراجع الطلب على العملة الأجنبية.

٥- المصرف المركزي يدير السياسة النقدية :

يقوم المصرف المركزي بوضع أهداف السياسة النقدية والعمل على توفير الوسائل اللازمة لتحقيقيها ومن هذه الأهداف التحكم بحجم الائتمان وذلك عن طريق التحكم بحجم السيولة المصرفية والتي تحدد قدرة البنوك على تقديم الائتمان وبالتالي التأثير بحجم المعروض النقدي الأمر الذي يؤثر على النشاط الاقتصادي ، ويقوم البنك

المركزي بتحقيق هذا الهدف عن طريق عدد من الوسائل منها : سياسة سعر الخصم ، عمليات السوق المفتوحة ، سياسة تغيير نسبة الاحتياطي الإلزامي .

١-٥-١-٢-٢ المصارف :

تعتبر البنوك نوع من أنواع المؤسسات المالية التي يتركز نشاطها في قبول الودائع ومنح الائتمان وبهذا المفهوم تعتبر وسيطا بين أولئك الذين لديهم أموال فائضة وبين أولئك الذين يحتاجون لتلك الأموال وعلى الرغم من أن البنوك لا تعتبر الوسيط الوحيد في هذا المضمار إلا أنها تتسم بصفات معينة تميزها عن غيرها من الوسطاء في مجال تمويل الاستثمار لأنها تتيح للمدخرين فرص متنوعة لاستثمار مدخراتهم فهناك الودائع التقليدية (الودائع الجارية ، والتوفير ولأجل) وشهادات الإيداع التي تعتبر فرصة استثمارية جيدة للمدخرين الذين يرغبون في توجيه أموالهم إلى استثمارات قصيرة الأجل، وهناك كذلك السندات القابلة للتداول التي تصدرها البنوك والتي تلاءم المدخرين الذين يفضلون توجيه مواردهم المالية إلى استثمارات طويلة الأجل وسيقوم الباحث بعرض أهمية المصارف التجارية .

١-٥-١-٢-٢-١ المصارف التجارية :

تعتبر المصارف التجارية من أقدم المصارف التي ظهرت عبر مراحل التاريخ وهي بذلك تشكل الركيزة الأساسية للنظام المصرفي وتحتل مركزاً هاماً في عملية التنمية الاقتصادية من خلال قيامها بتمويل النشاطات الاقتصادية المختلفة عبر آلية تعبئة المدخرات المتاحة في السوق الادخارية وكذلك جذب المدخرات الخارجية وتوجيهها نحو النشاطات الاستثمارية من خلال تحويل تلك الودائع الادخارية إلى قروض قصيرة الأجل أو طويلة الأجل وذلك حسب ما تفرضه الشروط والمعايير التي تلتزم بها هذه المصارف .

ولا تتحدد قدرة المصارف التجارية بحجم ما تستطيع جذبه من مدخرات وتعبئتها لمنح القروض بل تتعدى قدرتها من خلال خلق الودائع المشتقة والتي تتولد نتيجة قيام المصارف التجارية بوظيفتي قبول الودائع والإقراض من تلك الودائع ونظرا لأن المسحوبات من الودائع لديها لا تشكل إلا جزءاً من الودائع لديها يجعل في مقدور المصارف التجارية أن تستعمل احتياطيا نقدياً

جزئياً ونسبياً لخلق ودائع أكبر حجماً مما يؤدي إلى ما يسمى بخلق الائتمان وهذا معناه خلق قوة شرائية جديدة تخدم القطاعات الاقتصادية .

١-٥-١-٢-٢-١-١ دورها في الاقتصاد الوطني :

إن أهم الأدوار والمهام التي تقوم البنوك التجارية بها هي :

- تقديم القروض اللازمة لتمويل مختلف النشاطات الاقتصادية وكذلك عمليات التجارة الخارجية وكذلك نشاطات الاستثمار (إقامة مباني، إنشاءات، شراء الأجهزة والمعدات ...) هذه الأخيرة (الاستثمارات) تؤدي إلى زيادة إنتاجية المواد المتاحة، خلق وتراكم ثروات جديدة .... وبالتالي رفع مستوى معيشة الأفراد وتحقيق الرقي والازدهار في المجتمع.
- جمع المدخرات وتوجيهه نحو الاستثمار، وهذا معناه أن البنوك تبحث عن مختلف الطرق المؤدية إلى جمع الادخار سواء من ناحية الأفراد أو المؤسسات، والادخار هو تنازل عن الاستهلاك في الوقت الحاضر والاتجاه نحو الاستثمار.

  فإذا كان للأفراد أو المؤسسات فائض مالي كان بإمكانهم إيداعه لدى البنوك والحصول على عائد يكون في شكل فوائد أو أرباح رأسمالية .

- خلق وسائل الدفع وأداء الالتزامات مثل الشيكات ووسائل الدفع الأخرى.

هذا وقد عرفت وسائل الدفع تطوراً كبيراً أدى إلى ظهور العديد منها : كنظام السحب والدفع عن طريق الأجهزة الإلكترونية والآلية، الشيء الذي ساهم في تبسيط وتوسيع وزيادة المبادلات .

وبصورة عامة ، يبرز الدور التمويلي والاستثماري للمصارف التجارية وعملها على تحفيز التنمية الاقتصادية من خلال توفير العديد من الأدوات والمنتجات المصرفية وذلك على النحو التالي :[١]

[١] عقل ، مفلح محمد، محاضرة بعنوان **"العمل المصرفي والتنمية الاقتصادية في الأردن "** ، منتدى عبد الحميد الثقافي ، عمان – الأردن ٢٠٠٣ ، ص٩-١٠ .

- القبولات المصرفية:

وهذه القبولات عبارة عن سحوبات زمنية ، تنشأ عن معاملات التجارة الداخلية والخارجية وتكون مقبولة أو مكفولة من مؤسسة مصرفية ويتم تداول القبولات المصرفية كإحدى أدوات السوق النقدية ، حيث يتم شراؤها وبيعها عادة بخصم معين من قيمتها الاسمية لكن لا بد من الإشارة إلى أن السوق الثانوية لهذه القبولات تنعدم تقريباً في العديد من الدول العربية ، حيث يقتصر وجودها على السوق الأولية فقط.

- حسابات الجاري مدين:

وهي أداة تسليف تتمتع بقبول واسع لدى المؤسسات والأفراد بسبب انخفاض كلفتها والمرونة التي توفرها للمقترض إلى جانب سهولة إدارتها وتمنح حسابات الجاري مدين عادة من قبل المصارف التجارية بغرض تمويل رأس المال العامل.

- الكمبيالات التجارية (الأسناد لأمر):

وهي من الأدوات الشائعة في بعض القطاعات التجارية ، حيث تمثل هذه الكمبيالات مديونية المشترين ويتم بيع أو خصم هذه الكمبيالات لدى المصارف التجارية ، كما يكون جزء منها مقبول لإعادة الخصم لدى المصرف المركزي في بعض الحالات وبخلاف ذلك لا يتم تداول هذه الأسناد بين المؤسسات المالية ، لكن يتم تبادلها بالتظهير في القطاعات التجارية ، ولكن على نطاق محدود.

- تمويل التجارة الخارجية:

تتم مساهمة المصارف التجارية في تمويل التجارة الخارجية على وجهين: الأول منها يتمثل في فتح الاعتمادات المستندية اللازمة لتمويل عمليات الاستيراد من الخارج ، أما الوجه الآخر لهذه العملية فيتمثل في التمويل الذي تقدمه المصارف التجارية لحيازة المواد الخام اللازمة لتصنيع البضاعة التي سيتم تصديرها ، بالإضافة إلى تكاليف التصنيع وذلك لحين قبض الثمن من المشتري ، والذي كثيراً ما يكون مؤجلاً لفترات قد تمتد لتصل عاماً كاملاً كل ذلك بشروط ميسرة وفائدة منخفضة.

- القروض المتوسطة والطويلة الأجل:

تتولى المصارف التجارية عمليات الإقراض بمختلف آجاله ولجميع الغايات ، كالتمويل الموسمي وتمويل رأس المال العامل وتمويل الموجودات الثابتة ، كذلك تقدم التمويل للمؤسسات الصغيرة والكبيرة على حد سواء ، وتقدم التمويل للمشاريع الحكومية ومشاريع القطاع الخاص .

وتمنح البنوك التجارية قروضها لغايات تتناسب والسياسات الخاصة بها والأهداف الاقتصادية العامة ، شريطة ثبوت جدوى المشروع الممول وتوفيره لمصدر وفاء شبه مؤكد إلى جانب الحاجة إلى بعض الضمانات إذا كانت المخاطر المتوقعة في المشروع الممول مرتفعة وتتجاوز الحدود المتعارف عليها .

ومن جانب آخر ، تقدم البنوك تمويلاً بالعملات المحلية إلى جانب التمويل بالعملات الأجنبية وفي حالة الإقراض بالعملة الأجنبية تركز البنوك على توفر مصدر وفاء بالعملة الأجنبية ولا تقبل تقديم مثل هذا التمويل إذا لم يتوفر دخل بالعملة الأجنبية لطالب التمويل .

هذا ، وتجدر الإشارة هنا إلى أن سوق القروض المتوسطة والطويلة الأجل تعتبر سوق حديثة نسبياً حيث لا يتجاوز عمرها عشرين سنة. كما تعتبر إلى حد ما محدودة بسبب التركيبة الحالية لجانب المطلوبات من ميزانيات عدد كبير من البنوك التجارية في منطقتناً العربية والتي تتميز بقصر آجال ودائع الجمهور ، إلا أن هذه السوق تشهد حاليا نموا ملموسا وذلك مع تزايد حاجة الصناعات المحلية إلى المعدات الرأسمالية المتطورة والمكلفة.

- التأجير التمويلي :

يعتبر التأجير التمويلي إحدى الأفكار الرائدة في تقديم التمويل وتوفيره لمؤسسات الاقتصاد القومي إلا أن استخدامات هذه الأداة لا يزال محدودا بصورة ملحوظة في عدد من البلدان العربية وذلك لأسباب قانونية ومحاسبية وضريبية.

- تمويل المشاريع :

ويعتبر تمويل المشاريع من الخدمات التمويلية الحديثة نسبياً ، حيث يعتمد تقديم التمويل المطلوب على جدوى المشروع الممول والتدفقات النقدية المتوقعة كمصدر رئيسي للوفاء بالتزاماته وذلك عوضا عن الاعتماد على قدرات صاحب المشروع وملاءته المالية وقد بدأت هذه الفكرة تلقى قبولاً واسعاً من المصارف التجارية بسبب الكفاءات التي أصبحت تتمتع بها تلك المصارف في مجال تقييم المشاريع المطلوب تمويلها وإعداد الدراسات الاقتصادية والمالية الخاصة بذلك.

- قروض التجمع المصرفي:

وتعتبر قروض التجمع المصرفي من أهم التطورات التي استجدت في مجال التمويل كبير الحجم ومتوسط الأجل وذلك نهاية عقد السبعينات ، وقد استطاعت هذه الأداة التمويلية توفير مصادر تمويلية تتناسب والاحتياجات المالية المتزايدة للشركات والمشاريع الضخمة والمؤسسات العامة التابعة لأجهزة الدولة ، حيث أثبت التطبيق العملي مدى كفاءتها في تحقيق هذا الهدف ، ورغم أن هذا المصدر التمويلي لا يشكل نسبة كبيرة من إجمالي التسهيلات المصرفية الممنوحة لكثير من المصارف التجارية إلا أن أهميته تكمن في طبيعته وفي الغاية التي يحققها وهي تأمين التمويل المصرفي الضخم الذي قد لا يرغب فيه أو يقدر عليه مصرف واحد .

١-٥-٢ القطاع التأميني :

إن حتمية التنمية الاقتصادية لأي مجتمع مهما كان مستوى أفراده أمراً لم يعد محل نقاش فليس هناك هدف أسمى من رفع مستوى معيشة الأفراد وتوفير أقصى درجات الرفاهية والأمان لهم .

ولاشك أن تحقيق أهداف التنمية يتطلب توافر وسائل فعالة تساعد على الوصول إلى الأهداف المنشودة ومن أهم هذه الوسائل : رؤوس الأموال وخاصة الوطنية منها ، ثم توفير العمالة اللازمة في كافة الاختصاصات إلى جانب نظام علمي سليم لإدارة الأخطار التي يتعرض لها

كل من رأس المال والعمل ولاشك أن التأمين يحقق العديد من الفوائد في مجال التنمية الاقتصادية .

١-٥-٢-١ الدور الاقتصادي للتأمين :

يساهم التأمين في استمرار العمل الإنتاجي الذي يتعرض للخطر من خلال التعويض الذي يقدمه في حال تحقق الخطر المؤمن منه ، فهو بذلك يدعم جميع الأنشطة الإنتاجية والخدمية كما يلي :

١- **تجميع رؤوس الأموال** : يساهم التأمين في زيادة حجم الادخار من خلال تجميع المدخرات الصغيرة التي تشكل في مجموعها أموالاً ضخمة يمكن توظيفها في المجالات الإنتاجية والخدمية وبذلك يساهم في زيادة الإنتاج وتحسين المنتجات ، أي أنه يقوم بخدمة كل من الفرد والمجتمع على حد سواء :

١. بالنسبة للفرد : عند حلول الأجل أو تحقق الخطر المؤمن ضده يلتزم المؤمن بأن يدفع للمؤمن له مبلغ التأمين ، بحيث يؤدى مبلغ التأمين من مجموع الأقساط التي قام المؤمن له بدفعها خلال فترة التأمين . وبذلك يعتبر التأمين نوعاً من الادخار ولكنه ادخار إجباري يلتزم فيه المؤمن له بأن يقتطع جزءاً صغيراً وبصفة دورية من دخله ومبلغ الادخار هذا يعتبر رأس مال يملكه المؤمن له عند استحقاقه ويمكن أن يستعمله فيما يشاء من مشروعات استثمارية وفي كل الحالات تمثل رؤوس الأموال المتجمعة لدى شركات التأمين ضماناً للمؤمن لهم لاستيفاء حقوقهم من قبلها .

٢. بالنسبة للمجتمع : يقدم التأمين للاقتصاد القومي أفضل الخدمات المالية بل إن لشركات التأمين دوراً فعالاً في توجيه السياسة الاقتصادية للدولة ، فمن مجموع الأقساط المدفوعة يتكون لدى شركات التأمين رؤوس أموال ضخمة تجعل من شركات التأمين قوة مالية ضاربة وتزود شركات التأمين الاقتصاد القومي برؤوس الأموال هذه التي تعتبر من عناصر الإنتاج وذلك سواء باستثمارها في المشروعات العامة التي تخدم مجموع أفراد الشعب أو إعطائها للدولة أو للأشخاص العامة في شكل قروض .

٢- تنشيط الائتمان :

يعتبر التأمين وسيلة من وسائل تنمية الائتمان الفردي والعام وذلك كما يلي :

أ – الائتمان الفردي :يقدم التأمين للأفراد عدة وسائل تقوي ائتمانهم أهمها :

- ❖ تدعيم الائتمان الذي يقدمه المؤمن له إلى دائنه و بحيث إذا رهن المؤمن له عقاراً أو منقولاً كضمان لتنفيذ التزاماته تجاه دائنيه ، فتكون مصلحة الدائن المرتهن في بقاء المال المرهون سليماً فيما إذا لجأ إلى التنفيذ الجبري عليه فيستفيد من ذلك ، وهذا إذا لم يتمكن المدين من الوفاء الاختياري ، وبذلك يقوي التأمين ائتمان المؤمن له إذ يتمكن من الوفاء بالتزامه تجاع دائنيه في حال هلاك الشيء المؤمن عليه .
- ❖ إن التأمين يشجع على الائتمان وذلك فيما إذا أراد فرد لا يملك إلا ما يكسب من عمله الحصول على قرض فإن الدائن يقدم على منحه الائتمان بضمان عقد تأمين على حياة المدين (طالب الائتمان) لصالح الدائن ، يستطيع به الدائن استيفاء حقه من مبلغ التأمين إذا توفي المدين قبل الوفاء بالقرض .
- ❖ كما أن للتامين على الحياة دوراً واضحاً في تنشيط الائتمان ، فبوليصة التأمين على الحياة تكون لها قيمة في ذاتها بعد مضي زمن معين عليها من تاريخ إبرام العقد وتتمثل هذه القيمة في الاحتياطي الذي يتكون من الأقساط التي يدفعها المؤمن له فيستطيع بذلك المؤمن له أن يحصل على الائتمان الذي يحتاجه بضمان بوليصة التأمين بحيث إذا لم يسدد الدين للمقرض يستطيع هذا الأخير أن يحصل على حقه من القيمة التي تمثلها هذه البوليصة .
- ❖ تأمين الائتمان أو التأمين من إعسار المدين ، ويكون في حالة كون المؤمن له دائنا فإنه يبرم عقد تأمين على هذا الدين يضمن له الوفاء قبل مدينه في حال إعسار المدين وبذلك يضمن الدائن (المؤمن له) الوفاء بدينه في ميعاد استحقاق الدين ، وإن لم يرجع عدم الوفاء به إلى إعسار المدين .

ب– الائتمان العام : يعتبر التأمين أيضاً وسيلة بالنسبة للدولة أو الهيئات العامة التي تجد في شركات التأمين مصدراً للاقتراض عن طريق سندات تطرحها في السوق المالية تقوم بشرائها

شركات التامين ، إذ في حال عدم وجود التأمين قد يصعب على الدولة تسويق سندات الدين العام وتمويل الخزينة العامة للدولة .

٣-ضمان استمرارية المشروعات الاقتصادية :

تمثل الحماية التأمينية التي يقدمها عقد التامين للمؤمن له والتي تتبلور في ضمان تعويضه عن الخسائر المحتملة التي تصيب الشيء موضوع التأمين نتيجة لتحقق خطر معين ضمان لاستمرار المشروع وعدم توقفه عن العمل بسبب ما يلحق به من خسارة ، فالتأمين يقدم للأفراد والمشروعات الاقتصادية فور تحقق الخطر المؤمن ضده المبالغ الكافية لاستبدال الأصول التي لحقت الخسارة بها بأخرى جديدة وبالتالي يجنبها التوقف عن العمل فيما لو لم تكن تملك الأموال اللازمة لاستبدال هذه الأصول.

٤-زيادة الكفاية الإنتاجية :

يؤدي التأمين إلى رفع الكفاية الإنتاجية وذلك من خلال بث روح الأمان والطمأنينة في نفوس الأفراد بخصوص المستقبل وإزالة الخطر في حياتهم مما يمكنهم من تركيز طاقاتهم في ابتكار واستحداث الوسائل الكفيلة بزيادة الإنتاج وتحسين مستواه ، وينطبق ذلك على أصحاب الأعمال والعمال على السواء ، فأصحاب الأعمال والقائمون على إدارتها وقد حولوا عبء الأخطار البحتة إلى شركات التأمين لن يكونوا بحاجة إلى تجميد بعض أموال المشروع لمواجهة ما قد يحدث من خسائر نتيجة لتحقق هذه الأخطار مما يؤدي إلى زيادة استثماراتهم ، ومن ناحية أخرى فإن قيام هيئة التأمين بتحمل الخسائر الناتجة عن تحقق الأخطار البحتة المحولة إليها يساعد أصحاب الأعمال والقائمين على إدارتها على تركيز تفكيرهم على كيفية النهوض بالمشروع والتفرغ الكامل لمباشرة نشاطهم العادي والتفوق فيه مما يعود بالنفع عليهم بصفة خاصة وعلى المجتمع بصفة عامة نتيجة لانخفاض تكلفة الإنتاج الناشئة عن زيادة الكفاية الإنتاجية .

أما بالنسبة للعمال فإن وجود برنامج تأميني يكفل تغطيتهم من الأخطار المختلفة التي يتعرضون لها سوف يعمل بدون شك على خلق وتنمية الشعور بالاطمئنان على مستقبلهم ومستقبل من يعيلونهم وسوف ينعكس ذلك بالتأكيد على إنتاجيتهم .

٥- تحقيق التوازن الاقتصادي :

يساهم التأمين في تحقيق التوازن بين العرض والطلب في الحياة الاقتصادية ، إذ يقوم بتوسيع نطاق التغطية الاقتصادية والاجتماعية الإلزامية من خلال التوسع في التأمينات الإجبارية في فترات الرواج الاقتصادي والعمل على زيادة التعويضات للمؤمن لهم أو المستفيدين أثناء التعطل أو المرض أو الإصابة في فترات الكساد ، وهذا من شأنه الحفاظ على مشتريات (مستوى طلب) هؤلاء حتى في فترات تعطلهم عن العمل .

٦- الدور الدولي للتأمين :

حيث أن التامين بطبيعته نظام دولي ، لكونه يغطي أخطاراً متشابهة في معظم أقطار العالم لذلك فإنه يعتمد في فعاليته على توزيع الأخطار على أكبر رقعة جغرافية ممكنة ، فأخطار النقل الدولي على سبيل المثال تتعدى بطبيعتها حدود الدولة إقليمياً ، وهذا ما يقتضي امتداد التأمين إلى خارج حدود الدولة ليتعداه إلى دولة أخرى أو دول أخرى ، وذلك يتم إما بأن تقوم الشركات غير الوطنية (الأجنبية) بعمليات تأمين على أرض الدولة أو بأسلوب إعادة التأمين الذي تقوم به شركات التأمين الوطنية لدى شركات التأمين الأجنبية .

ومن الجدير بالذكر أن التأمين يساعد على تقدم وازدهار التجارة الدولية بما تقدمه وثائق التأمين من تغطية لمخاطر تلك التجارة بين دول العالم .

وهكذا نرى أن التأمين يعمل على توفير الاستقرار الكامل للمشروعات ورجال الأعمال وذلك من خلال توفير المناخ المناسب لتفرغهم للتخطيط والعمل على زيادة الإنتاج بما يعود عليهم وعلى المجتمع بفوائد اقتصادية كما أنه يساهم في توسيع عملية الائتمان وزيادة الثقة التجارية وبالتالي يساهم في تحقيق التوازن الاقتصادي.

المبحث الثاني

دور سوق الأوراق المالية في الاقتصاد الوطني

٢-١ دور الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي :

يجمع غالبية الاقتصاديين في الوقت الراهن على الأثر الإيجابي لوجود أسواق الأوراق المالية في الاقتصاد الوطني ودورها في دعم الاستثمارات والنمو الاقتصادي للبلد ، حيث توجد عدة قنوات يمكن من خلالها لسوق الأوراق المالية التأثير على النمو الاقتصادي و حجم الادخار والاستثمار وتتمثل هذه القنوات في تعبئة المدخرات وتوفير السيولة ، وتنويع المخاطر، وتشجيع المستثمرين على الحصول على المعلومات الخاصة بأداء الشركات وتحفيز إدارة الشركات على بذل المزيد من الجهد لتطوير أساليب أدائها المالي والإداري .

هذا وتعمل الأسواق على تحقيق موازنة فعالة مابين قوى الطلب وقوى العرض وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات ، وتستمد الأسواق المالية أهميتها من وجودها ومن الدور المتعدد الأوجه والجوانب الذي تقوم به ، فهي أداة فعل غير محدودة في الاقتصاد القومي تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته حيث تلعب الأسواق المالية دوراً بالغ الأهمية في جذب الفائض من رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي وتحوله من مال عاطل خامل إلى رأس مال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد و الشركات في الأسهم والسندات والصكوك التي يتم طرحها في سوق الأوراق المالية .

فضلاً عن ذلك توفر أسواق الأوراق المالية قنوات استثمار و مداخيل سليمة أمام الأفراد ولاسيما صغار المستثمرين ، وتحقق جملة من المنافع الاقتصادية منها منافع التملك والانتفاع والعائد الاستثماري المناسب ، كما تمثل حافزاً للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين أدائها وزيادة ربحيتها مما يؤدي إلى تحسن أسعار أسهم هذه الشركات ، كما أنها تشجع الشركات الأخرى غير المدرجة أسهمها على

إدراج أسهمها وذلك للاستفادة من التمويل والفرص الاستثمارية الأخرى التي توفرها سوق الأوراق المالية .

كما يساهم تطور أسواق الأوراق المالية في تعبئة المدخرات وتمويل أنشطة الاستثمار الإنتاجي من خلال تطوير أوعية ادخارية جديدة ومتنوعة من حيث السيولة والمخاطرة والربحية تكون ملائمة لتفضيلات وقدرات الفئات المختلفة من المدخرين وتوفير عوائد تنافسية للمدخر الوطني والأجنبي على حد سواء [١] ، وبالتالي تساهم أسواق الأوراق المالية المتطورة على نحو جيد في تخفيض تكاليف تعبئة المدخرات وذلك عن طريق إيجاد بدائل الاستثمار الأكثر ربحية .

كما تساهم الأسواق المالية المتطورة في تحسين عوائد وكفاءة الاستثمارات الإنتاجية ، إذ أن مؤسسات الوساطة في الأسواق المالية وبالاستعانة بمعلوماتها وخبراتها المتراكمة حول فرص الاستثمار ، تتميز بقدرة عالية على البحث عن أفضل البدائل الاستثمارية ومتابعة وإعادة تقييم عوائد هذه البدائل ، وبالتالي تساعد الأسواق المالية المتطورة على زيادة حصة المدخرات المخصصة للأنشطة الإنتاجية بدل الاكتناز ، أو المضاربة ، أو الاستثمار في الأنشطة الريعية ذات المردود المحدود أو السلبي [٢] ، الأمر الذي يساهم في رفع مستويات الإنتاج وبالتالي رفع مستويات التشغيل والتوظيف وبالتالي الوصول إلى هدف تحقيق مستويات أفضل للدخول سواء على المستوى الفردي أو القومي .

كما تقوم هذه السوق بالمساعدة على الحد من صغر الشركات التي تتجنب المشاريع الاستثمارية الكبيرة ذات المخاطرة العالية والتي يكون تمويلها بواسطة الدين خطيراً وذلك عن طريق توفير أسلوب تمويلي جديد والابتعاد عن التمويل بالطرق التقليدية .

وكما تؤدي أسواق الأوراق المالية دور القائد والموجه للمدخرات الأجنبية ، حيث من الممكن أن يكون لرأس المال الأجنبي الوارد دوراً مفيداً في تسريع وتيرة المنافسة في الأسواق المالية المحلية وتحقيق العديد من المكاسب .

---

[١] **فريز ، زياد: "التطور المالي والنمو الاقتصادي : حالة الأردن"** ، الفصل السادس ، ورقة بحث مقدمة خلال الندوة الثالثة التي نظمها معهد السياسات الاقتصادية في صندوق النقد العربي ، أبو ظبي (٧-٨ ديسمبر ٢٠٠٣) ، ص٢٤٨ .

[٢] فريز، زياد: **"التطور المالي والنمو الاقتصادي : حالة الأردن"** ، مرجع سبق ذكره ، ص٢٤٨

وإلى جانب ذلك توفر السيولة التي تؤمنها سوق الأوراق المالية فرصة مميزة لالتقاء وتلبية الرغبات المتباينة للمتعاملين في السوق ، فحاجة الاستثمارات ذات المردودية العالية إلى تمويل طويل الأجل قد يصطدم بتخوف المستثمرين من فقدان قدرتهم على التصرف في مدخراتهم لفترة طويلة ، غير أن إتاحة السوق للمستثمرين فرصة لتسييل أصولهم المالية حسب رغبتهم يجعل من التقاء رغبات الأطراف المتعاملة في السوق (العارضين والطالبين لرؤوس الأموال) أمراً ممكناً ، الأمر الذي يجعل من الاستثمار أقل عرضة للمخاطر وأكثر جاذبية بحيث يتمكن المدخرون من الحصول على الأوراق المالية حسب رغبتهم والتخلص منها بسرعة وذلك ببيعها في السوق في أي وقت يكونون في حاجة ماسة لاسترداد مدخراتهم أو لتغيير محافظهم الاستثمارية وفي الوقت عينه تتمتع الشركات بفرصة الحصول وبشكل دائم على رؤوس الأموال المطلوبة وذلك من خلال إصدار المزيد من الأوراق المالية المختلفة حسب مصلحة الشركة وهكذا تلعب السوق المالية بتسهيلها لإجراءات تمويل الاستثمارات فرصاً مهمة لتحقيق التخصيص الأمثل للموارد المالية الأمر الذي يساعد على تحفيز النمو الاقتصادي .

كما ثبت أن الأسواق المالية الكفؤة العالية السيولة تؤدي دوراً هاماً في تقليل مخاطر النشاط الاقتصادي نظراً لما توفره من معلومات خاصة بنشاط الشركات وتقليل تكلفة البحث وتقييم الشركات والسوق ككل على نحو يسمح بترشيد القرارات الاستثمارية [١] . ويسمح التقييم الدوري لمخرجات الشركات بمراقبة أدائها وضبط نوعية وصحة المعلومات التي تنشرها بصفة دورية وهو ما يؤدي إلى التخصيص الأكثر كفاءة للموارد المالية وبالتالي تحفيز أكبر لمعدلات النمو الاقتصادي.

كما يعتبر التخفيف من حدة المخاطر التي تتضمنها الاستثمارات في الأوراق المالية من خلال اندماج الأسواق المالية في السوق العالمية من أهم العوامل المؤثرة على النمو الاقتصادي ومرد ذلك أن الأسواق ذات الأداء الجيد والأكثر اندماجاً في النظام المالي الدولي ، وبما توفره من فرص متعددة لتنويع المخاطر تسمح بانتقال المدخرات نحو الاستثمارات والمشاريع ذات العوائد المرتفعة كما تسمح بتكوين محافظ تتضمن أصولاً أقل حساسية تجاه المخاطر .[٢]

---

[١] فريز ، زياد: **"التطور المالي والنمو الاقتصادي : حالة الأردن"** ، مرجع سبق ذكره ، ص٢٤٩ .

[٢] مونتيل ، بيتر: **"التمويل والرفاهية والنمو"** ، الفصل الثاني ، ورقة بحث مقدمة خلال الندوة الثالثة التي نظمها معهد السياسات الاقتصادية في صندوق النقد العربي ، أبو ظبي (٧-٨ ديسمبر ٢٠٠٣) ، ص٤٨ .

ومن الأبحاث التي قامت ببحث العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي ، تعتبر الدراسة التي قام بها الباحثان (١٩٩٣) King and Levine من أهم الدراسات التطبيقية في مجال بحث أثر تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي ، حيث يبين الباحثان في هذه الدراسة مدى الارتباط الوثيق بين المؤشرات المالية ومقاييس نمو الناتج المحلي الإجمالي وتراكم رأس المال ومجمل إنتاجية عوامل الإنتاج في الدول المدروسة [١] .

وفي دراسة (١٩٩٦) Levine and Zervos [٢] والتي خصصت لبحث العلاقة بين أسواق المال والتنمية الاقتصادية على المدى الطويل ، والتي تم فيها استخدام معلومات عن أسواق مالية في إحدى وأربعين دولة خلال الفترة من ١٩٧٦ إلى ١٩٩٣ ، أثبت الباحثان في هذه الدراسة وجود علاقة موجبة قوية بين درجة تطور أسواق الأوراق المالية ودرجة التنمية الاقتصادية فيها ، وقد اعتمدت هذه الدراسة على عدة مؤشرات ممثلة للتطور في سوق الأوراق المالية ، حيث جمعت بين حجم السوق ومؤشرات السيولة ودرجة الاندماج في الأسواق المالية العالمية .

وبدورهما قام الباحثان Demirguk and Levine[٣] بمحاولة تحديد مجموعة من المعايير والتي من خلالها يمكن الحكم على مدى تطور سوق الأوراق المالية وقدرتها على حشد الموارد حيث توصل الباحثان إلى أن حجم السوق (عدد الشركات المدرجة) ودرجة السيولة فيه ونسبة حجم التداول إلى الناتج المحلي ونسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي ومعدل دوران رأس المال هي من المعايير الهامة التي تلعب دوراً هاماً في زيادة النمو الاقتصادي .

هذه الدراسات توضح الدور الذي يمكن لسوق الأوراق المالية الكفء أن تلعبه في عملية تمويل التنمية الاقتصادية وعليه فإن سوق الأوراق المالية يمكن أن تلعب دوراً حيوياً في دعم جهود التنمية وأن حجم الدور يتفاوت من بلد لآخر حسب خصائص اقتصاد كل بلد .

---

[١] **Robert G. King; Ross Levine ١٩٩٣: "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right ", World Bank policy Research Working Paper ,N١٠٨٣, February ,١٩٩٣, pp. ٧١٧-٧٣٧ .**

[٢] **Levine ,Ross and Zervos,S : " Stock market development and long run growth ", The word Bank Economic Review , vol .١٠,No.٢,PP.٣٢٣-٣٣٩ , ١٩٩٦**

[٣] **Demirguk , K .and Levine,Ross. : "Stock market , corporate finance , and Economic growth : An overview" .The word Bank economic Review ,Vol .١٠,No.٢,PP.٢٢٣-٢٣٩ , ١٩٩٦ .**

٢-٢ الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية :

للأسواق المالية دوراً هاماً في الاقتصاد إذ تساهم في تحقيق الأهداف الاقتصادية الهامة من تنمية واستثمار ، كما أنها تمثل المرأة الحقيقية التي تعكس الحالة لاقتصادية للبلد ومدى نجاح السياسات المالية والاقتصادية ، كم أنها تعتبر مظهراً من مظاهر التقدم الاقتصادي حيث تقوم الأسواق المالية منذ إنشائها بالعديد من الوظائف التي من خلالها تحقق الازدهار والنمو لاقتصاديات الدول وتنشيط قطاعات الاستثمار المختلفة. وكلما كانت هذه الوظائف تنفذ بطريقة سليمة، وسياسات واعية ومنظمة، كلما ساهم ذلك في إنجاح الدور التي تقوم به هذه الأسواق وزيادة كفاءتها في تحقيق الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها.

ويمكن عرض أهم الوظائف التي يمكن لسوق الأوراق المالية تأديتها كما يلي :

٢-٢-١ المساهمة في زيادة معدل نمو الاستثمار في الاقتصاد الوطني :

حيث تؤثر أسواق الأوراق المالية في النشاط الاستثماري من خلال توفيرها للسيولة النقدية فالعديد من الاستثمارات تحتاج إلى تمويل طويل الأجل وبما أن المستثمرين كثيراً ما يترددون في التخلي عن مدخراتهم لفترات طويلة ، فإن أسواق رأس المال السائل تعمل على توفير هذا التمويل وذلك لأنها تجعل الاستثمار أقل مخاطرة وأكثر جاذبية حيث تسمح للمستثمرين بالحصول على أصول هي أسهم في رأس المال وبيعها بسرعة إذا احتاجوا إلى استرداد مدخراتهم أو إلى تغيير محافظ أوراقهم المالية .

وفي الوقت نفسه تتمتع الشركات بفرصة الحصول بشكل دائم على رأس المال المحصل من عملية إصدارات الأسهم وبشكل طويل الأمد بشكل سندات دين قابلة للتداول ، والأسواق التي تتحقق فيها السيولة تجعل الاستثمار أقل مخاطرة وأكثر ربحية الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الاستثمارات ، كما تشجع سوق الأوراق المالية على تنمية عادة الادخار الاستثماري بشكل عام وخاصة بالنسبة لصغار المدخرين الذين لا يستطيعون في العادة القيام بمشاريع استثمارية مستقلة بأموالهم ، لعدد من الأسباب منها ما يتعلق بصغر حجم المدخرات فضلاً عن عدم معرفتهم بفرص الاستثمار المتاحة والمجدية ، وذلك ينعكس في تكوين أو زيادة رؤوس الأموال للشركات والمؤسسات الاستثمارية وبالتالي زيادة معدل نمو الاستثمار وزيادة معدلات التشغيل

وزيادة معدل النمو الاقتصادي ، كما أنها تساعد على توجيه المدخرات نحو الاستثمارات المناسبة[١] حيث لسوق الأوراق المالية دور رائد واستراتيجي في عملية تمويل الاستثمار في الدول الغربية خاصة في مراحل التنمية الأولى ، حيث شكلت الإصدارات الأولية حوالي ٤٠ % من إجمالي الناتج القومي في الولايات المتحدة الأمريكية و ٣٣% في فرنسا و٢٥ % في ألمانيا في نهاية التسعينيات من القرن العشرين [٢].

٢-٢-٢ المساهمة في تعبئة المدخرات المالية :

حيث تسهم سوق الأوراق المالية في تنمية العادات الادخارية من خلال تشجيع الأفراد على استثمار فوائضهم في قنوات ادخارية تؤمن لهم دخلاً إضافياً وتوفر لهم درجة كبيرة من السيولة في بيع أسهمهم وقت يشاؤون وبأقل كلفة ممكنة ، بالإضافة إلى ذلك وجود منشآت البحث المستقلة التي تمكن الفرد من الحصول على المعلومات والنصائح التي يحتاج إليها للاستثمار في قطاع معين بحيث تعزز لديه الشعور بالطمأنينة على أمواله ، كما أن توفير سوق الأوراق المالية لمجموعة من البدائل الاستثمارية يحفز من عملية الادخار .

٢-٢-٣ التشجيع على إنشاء الشركات المساهمة :

حيث يساهم السوق في تشجيع تأسيس الشركات المساهمة ذات الميزة التشاركية التي تتيح للمواطنين توظيف رؤوس أموالهم الصغيرة وتجميعها ضمن رأس مال الشركة الكبير الذي يمكنها من القيام بمشاريعها ، و من مزايا الشركات المساهمة أنها تعتمد إدارة منتخبة تتمثل بمجلس الإدارة وبالتالي فهي تمثل الديمقراطية الاقتصادية المقابلة للديمقراطية السياسية .[٣]

كما أن تسجيل الشركات المساهمة يوفر لها عدداً من المزايا :

١- يعد التسجيل بحد ذاته إعلاناً مجانياً عن المنشأة ، يتوقع أن يكون له أثره الإيجابي على المبيعات وتزداد فاعلية الإعلان كلما كان التعامل على أسهم المنشأة نشطاً .

---

[١] حسين ،عصام : **"أسواق الأوراق المالية"** ، مرجع سبق ذكره ، ص ٨٠ .
[٢] **العربيد ،عصام فهد: "الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)"** ، مرجع سبق ذكره ، ص ٧ .
[٣] بوحسون ، ياسر: **"واقع وآفاق الشركات المساهمة في سورية"** ، مجلة بحوث جامعة حلب ، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية العدد ٧ عام ٢٠٠٧ ، ص ٤ .

٢- إن التسجيل في البورصة يعطي انطباعاً إيجابياً عن المركز المالي للمنشأة مما يسهل عليها الحصول على ما تحتاجه من موارد مالية بحد أدنى من التكلفة .

٣- تسجيل الأسهم يشجع المستثمرين على التعامل فيها ، ذلك أن الأسهم المسجلة تتيح لهم الحصول على معلومات مستمرة من خلال وسائل الإعلام عن المنشأة المصدرة لها وحجم التعامل على أسهمها وأسعار الإقفال والافتتاح .

٤- كذلك فإن بيع الأسهم أو شراؤها – سواء كانت مسجلة في البورصة أم غير مسجلة – يتم من خلال السماسرة الذين يحصلون على عمولاتهم في جميع الأحوال ، إلى جانب أن إجراءات الإصدار واحدة في الحالتين بمعنى أن التسجيل لا ينطوي على أعباء إضافية في هذا الشأن .

٥- وأخيراً فقد أثبتت دراسات سابقة أن هامش الربح الذي يحققه التاجر على السهم المسجل في البورصة عادةً ما يكون منخفضاً بالمقارنة مع الهامش الذي كان يحصل عليه التاجر قبل التسجيل وحيث أن انخفاض الهامش يعني تقارب سعر شراء الورقة وسعر بيعها لدى التاجر فإنه يمكن القول أن التاجر يشتريه بأعلى سعر ممكن وهو ما يحمل في طياته تعظيم القيمة السوقية للسهم وتعظيم ثروة الملاك بالتبعية .[١]

٢-٢-٤ المساهمة في تمويل مشاريع التنمية الاقتصادية والاجتماعية الوطنية:

حيث أن سوق الأوراق المالية تقوم بتوفير الأموال التي تحتاجها الحكومة لإقامة مشاريعها الاستثمارية وبالأخص مشاريع البنية التحتية حيث رافق بروز الأوراق المالية التي تصدرها الشركات المساهمة ازدياد التجاء الحكومات إلى الاقتراض العام من أفراد الشعب لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية عن طريق طرح الحكومة أوراق مالية (سندات الدين العام ، أذون الخزانة) في هذه الأسواق مما يمكنها من رفع كفاءتها في تنفيذ سياستها المالية والنقدية المقررة ومن هنا صارت هذه الأوراق المالية مجالاً لتوظيف الأموال لا يقل أهمية عن أوجه التوظيف الأخرى ومن ناحية أخرى تعد هذه الأدوات وسيلة رئيسية لتمويل العجز

[١] هندي ، منير إبراهيم: **"الأوراق المالية وأسواق المال"** ، مرجع سبق ذكره ، ص ٩٨-٩٩ .

المالي من جهة ولإدارة السيولة النقدية من جهة أخرى ومن ناحية أخرى يمكن للمستثمر تسييلها بسهولة ويسر وبأسعار مناسبة وبأقل تكلفة ممكنة كونها مضمونة من قبل الدولة [1].

٢-٢-٥ إيجاد آلية مناسبة لتحديد هيكل أسعار الفائدة :

تساهم سوق الأوراق المالية في تحديد أسعار الفائدة ، ويتم ذلك باستخدام البنك المركزي لسياسة السوق المفتوح وهي أحدى الأدوات الهامة لإدارة السياسة النقدية ، التي بموجبها يقوم البنك المركزي ببيع وشراء السندات الحكومية في سوق الأوراق المالية وذلك بغية التأثير على السيولة النقدية وهيكل أسعار الفائدة وفي هذا الخصوص تشير العديد من الدراسات إلى وجود علاقة طردية بين الكمية المعروضة من النقود من ناحية وبين كل من أسعار الفائدة ومستوى النشاط الاقتصادي من ناحية أخرى ويعزى ذلك إلى أن زيادة المعروض النقدي وما يؤدي إليه من انخفاض أسعار الفائدة ، سوف يشجع على تعبئة مزيد من الاستثمارات التي تؤدي بطبيعة الحال إلى زيادة الإنتاج وانخفاض البطالة التي عادة ما تنعكس على مستوى الطلب على المنتجات وهذه الزيادة تزيد الأرباح ، فيؤدي ذلك بطبيعة الحال إلى زيادة أسعار الأسهم في أسواق المال كمحصلة نهائية لزيادة المعروض النقدي.

٢-٢-٦ الرقابة على كفاءة الشركات والمشروعات :

تمثل سوق الأوراق المالية سلطة رقابية خارجية غير رسمية على الشركات المسجلة في البورصة حيث يبدأ هذا الدور الرقابي من لحظة الإدراج في البورصة من خلال الشروط التي تفرضها على الشركات الراغبة في التسجيل بالإضافة إلى ذلك تكون حسابات الشركات المساهمة علنية ومنشورة وجاهزة للإطلاع عليها من قبل المساهمين والجمهور .

كما تقوم البورصة بالرقابة على كفاءة السياسات الاستثمارية والتمويلية والتشغيلية والتسويقية للشركات والمشروعات التي يجري تداول أوراقها المالية في السوق وبالتالي فإن الشركات التي تتبع إدارتها سياسات كفوءة تحقق نتائج أعمال جيدة وتتحسن أسعار أسهمها في السوق أما الشركات التي تعاني من سوء الإدارة فإن نتائج أعمالها لن تكون مرضية لذلك فإن أسعار

[1] حسين ،عصام: **"أسواق الأوراق المالية"** ، مرجع سبق ذكره ، ص ٨١ .

أسهمها تنخفض في السوق .[1] كما أن سوق الأوراق المالية تعتبر أداة هامة لتقويم الشركات والمشروعات حيث تساهم في زيادة وعي المستثمرين ومعرفتهم بواقع الشركات والمشروعات الأمر الذي يمكنهم من الحكم عليها بالنجاح أو الفشل ، فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي الأمر الذي يؤدي إلى العزوف عن الاستثمار بها .

وتنبع أهمية هذا الدور من أنه يضفي مناخاً من الشفافية على عمل الشركات المساهمة المدرجة ، فأي خلل في أداء هذه الشركات ينعكس على أسعار أسهمها وهذا بدوره يدفع إدارات هذه الشركات للعمل بمسؤولية ومحاولة معالجة مواطن الخلل بأقصى سرعة فاستمرار الوضع على ما هو عليه يعتبر مؤشراً على تراجع مكانة الشركة ضمن القطاع الذي تنتمي إليه وهذا بدوره يؤثر على قدرة المنشأة في الحصول على احتياجاتها المالية وقد ينتهي الأمر باعتبار الشركة غير مؤهلة للبقاء في سوق المال .

٢-٢-٧ التقليل من مخاطر التضخم والانكماش المالي :

حيث تعد سوق الأوراق المالية الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي عن طريق بيع الأوراق المالية وشرائها لتغيير كمية النقود لمعالجة التضخم والانكماش .(٢)

٢-٢-٨ جذب الاستثمارات الاجنبية :

تساهم الأسواق المالية في جذب الاستثمارات الأجنبية وفتح نوافذ جديدة للتواصل مع العالم الخارجي ، ولا يخفى على أحد بأن هذه العملية تساهم في الاستفادة من التجارب الخارجية و التطورات المالية والاقتصادية العالمية بالإضافة الى نقل التطورات التكنولوجيه في مجال الصناعة والإستثمار وتوطيدها ، بالإضافة الى الإستفاده من رؤوس الأموال الضخمة في العالم الخارجي ، و جذبها للمشاركة في شركات محلية وفقاً لقوانين الاستثمار والإجراءات الإدارية المنظمة للنشاط الاقتصادي.

---

[1] الميداني ، محمد أيمن عزت :**"تطوير أسواق رأس المال في سورية"** ، مرجع سبق ذكره ، ص٤ .
[2] هارون ،محمد صبري : **"أحكام أسواق الأوراق المالية (الأسهم والسندات)"** ، دار النفائس ، الأردن ، ص ٥٠ .

٢-٢-٩ التنبؤ بحالة الاقتصاد الوطني واتخاذ الإجراءات المناسبة :

حيث تعد أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق مؤشراً للحالة الاقتصادية المستقبلية في البلاد ، فهي تعتبر بمثابة إنذار مبكر للقائمين على شؤون الاقتصاد في الدولة لاتخاذ الترتيبات اللازمة والإجراءات التصحيحية عندما يلزم الأمر فانخفاض أسعار الأسهم يعتبر مؤشراً على إقبال الاقتصاد على مرحلة كساد ، وارتفاع أسعارها يعتبر مؤشراً على قدوم مرحلة انتعاش .(١)

كما توفر البورصة مؤشراً يومياً عن اتجاهات الأسعار وظروف الاستثمار ومعدلات الادخار وهو مؤشر يعبر عن قوة الاقتصاد الوطني أو ضعفه ، كما أنه يعكس مستوى الأداء للقطاعات الاقتصادية وكذلك الأداء المالي للشركات الاستثمارية .

بالإضافة إلى ذلك فللأسواق المالية المتطورة دور في تقليل مخاطر النشاط الاقتصادي من خلال توفير المعلومات وتقليل كلفة البحث وتقويم المنشآت والسوق ، إلى جانب تقليل المخاطرة من خلال المقدرة على تنويع الاستثمارات وكذلك طرح المشتقات المالية التي تساعد على توزيع المخاطر .

وفي دراسة للاقتصاد الأمريكي قام بها وليم شورت للفترة من ١٨٠٢- ١٩٩٠ كشفت أن انخفاضاً في معدل العائد على مؤشر السوق قدره ٨ % كان سابقاً (أو على الأقل مصاحباً) لحدوث الكساد وذلك في ٣٨ مرة من أصل ٤١ مرة تعرضت فيها الولايات المتحدة للكساد مما يعني أن المؤشر نجح في التنبؤ بحدوث الكساد وذلك بنسبة ٩٣ % ، وقد كان بدأ الهبوط في عائد مؤشر السوق قد أعطى إنذاراً قبل بدأ حدوث الكساد بالفعل بفترة تراوحت بين شهر واحد و ١٤ شهر . (٢)

---

(١) د.ياسر بوحسون وشادي زهرة ، بحث بعنوان " **الأسواق المالية الناشئة ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني** " مجلة جامعة تشرين ، المجلد (٢٧) العدد (١) - ٢٠٠٥ ، ص ٧ .

(٢) هندي ، منير إبراهيم: **"الأوراق المالية وأسواق المال"** ، مرجع سبق ذكره ، ص ٢٧٣ .

٢-٢-١٠ توفير فرص إستثمارية للمستثمرين :

تجمع السوق المالي في طياتها العديد من مجالات الإستثمار في العديد من قطاعات الإستثمار المختلفة، مما يعطي المستثمر فرصة في الإختيار والتفضيل بين الإستثمارات المختلفة ، وفي هذه الحاله لا يجد المستثمر صعوبة في البحث عن فرص إستثمارية للاستثمار، وأيضاً تجنبه المخاطر التي قد يتعرض لها نتيجة عدم إلمامه بنوع الاستثمار الذي يقدم على الاستثمار فيه ويتم ذلك من خلال مايلي :

١- توفر سوق الأوراق المالية مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرصاً أوسع للاختيار في شتى مجالات الاستثمار مما يجنب المدخرين مشقة البحث عن وجوه الاستثمار التي تناسبهم ، كما تساهم الأوراق المالية في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية .

٢- تقوم سوق الأوراق المالية بتقييم و تحديد أسعار الأوراق المالية على ضوء آخر المعلومات عنها ، حيث يتم تحديد أسعار الأوراق المالية عبر المفاوضة أو المزايدة والتي تعكس بصورة أقرب إلى الدقة رأي المتعاملين في السعر المناسب للورقة المالية وفقاً لظروف السوق السائدة ، بالإضافة إلى ما تقوم به الشركات والجهات الاقتصادية من نشر كافة البيانات المتعلقة بالشركات وصكوكها وأرباحها ومراكزها المالية في التقارير السنوية ، الأمر الذي يحول دون خلق سعر غير واقعي للورقة المالية حيث يمثل هذا السعر أفضل الأسعار بالنسبة للبائع (أعلى سعر) و للمشتري (أدنى سعر) .

٣- تسهيل تداول الأوراق المالية لتنشيط عملية الاستثمار وتوفير السيولة حيث أن بورصة الأوراق المالية توفر الآلية المناسبة لاستثمار المدخرات ومكاناً أيضاً لتسييلها عند الحاجة .

٢-٣ دور السوق الأولية والثانوية في الاقتصاد :

٢-٣-١ دور السوق الأولية للإصدارات :

تُعرف السوق الأولية بأنها سوق إصدار وطرح الأوراق المالية للاكتتاب من قبل الجمهور أي أنها السوق التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكتتب أو بين المقترض

والمقرض وهذه السوق تتميز بقدرتها على رفد الاقتصاد والعمليات التنموية بالأموال اللازمة الجديدة حيث تتجمع فيها المدخرات ويتم تحويلها إلى استثمارات جديدة عن طريق إصدار أوراق مالية تعرض لأول مرة وهذا يعمل على إنشاء وقيام مشاريع جديدة تخدم الاقتصاد إلى جانب المشاريع القائمة ويساهم ذلك أيضاً في إجراء توسعات في المشاريع القائمة لزيادة فاعليتها ورفع كفاءتها الإنتاجية وبالتالي فإن نجاح السوق الأولية في صب المدخرات في قنوات الاستثمار المجدي يساهم في عملية التنمية الاقتصادية بشكل فعال لأن دورها الهام يبرُز من خلال قدرتها على تحريك المدخرات والفوائض المالية لدى الأفراد والمؤسسات من دائرة الاكتناز إلى دائرة الاستثمار النافع والمجدي ، وتوفير الأموال اللازمة للعمل الإنتاجي ومشاريع التنمية من مصادرها المختلفة وخاصة القطاع الخاص والذي تسعى السوق إلى تعظيم مشاركته في عملياتها نظراً للفوائض المالية الكبيرة المتوفرة لديه بدلاً من تركها معطلة غير مجدية .[١]

ويمكن تحديد بعض الوظائف الاقتصادية لأسواق الإصدار كما يلي :[٢]

١- تأسيس الشركات المساهمة الجديدة : وبهذه الوظيفة تعد أسواق الإصدار إحدى ركائز النشاط الاقتصادي .

٢- أنها آلية أساسية لتجميع المدخرات الفردية وتحريك رؤوس الأموال الوطنية من قطاعات المجتمع ذات الفائض المالي إلى القطاعات ذات الإنتاجية (أصحاب العجز المالي) .

٣- أنها أداة لتوجيه المدخرات الوطنية من التوظيف إلى الاستثمار المنتج أي من مجرد توظيفها في استثمارات سلبية مثل شراء العقارات أو الذهب إلى الاستثمار الحقيقي.

٤- أنها حلقة وصل بين المستثمرين (أصحاب الفوائض المالية) والمنتجين (أصحاب العجز المالي) وهي من خلال هذه الوظيفة تؤدي دورين هما :

أ- تقديم الفرصة للمستثمرين لاستثمار مدخراتهم وإتاحة مصادر تمويل متعددة للمنتجين لتمويل إقامة مشروعاتهم أو للتوسع فيها .

ب-توزيع المدخرات المكتنزة بين ذوي العجز المالي .

---

[١] عبد اللطيف ، أسار فخري: **"دور سوق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية"** ، قسم بحوث الائتمان (البنك المركزي العراقي) ، ٢٠٠٧ ، ص ٢ .

[٢] العقلا ، محمد بن علي : **"الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية"** ، مرجع سبق ذكره ، ص ٥٩-٦٠ .

٥- أنها تنهض بالدور الذي يعجز الأفراد عن القيام به في التمويل الكبير لتأسيس الشركات المساهمة ، أو لتلبية احتياجات ماهو قائم منها من الموارد اللازمة للتوسع أو التطوير .

٢-٣-٢ دور السوق الثانوية :

وهي السوق التي يجري التعامل فيها على الأوراق المالية التي سبق إصدارها من قبل في سوق الإصدار وتتلخص الوظيفة الأساسية لهذه السوق في قيامها بتسييل الأصول المالية المتمثلة في الأسهم والسندات وغيرها . ونظراً لقيامها بتلك الخدمة فإن المستثمرين يصبحون أكثر استعداداً لشراء الأسهم مثلاً التي تطرح للاكتتاب العام لأول مرة أو لشركات قائمة بغرض زيادة رؤوس أموالها طالما أن المستثمرين لديهم الثقة أنَّ بوسعهم تسييل مالديهم من أوراق مالية بسرعة وسهولة وبأقل تكلفة ممكنة وأعلى سعر ممكن ، وتتبع أهمية هذه السوق في تمويل الاقتصاد من أنه في ظل غياب هذه السوق سيؤدي ذلك إلى عجز المستثمرين عن تسييل الأوراق المالية التي في حوزتهم الأمر الذي يؤدي إلى استحالة قيام شركات مساهمة جديدة فليس هناك من يقبل شراء أوراق مالية يتعذر بيعها ، أي أنه بغياب هذه السوق فذلك يعني إخفاق أية محاولة من جانب الشركات المساهمة لزيادة رؤوس أموالها فضلاً عن تعذر قيام شركات مساهمة جديدة .

ويمكن تحديد الدور الاقتصادي لهذه السوق عن طريق الوظائف التي تؤديه وذلك في :[١]

١- أنها ضرورية بل حيوية لوجود كفاءة سوق الإصدار من حيث أن المستثمر حين شراءه الأوراق المالية لا يمكنه استرداد قيمتها من جهة إصدارها طالما ظلت هذه الجهة تمارس نشاطها ، فإذا لم توجد سوق التداول لتقديم الفرصة للمستثمر في بيع ما اشتراه من أوراق مالية من سوق الإصدار بالسعر الذي يريده وفي الوقت الذي يريده فكيف يتسنى لسوق الإصدار أن تعمل في ظل انعدام قدرة المستثمر على بيع مشترياته من الأوراق المالية .

٢- ومن أهم وظائف سوق التداول : توفير السيولة السريعة للمستثمرين وقت حاجتهم إليها وذلك عن طريق تسهيل بيع وتدوير مكونات محافظهم المالية .

٣- توسيع دائرة الاختيار أمام المستثمرين في تكوين محافظهم المالية .

---

[١] العقلا ، محمد بن علي : **"الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية"** ، مرجع سبق ذكره ، ص ٧٠-٨٠ .

٤- زيادة حجم الائتمان في المجتمع عن طريق توثيق الديون برهن الأوراق المالية التي يمكن تسييلها بسرعة وبدون خسارة في قيمتها وكذلك الاقتراض بضمان هذه الأوراق .

٥- تلافي النتائج السلبية للتضخم خاصة تآكل قيمة النقود المدخرة في أوعية الادخار النقدية حيث تعوض أرباح وعوائد الأوراق المالية تآكل قيمتها النقدية بفعل التضخم .

٦- زيادة سيولة وسلامة قيمة الاستثمار الأصلي بما تتيحه أسواق التداول للمشروعات المصدرة للأوراق المالية من بيعها دون المساس بأصول المشروع الرأسمالية .

٢-٤ دور أسواق الأوراق المالية في تخصيص الموارد :

يقوم السوق المالي بدورين متميزين في تخصيص الموارد : أحدها مباشر والأخر غير مباشر ويعزى الدور المباشر إلى المستثمرين عندما يشترون أسهم شركة ما فإنهم يشترون عوائد مستقبلية وبناءً عليه فإن الشركات التي تتاح لها فرصة استثمارية هي التي يمكنها إصدار المزيد من الأسهم بل وبيعها بسعر مرتفع وبالتالي تحقيق حصيلة كبيرة للإصدار، الأمر الذي يعني انخفاض تكلفة التمويل، أما الدور غير المباشر فينتج من زيادة إقبال المستثمرين على التعامل في أسهم الشركة، الذي يعد بمثابة شهادة أمان للمقرضين ومن ثم تستطيع هذه الشركة الحصول على أموال إضافية بسعر فائدة منخفض أما الشركات التي لا تتوافر لها فرص واعدة للاستثمار فإنها تواجه صعوبة في إصدار وتصريف المزيد من الأسهم، وإن أصدرت فتكون على حساب تقديم خصم على سعر الأسهم المطروحة للاكتتاب ، مما يعني حصيلة اقل للإصدار وتكلفة أعلى للتمويل واقتراض الشركات بسعر فائدة مرتفع ،أي أن سوق الأوراق المالية يعمل على تخصيص المدخرات إلى أكثر المستثمرين كفاءة .

ونتيجة لذلك الدور فإن أسواق الأوراق المالية تلعب دوراً هاماً في إعادة هيكلة الاقتصاد ، فمن خلالها يتم طرح أسهم الشركات المختلفة الصناعية والخدمية والزراعية والتجارية وهذه الشركات مُلزمة بنشر معلومات دورية عن أعمالها ،فيقوم المدخرون والمستثمرون باختيار الأسهم التي تحقق رغباتهم وغالباً ما يتم اختيار الورقة ذات العائد الأكبر المتوقع وبالتالي تتجه معظم المدخرات والاستثمارات إلى القطاعات ذات الربحية الأكبر والتي يعتقد المدخرون والمستثمرون أنها ذات جدوى وأهمية اقتصادية أكبر ونتيجة لهذه المفاضلة التي يجريها المدخرون والمستثمرون تتغير الهياكل الاقتصادية في البلد ، فتتجه التيارات المالية مثلاً من قطاع الزراعة

الذي عائده قليل إلى قطاع الصناعة الذي يحقق عائدات أكبر وتتحرك التيارات المالية والنقدية بين القطاعات الاقتصادية المختلفة فتنمو القطاعات التي تحقق ربحية أكبر وتنكمش القطاعات الخاسرة ، كما أن الهياكل الاقتصادية في البلد تتغير نتيجة لعمليات الاندماج الكلي أو الجزئي بين الشركات وظهور شركات جديدة وغياب أخرى .

٢-٥ دور كفاءة سوق الأوراق المالية في الاقتصاد :

لم تكن الأصول المالية من أسهم وسندات وغيرها من الأدوات المالية قادرة على إشباع الحاجات التمويلية المتنوعة للمشاريع الاستثمارية لو لم تكن هناك سوقاً لرأس المال تتداول من خلالها تلك الأصول . وإذا كانت لأسواق الأوراق المالية أهميتها في هذا الشأن ، فإن الدور الحيوي الذي تؤديه الأصول المالية في الاقتصاد قد أضفى بدوره المزيد من الأهمية على تلك الأسواق وقد وجدت تلك الأدوات المالية لسبب جوهري يتمثل في أن المدخرات تتكون في فترة زمنية ليست من الضروري أن تكون ذاتها الفترة الزمنية التي يخطط فيها أصحابها لاستثمارها في أصول حقيقية . وإذا كانت المدخرات لكل وحدة اقتصادية تساوي حجم الاستثمار في أصولها الحقيقية في جميع الفترات لانعدمت حاجة المدخرين والمستثمرين إلى الأصول المالية وأسواق رأس المال ، فكل وحدة اقتصادية كان يمكنها تمويل احتياجاتها واستثماراتها من إيراداتها الحالية دون حاجة إلى تمويل خارجي .

وتتكون أسواق الأوراق المالية من سوقين أساسيين هما : السوق الأولية والسوق الثانوية ، وإذا كان دور السوق الأولية ينحصر في تعبئة المدخرات وتمويل الاستثمارات من خلال عمليات إصدار الأوراق المالية لمختلف الشركات ، فإن الدور الذي تؤديه السوق الثانوية لا يقل هو الآخر أهمية عن دور السوق الثانوية ، وعملياً يستحيل أن تؤدي السوق الأولية دورها بكفاءة في تعبئة المدخرات لو لم تكن هناك سوقاً ثانوية لتداول الأوراق المالية المصدرة ، فالمستثمر كان سيتردد كثيراً قبل أن يقدم على شراء أوراق مالية من السوق الأولية إذا كان يعتقد أن فرصته محدودة للتخلص منها في الوقت الذي يريده وهو الدور الذي تتيحه له السوق الثانوية (البورصة) .

وإذا كانت للسوق الثانوية أهميتها بالنسبة للمستثمرين أفراداً كانوا أو مؤسسات ، فإن لها أهمية أيضاً للشركات المُصدرة للأوراق المالية على الرغم من أن تلك الشركات لا تحصل على إيرادات من عمليات بيع أوراقها المالية المبرمة في تلك السوق إلا أن كون سعر الورقة المالية يتحدد على أساس المعلومات المتاحة للمتعاملين في سوق التداول بشأن الشركة المصدرة لها (وهو ما يعرف بكفاءة السوق) يعني أن أي إصدار إضافي في المستقبل غالباً ما يتم تصريفه في السوق الأولية بسعر يتوقع أن يكون قريباً من السعر الذي تتداول به في السوق الثانوية بعبارة أخرى فإن السوق الثانوية هي التي تحدد تكلفة تمويل الشركات التي تتداول أوراقها فيها وبالتالي كلما ارتفعت أسعار أوراقها المالية المتداولة في السوق الثانوية كلما زادت حصيلة إصداراتها الجديدة وانخفضت بالتبعية تكلفة أموالها وزادت بذلك قيمتها السوقية .

أي أن سوق الأوراق المالية الكفوءة تؤدي دوراً حيوياً ذا أهمية بالغة للاقتصاد الوطني ككل ويتمثل هذا الدور في تحقيق الكفاءة العالية في توجيه الموارد نحو المشاريع الاستثمارية الأكثر ربحية .

ويمكن التعرف على مستويات الارتباط بين كفاءة سوق الأوراق المالية والتخصيص الكفؤ للموارد وذلك من خلال تأثير الكفاءة السوقية على تخصيص الموارد والمتمثلة فيما يلي :

١- المعلومات :

تؤدي أسواق الأوراق المالية دوراً هاماً في توفير المعلومات عن القطاعات الاقتصادية والشركات المدرجة في السوق ذلك لكونها تمثل حجر الزاوية في القرارات الاستثمارية حيث تتيح المعلومات فرصاً لتقييم المخاطر والعائد للقطاع ككل وللشركات التي تنتمي إليه ، الأمر الذي يؤدي إلى التفرقة بين القطاعات والمنشآت التي تعمل بكفاءة والأخرى التي تفتقد الكفاءة في نشاطها وتمارس آلية تغير الأسعار في سوق الأوراق المالية ضغطاً غير مباشر على الشركات من أجل تحسن أوضاعها إذ أن ارتفاع أسعار الأوراق المالية يعد مؤشراً عن وجود فرصة لإصدار المزيد من الأوراق المالية بأسعار مرتفعة وهو ما يمكن أن يرفع حصيلة الأموال المعبئة ويخفض تكلفة التمويل ، كما يعكس ارتفاع أسعار القيمة السوقية للأوراق المالية ثقة السوق في المنشأة وهو ما يوفر لها فرص الحصول على مزايا عديدة سواء في تسويق منتجاتها

أو الحصول على تمويل من مصادر أخرى . وبذلك فإن توافر المعلومات في سوق الأوراق المالية يعمل على زيادة فعالية تخصيص الموارد في الاقتصاد بكفاءة لأنه يوجه الموارد إلى :

١) المنشآت ذات الكفاءة .

٢) القطاعات ذات المزايا النسبية .

وذلك من خلال المعلومات المتوافرة عن العائد والمخاطرة سواء على مستوى المنشآت أو على مستوى القطاعات بالإضافة إلى المعلومات عن تطور القطاع العالمي والمحلي والأنشطة القطاعية .[١]

٢- السيولة :

تشير السيولة إلى إمكانية إبرام الصفقات بسرعة وعند سعر قريب من السعر الذي أبرمت فيه آخر صفقة [٢] ، وتتيح السيولة فرصاً عديدة للاختيار بين البدائل الاستثمارية وذلك حسب درجة سيولتها حيث انه كلما ازدادت درجة سيولة الورقة المالية كلما زادت الرغبة في الاستثمار فيها الأمر الذي يساعد على توجيه الموارد إلى تلك الشركات التي تتسم أوراقها المالية بدرجة عالية من السيولة .

٣- تكلفة المعاملات :

تؤثر تكلفة المعاملات على تكلفة القرار الاستثماري لأن ارتفاع تكلفة المعاملات قد يحد من التوسع في الاستثمار ، ولهذا فإن السوق الكفء تتميز بانخفاض تكلفة المعاملات وينعكس هذا بدوره على تطوير كفاءة الاستثمارات .فعندما تنخفض تكلفة المعاملات في سوق الأوراق المالية المتسمة بالكفاءة العالية فمن شأن ذلك أن يساهم في تخصيص الموارد المالية بفعالية في المشاريع المنتجة .

٤- عدالة السوق :

تعني عدالة السوق ان يتيح السوق لجميع المتعاملين فرصة متساوية للتعامل ، وذلك سواء من حيث الوقت أو من حيث إتاحة المعلومات [١] ، وعندما يشعر المتعاملون بوجود عدالة في

---

[١] الدسوقي ، إيهاب :**" اقتصاديات كفاءة البورصة"** ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ٢٠٠٠، ص ١١٣ .
[٢] هندي ، منير إبراهيم :**"الأوراق المالية وأسواق المال"** ، مرجع سبق ذكره ، ص ٥٥٧ .
[٣] هندي ، منير إبراهيم: **"الأوراق المالية وأسواق المال "** ، مرجع سبق ذكره ، ص ٥٥٧ .

التعامل في سوق رأس المال ، فإن هذا يدفعهم إلى مزيد من الاستثمار مما يساعد على التخصيص الأمثل للموارد .

وتعد عدالة السوق إحدى المهام الرئيسة لإدارة البورصة ويقتضي هذا شرط العدالة متابعة المعلومات أمام جميع المتعاملين وتوفير فرص متساوية لكل من يرغب في التعامل على أي ورقة مالية كما يتطلب هذا الشرط أيضاً انعدام الخلل بين العرض والطلب لأسباب غير طبيعية أو اقتصادية دون مبرر وكلما تطورت كفاءة السوق كلما اتسمت السوق بالعدالة وانعكس ذلك على التخصيص الأمثل للموارد . [١]

٥- الترشيد في سلوك المستثمر :

يتطلب تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية اتسام تعاملات المستثمرين بالترشيد والذي يتجلى في سعي المستثمرين نحو تعظيم منفعتهم الاستثمارية باستخدام الموارد المتاحة ، حيث يؤدي تحسن إدارة المستثمرين لمحافظهم الاستثمارية إلى تعظيم منافع الاستثمار في الأوراق المالية وتقليل مخاطر الاستثمار المرتبطة بها .

٢-٦ دور أسواق الأوراق المالية في نشر المعلومات عن الاستثمارات المختلفة :

إن تداول الأوراق المالية في أسواق الأوراق المالية يعتمد إلى حد ما على المعلومات الموجودة في السوق عن هذه الأوراق المتداولة وبناء على هذه المعلومات يتم اتخاذ القرارات المختلفة في البيع والشراء وبالتالي فإن أسواق الأوراق المالية تلزم الشركات المسجلة لديها على تقديم بيانات حقيقية تظهر فيها وضع الشركة من حيث أرقام المبيعات والتغيرات التي تطرأ على المنشأة والحسابات الختامية الأمر الذي يؤمن قاعدة بيانات عن الشركات يستفيد منها المستثمرون للتعرف على الشركات والمقارنة بينها وذلك لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب .

[١] الدسوقي ، إيهاب: **"اقتصاديات كفاءة البورصة"** ، مرجع سبق ذكره ، ص ١١٤ .

الفصل الثالث

الدراسة التطبيقية

المبحث الأول : بورصة عمان للأوراق المالية، نشأتها وتطورها وهيكلها .

المبحث الثاني : تطور الاقتصاد الأردني .

المبحث الثالث : الدراسة التطبيقية ، المنهجية والتحليل القياسي .

المبحث الأول

بورصة عمان للأوراق المالية

نشأتها وتطورها وهيكلها

١-١ نبذة تاريخية :

بدأ إنشاء الشركات المساهمة في الأردن والتداول بأسهم هذه الشركات منذ فترة طويلة سبقت إنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية فقد بدأ الجمهور الأردني الاكتتاب بالأسهم والتعامل بها منذ أوائل الثلاثينات حيث تم تأسيس البنك العربي عام ١٩٣٠ كأول شركة مساهمة عامة في الأردن وشركة التبغ والسجائر الأردنية عام ١٩٣١ وشركة الكهرباء الأردنية عام ١٩٣٨ وشركة مصانع الاسمنت الأردنية عام ١٩٥١ كما تم إصدار إسناد القرض لأول مرة في الأردن في أوائل الستينات .

ونتيجة لذلك فقد ظهرت في الأردن سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية وذلك من خلال مكاتب غير متخصصة مما دعى الحكومة إلى التفكير جدياً بإنشاء سوق لتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وكذلك حماية صغار المدخرين وذلك من خلال إيجاد آلية لتحديد السعر العادل للورقة المالية بناءً على قوى العرض والطلب وقد دعت خطط التنمية الاقتصادية المتعاقبة لإنشاء مثل هذا السوق حيث بدأت الجهات المختلفة وبدعم من الحكومة بالتحضير لإنشاء سوق منظم للأوراق المالية ، حيث قام البنك المركزي خلال عامي ١٩٧٥ و ١٩٧٦ وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية International Finance IFC) (Corporation المنبثقة عن البنك الدولي بإجراء دراسات مكثفة تبين منها بأن حجم الاقتصاد الوطني ومساهمة القطاع الخاص فيه من خلال الشركات العامة وتوزيع مساهمته فيها على عدد كبير من المستثمرين يبرر إنشاء هذه المؤسسة ، إذ من المتوقع منها أن تضيف إلى السوق المالي الأردني أعمالاً اقتضى التطور الاقتصادي تغطيتها وتلبيتها دعماً له وبعثاً لمزيد من النشاط الاقتصادي ، وكثمرة لهذه الجهود فقد صدر القانون المؤقت رقم (٣١) لسنة ١٩٧٦ والذي تم بموجبه تأسيس ما كان يعرف بسوق عمان المالي Amman Financial Market AFM وتم تشكيل لجنة لإدارة سوق عمان المالي بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ ١٩٧٧/٣/١٦ وباشرت

اللجنة مهمتها منذ ذلك التاريخ كما باشر السوق أعماله بتاريخ ١٩٧٨/١/١ وقد تركزت أهداف السوق فيما يلي :

١- تنمية المدخرات المحلية عن طريق تشجيع الاستثمارات في الأوراق المالية .
٢- توجيه المدخرات المحلية لخدمة الاقتصاد الوطني
٣- تنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل معها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وبما يضمن مصلحة البلاد وحماية صغار المدخرين .
٤- توفير البيانات والإحصائيات اللازمة لتحقيق الأهداف المرجوة .

ومنذ إنشاء السوق أوكل إليه القيام بدورين أساسيين وهما دور الهيئة المنظمة لسوق رأس المال أو ما يعرف بـ (Securities and Exchange Commission SEC) وكذلك القيام بدور البورصة التقليدية للأوراق المالية (Stock Exchange) [١] .

وتطور السوق المالي منذ إنشائه وخطا خطوات هامة على صعيد رأس المال المحلي وحقق تقدماً بارزاً في تحقيق أهدافه التي تم إنشاؤه من أجلها .

وقد استمر العمل بهذا القانون المؤقت رقم (٣١) لسنة ١٩٧٦ حتى صدور القانون الجديد رقم (١) لسنة ١٩٩٠ ثم عدل بالقانون رقم (٢) لسنة ١٩٩٢ . وكان من أهم أهداف السوق تنمية المدخرات الوطنية عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية ، وتوجيه الاستثمارات لخدمة الاقتصاد الوطني بالإضافة إلى تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها . [٢]

١-٢ الإصلاحات الهيكلية لسوق رأس المال الأردني :

ضمن التوجه نحو مزيد من الانفتاح على العالم وتحديث التشريعات المالية والاقتصادية كانت هناك ضرورة لإحداث إصلاحات واسعة لإعادة هيكلة وتنظيم سوق رأس المال الوطني لنقله إلى مستويات متطورة ضمن أرقى وأحدث المعايير العالمية في هذا المجال الأمر الذي دفع الحكومة الأردنية إلى تبني سياسة إصلاح شاملة لسوق رأس المال تقوم على أساس تعزيز نمو القطاع الأهلي وتوسيع وتنويع قاعدة الاقتصاد الأردني والارتقاء إلى المعايير الدولية في مجال تنظيم

---

[١] الموقع الالكتروني لبورصة عمان **www.ase.com.jo**
[٢] القرعان ، محمد طاهر : **"بورصة عمان : سوق الأوراق المالية – نشأتها وتطورها ونظامها القانوني "** ، رسالة ماجستير ، جامعة مؤتة ، ٢٠٠١م ، ص١٠ .

سوق الأوراق المالية ، وتتمثل أهم ملامح هذا التوجه الجديد في إحداث تغييرات مؤسسية في سوق رأس المال واستخدام أنظمة التداول والتسوية و التقاص الالكترونية وإزالة كافة معوقات الاستثمار وتقوية الرقابة على سوق رأس المال وصولاً إلى أعلى مستوى من الشفافية وتحقيق سلامة التعامل بالأوراق المالية وبما يتناسب مع التوجه نحو العولمة والانفتاح على العالم الخارجي .

وقد كان صدور قانون الأوراق المالية المؤقت رقم (٢٣) لسنة ١٩٩٧ من أهم معالم هذه التطورات حيث يعتبر هذا القانون نقلة نوعية ونقطة تحول هامة في سوق رأس المال الأردني حيث هدف هذا القانون إلى إعادة هيكلة وتنظيم سوق رأس المال الأردني واستكمال بنيته التحتية بما يتفق والمعايير الدولية تحقيقاً للشفافية والإفصاح وسلامة التعامل بالأوراق المالية . ويتمثل الطابع المركزي في إعادة الهيكلة في فصل الدور الرقابي والتشريعي لسوق رأس المال عن الدور التنفيذي حيث تتولى هيئة الأوراق المالية الدور الرقابي والتشريعي وتتولى بورصة عمان (سوق الأوراق المالية) ومركز إيداع الأوراق المالية الدور التنفيذي وبموجب هذه الأهداف فقد تضمن القانون إنشاء ثلاث مؤسسات جديدة لتحل محل سوق عمان المالي وهي:

١- هيئة الأوراق المالية Jordan Securities Commission
٢-بورصة عمان / سوق الأوراق المالية Amman Stock Exchange
٣-مركز إيداع الأوراق المالية Securities Depository Center

١-٢-١ بورصة عمان :

تولت بورصة عمان اعتباراً من ١٩٩٩/٣/١١ مهامها كمؤسسة أهلية مستقلة إدارياً ومالياً ولا تهدف إلى الربح وكجهة وحيدة مصرح لهل مزاولة العمل كسوق نظامي لتداول الأوراق المالية في المملكة الأردنية الهاشمية تخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية وذلك استناداً إلى أحكام قانون الأوراق المالية رقم (٢٣) لسنة ١٩٩٧ ، ثم صدر قانون الأوراق المالية الجديد رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢ والذي سمح بإنشاء أكثر من سوق لتداول الأوراق المالية في المملكة ويبين الجدول رقم (١) تطور سوق رأس المال في الأردن منذ عام ١٩٣٠ .

السنة	الحدث
١٩٣٠	بدء التداول في الأوراق المالية .
١٩٧٦	صدور قانون سوق عمان المالي رقم (٣١) لسنة ١٩٧٦ .
١٩٧٦	إنشاء سوق عمان المالي .
١٩٧٨	بدء التداول في سوق عمان المالي .
١٩٩٧	صدور قانون الأوراق المالية رقم (٢٣) لسنة ١٩٩٧ .
١٩٩٧	إنشاء هيئة الأوراق المالية .
١٩٩٩	إنشاء بورصة عمان كمؤسسة مستقلة مالياً وإدارياً .
١٩٩٩	إنشاء مركز إيداع الأوراق المالية .
٢٠٠٠	صدور قانون الأوراق المالية رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٠ .
٢٠٠٢	تعديل قانون الأوراق المالية .

جدول رقم (١)[١]

ويكمن الطابع الأساسي في هذه الهيكلة الجديدة في فصل الدور الرقابي لسوق رأس المال عن الدور التنفيذي حيث كان سوق عمان المالي يقوم بهذين الدورين معاً ، وقد شُكلت هيئة الأوراق المالية كهيئة رقابية حكومية للإشراف على سوق رأس المال وتم تأسيس بورصة عمان (سوق الأوراق المالية) ومركز إيداع الأوراق المالية كمؤسستين مستقلتين تداران من قبل القطاع الخاص ، حيث تدار بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء ومدير تنفيذي يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة . تتكون عضوية البورصة من الوسطاء الماليين والوسطاء لحسابهم وأي جهات أخرى يحددها مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية والذين يشكلون الهيئة العامة للبورصة .

تلتزم بورصة عمان بتوفير مبادئ العدالة والشفافية والكفاءة والسيولة ، حيث تسعى البورصة إلى توفير بيئة سليمة وصحية لتداول الأوراق المالية وترسيخ أسس التداول السليم والعادل وحماية المتعاملين في سوق رأس المال وللقيام بذلك قامت بورصة عمان بتطبيق أنظمة وتعليمات تتماشى مع المعايير العالمية .

[١] الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على المعلومات من موقع بورصة عمان .

تقوم بورصة عمان بتوفير أنظمة الكترونية ووسائل ربط وقاعات مجهزة بالأدوات والوسائل التقنية الحديثة ومراقبة عمليات التداول في السوق والتنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات كما قامت بوضع معايير للسلوك المهني لضمان التزام أعضائها بمبادئ التداول العادل والسليم ، كما تحرص على ضرورة النشر الفوري والصحيح للمعلومات لجميع المهتمين بنفس الوقت .

تحرص بورصة عمان على إقامة علاقات تعاون مع البورصات والجمعيات والمنظمات العالمية وإبرام الاتفاقيات معها والمشاركة في المؤتمرات والندوات العربية والعالمية وهي عضو فاعل في اتحاد أسواق المال العربية واتحاد البورصات الأوروبية الآسيوية والاتحاد الدولي للبورصات والمنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية .

١-٢-٢ هيئة الأوراق المالية :

تهدف الهيئة إلى مراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها وتنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات التي تخضع لرقابتها وهي البورصة ومركز الإيداع ومعتمدي المهن المالية . كما تهدف الهيئة إلى تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين .

وهي هيئة رسمية لها شخصية اعتبارية وتتمتع باستقلال مالي وإداري وترتبط برئيس مجلس الوزراء وذلك تعزيزاً لاستقلالها لكي تعمل بكفاءة وفعالية لتحقيق الأهداف التالية:

- توفير المناخ الملائم لتحقيق سلامة التعامل في الأوراق المالية .
- تنظيم وتطوير ومراقبة سوق الأوراق المالية وسوق رأس المال في المملكة .
- حماية حملة الأوراق المالية والمستثمرين فيها والجمهور من الغش والخداع وذلك من خلال القيام بالمهام التالية :
  - تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل معها .
  - تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها والتي تتمثل بمايلي:
    * بورصة عمان (سوق الأوراق المالية)
    * مركز إيداع الأوراق المالية .

* شركات الخدمات 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 على المكشوف للأوراق المالية .
- تنظيم العروض العامة لشراء أسهم الشركات المساهمة .

وللهيئة مجلس مفوضين مكون من خمسة أعضاء متفرغين من بينهم الرئيس ونائب الرئيس من ذوي الخبرة والاختصاص بشؤون الأوراق المالية وقد ألزم القانون كل عضو من أعضاء المجلس فور استلامه مهام عمله بالتصريح خطياً عما يملكه من أوراق مالية أو تلك التي تقع تحت تصرفه أو تحت تصرف أقربائه في أي شركة خدمات مالية أو عن أي تغيير يطرأ عليها خلال ثلاثة أيام من تاريخ علمه بالتغيير وحظر القانون على كل عضو من المجلس ان يمارس أي مهنة أو عمل آخر او أن يكون عضواً في مجلس الأمة او أن يشغل منصباً أو وظيفة في أي شركة او مؤسسة أو في الحكومة أو المؤسسات الرسمية العامة أو البلديات او أن يكون له تأثير في اتخاذ القرارات في الجهات المذكورة أو أن يقدم أي مشورة لأي منها .

وقد جاءت هذه القيود على أعضاء المجلس لتهيئة المجلس ممثلاً بأعضائه ليمارس عمله في الرقابة على سوق رأس المال وتطويره وتحقيق سلامة التعامل بالأوراق المالية (والأهداف الأقرب للهيئة) بعيداً عن أي مصلحة شخصية أو أي تأثير آخر نظراً لأهمية وحساسية هذا العمل ، وقد باشر أول مجلس مفوضين لهيئة الأوراق المالية عمله في ١٩٩٧/٩/١ ومن أهم صلاحيات المجلس التي نص عليها قانون الأوراق المالية مايلي :

١- رسم السياسة العامة للهيئة ووضع البرامج اللازمة لتنفيذها .
٢- إعداد مشاريع القوانين والأنظمة المتعلقة بالأوراق المالية .

٣- الموافقة على الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بالبورصة ومركز الإيداع ، والنظر بالاعتراضات على القرارات الصادرة عنهما إضافة إلى صلاحية المجلس بتعليق نشاط أي منهما لمدة لا تزيد عن يوم واحد .

٤- منح التراخيص المصدرة بموجب القانون والموافقة على تسجيل صناديق الاستثمار .

٥- الموافقة على تحديد بدل الأجور والخدمات والعمولات التي يتقاضها كل من السوق والمركز بمقتضى أنظمتهما الداخلية ، إضافة لتحديد العمولات التي تتقاضها شركات الخدمات المالية .

٦- اعتماد المعايير المحاسبية ومعايير التدقيق وتقويم الأداء التي يجب على الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة التقيد بها إضافة لتحديد المعايير الواجب توفرها في مدققي الحسابات المؤهلين للتدقيق على الجهات الخاضعة لرقابتها " [١] .

٧- منع إصدار أو تداول أي ورقة مالية في البورصة إذا وجد المجلس ذلك ضرورياً .

١-٢-٣ مركز إيداع الأوراق المالية :

تم إنشاء هذا المركز بتاريخ ١٩٩٩/٥/١٠ بهدف الحفظ الأمين لملكية الأوراق المالية وتسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية المتداولة في البورصة وتسوية آثمان الأوراق المالية بين الوسطاء ويتمتع هذا المركز بشخصية اعتبارية واستقلال مالي وإداري ولا يهدف إلى الربح ويدار من قبل القطاع الأهلي .

١-٣ بورصة عمان :

١-٣-١ الأقسام التي تتشكل منها بورصة عمان :

١- السوق الأولي (The Primary Market) :

وهو السوق الذي يتم فيه بيع الإصدارات لأول مرة وتشمل هذه الإصدارات كل من إصدارات الأسهم والسندات للشركات القائمة وحديثة التأسيس بالإضافة إلى الجهات الحكومية والمؤسسات

[١] الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية **www.jsc.gov.jo**

العامة ، ولسوق عمان الأولي متطلبات قانونية ونظامية ينبغي على الشركات المساهمة الالتزام بها قبل القيام بعملية الإصدارات ومنها على سبيل المثال إعداد نشرات الإصدار التي تحتوي على كافة المعلومات التي من شأنها زيادة الثقة في الإقبال على الشراء و لا يمكن السير بإجراءات الإصدار إلا بعد استكمال كافة البيانات والمعلومات المطلوبة وفقاً للتعليمات واللوائح الداخلية التي تحكم هذه العملية .

٢- السوق الثانوية (The Secondary Market) :

وهو السوق الذي يتم فيه التداول على الأوراق المالية التي سبق وأن تم إصداراها في السوق الأولي وفقاً لأحكام القوانين والأنظمة والتعليمات المعمول بها ويتألف من السوق الأول والسوق الثاني والسوق الثالث وسوق التحويلات التي تكون مستثناة من التداول في القاعة وفقاً للتصنيف الجديد .

* السوق الأول : ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التعامل بأوراق مالية تحكمها شروط إدراج خاصة وفقاً لتعليمات إدارج الأوراق المالية في بورصة عمان .
* السوق الثاني : ويمثل الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التعامل بأوراق مالية تحكمها شروط إدراج أقل شدة من شروط الإدراج التي تحكم السوق الأول .
* سوق السندات : ذلك الجزء من السوق الثانوية الذي يتم من خلاله التعامل في قاعة التداول بالسندات الحكومية وأسناد القرض الصادرة عن المؤسسات العامة والشركات.
* التحويلات خارج القاعة : ذلك الجزء من السوق الثانوية الذي يتم من خلاله إجراء التحويلات الأرثية والعائلية .

ويمكن ملاحظة التطورات الكبيرة التي طرأت على السوق المالية منذ تأسيسها وحتى نهاية العام ٢٠٠٩ وذلك من حيث عدد الشركات وحجم التداول وعدد الأسهم المتداولة والقيمة السوقية :

	المؤشر	العام	
		١٩٧٨	٢٠٠٩
١	عدد الشركات	٦٦	٢٧٢
٢	حجم التداول (مليون دينار)	٥.٦	٩٦٦٥.٣
٣	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)	٢.٤	٦٠٢٢.٥
٤	القيمة السوقية للسوق (مليون دينار)	٢٨٦.١	٢٢٥٢٦.٩
٥	الإصدارات الأولية (مليون دينار)	٢١.٩	٤٧٩٨.٦

الجدول رقم (٢)[١]

أنواع الأوراق المالية المتداولة في بورصة عمان :

يتم التداول في بورصة عمان بأسهم الشركات المساهمة العامة والوحدات الصادرة عن صناديق الاستثمار وسندات التنمية الحكومية ، بالإضافة لأذونات وسندات الخزينة وكذلك أسناد القروض الصادرة عن المؤسسات العامة والشركات المساهمة العامة .

وبموجب قانون الأوراق المالية رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢ فإن تعريف الأوراق المالية يشمل :

١- أسهم الشركات القابلة للتحويل والتداول .
٢- أسناد القرض الصادر عن الشركات أو الحكومة أو المؤسسات الرسمية العامة أو المؤسسات العامة أو البلديات .
٣- إيصالات إيداع الأوراق المالية الصادرة عن شركات الخدمات المالية .
٤- الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار .
٥- أسناد خيار المساهمة .
٦- العقود آنية التسوية والعقود آجلة التسوية .
٧- عقود خيار الشراء وعقود خيار البيع .
٨- أي أوراق مالية محلية أو أجنبية متعارف عليها على أنها أوراق مالية ويتم اعتبارها كذلك من قبل مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية .

[١] من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة عمان .

المبحث الثاني

تطور **الاقتصاد** الأردني

٢-١ مقدمة :

تأسست المملكة الأردنية الهاشمية في شهر أيار عام (١٩٤٦) جنوب غرب قارة آسيا ، وهي تشكل من حيث التاريخ والجغرافيا والسكان امتداداً طبيعياً لمنطقة بلاد الشام من الوطن العربي وتبلغ مساحتها (٨٩.٣) ألف كيلو متر مربع ، أما السكان فيقدر عددهم بحوالي (٤) مليون نسمة موزع بين سكان المدن والريف بنسبة (٣:٧) وبمعدلات نمو وكثافة سكانية تقدر بحوالي (٥%) سنوياً .

يعتبر الأردن من البلدان النامية الصغيرة نسبياً والتي تتصف بمحدودية مواردها الاقتصادية وقلة الثروات الطبيعية إلا أنه غني بالموارد البشرية ، ويقوم الاقتصاد الأردني على مبادئ النظام الاقتصادي الحر ويقتصر دور الحكومة على المشاركة في المشاريع الاقتصادية الكبرى وإتاحة الأجواء المناسبة لزيادة الاستثمارات الخاصة ، ويعتبر من الاقتصاديات صغيرة الحجم ومحدودية موارده الطبيعية ، إذ لا يملك مورداً رئيسياً كالنفط الخام مثلاً (تتمثل الموارد الطبيعية للأردن أساساً في البوتاس والفوسفات) ، ويعد قطاع الخدمات هو القطاع الرائد والرئيسي حيث يمثل النسبة الأكبر في المساهمة في الناتج المحلي الإجمالي .

تأتي معظم موارد الأردن من تحويلات الأردنيين العاملين في الخارج والمساعدات العربية والدولية وقروض البنك الدولي ويعد من أكثر الاقتصاديات العربية اعتماداً على المنح والمساعدات .

ويمتاز الاقتصاد الأردني بعدة ميزات أهمها :

- كفاءة موارده البشرية ، الأمر الذي أدى لتزايد الطلب عليها لاسيما دول الخليج .
- الانفتاح الاقتصادي : حيث يمتاز الاقتصاد الأردني بمرونته وقدرته على التكيف مع المستجدات الإقليمية والدولية ، ومن أهم مظاهر هذا الانفتاح انضمامه إلى منظمة التجارة

العالمية (WTO) وتوقيعه على اتفاقية الشراكة الأوربية وتوقيعه على إقامة منطقة التجارة العربية الحرة .

وينصب طموح السياسة في الأردن على الاستفادة من الفرصة التي تتيحها التركيبة السكانية في الانتقال إلى اقتصاد المعرفة المرتفع الأجور ، حيث يتطلب هذا التحول إتباع سياسات تشجع على إنشاء الشركات وتزيل التشوه الذي يحول في الوقت الراهن دون تركيز أصحاب مشاريع العمل الحر على الميزة النسبية التي يتمتع بها الأردن (مواطنوه المتعلمون تعليماً جيداً) كما يتطلب التشديد على أهمية جودة التعليم .

٢-٢ الإصلاحات الاقتصادية :

مر الاقتصاد الأردني بالعديد من الصعوبات و المشاكل الاقتصادية، والتي أثقلت كاهل الاقتصاد الأردني والمتمثلة بشكل رئيسي في مشكلة البطالة والفقر ، وخصوصا أواخر عقد الثمانينات نجمت عن صدمات خارجية كان أبرزها تراجع حجم المساعدات العربية وانحسار أسواق الصادرات الوطنية وتراجع حوالات الأردنيين العاملين في الخارج وتراجع الطلب على القوى العاملة الأردنية بالإضافة إلى تزايد عجز ميزان المدفوعات والموازنة العامة للدولة وتفاقم مشكلة المديونية الخارجية وكذلك تدهور سعر صرف الدينار الأردني وارتفاع معدلات التضخم [١] .

الأمر الذي دفع إلى تنفيذ سلسلة من الخطط الاقتصادية والاجتماعية التنموية والتي يمكن إيجازها كما يلي[٢] :

ـ خطة السنوات السبع (١٩٦٤-١٩٧٠) :

استهدفت هذه الخطة توظيف حجم الاستثمارات المقدرة بحوالي (١٢٧) مليون دينار أردني والممولة من حصيلة الإيرادات الحكومية البالغة (٢١) مليون دينار والقطاع الخاص (٤٧) مليون دينار والقروض والمساعدات (٥٩) مليون دينار .

وذلك من أجل تحقيق الأهداف التالي :

---

[١] زغلول ، إسماعيل و الهزيمة ، محمد : **"سياسات وخطط تطوير القدرة التنافسية للاقتصاد الأردني"**، سلسلة بحوث ومناقشات حلقة العمل "القدرة التنافسية للاقتصاديات العربية في الأسواق العالمية، صندوق النقد العربي/ معهد السياسات الاقتصادية، ٢٠٠٠، ص ١٧٥ .

[٢] التقارير السنوية للبنك المركزي الأردني للأعوام (١٩٦٤-٢٠٠٢) .

١- تخفيض عجز الميزان التجاري .

٢- تخفيض الاعتماد على المساعدات الخارجية .

٣- زيادة الناتج القومي الإجمالي بنسبة (٧.٣ %) .

إلا أن حرب ١٩٦٧ أدت إلى تعطيل هذه الخطة وإصابتها بأضرار فادحة حيث توقفت التنمية الاقتصادية وتعرقلت عجلة الاقتصاد الوطني وتجمد الكثير من المشاريع الاستثمارية .

ـ خطة التنمية الثلاثية (١٩٧٣-١٩٧٥) :

وهذه الخطة استهدفت دفع عملية التطور الاقتصادي والاجتماعي وإعادة تفعيل الأنشطة الاقتصادية والإنمائية وزيادة الناتج القومي الإجمال بمعدل (٨.٢%) وإعادة توزيع مكاسب التنمية بعدالة على الأقاليم وبين مختلف فئات المواطنين وتخفيض العجز في الميزان التجاري وتعزيز اعتماد الموازنة على الموارد الذاتية .

ولهذه الغاية قدر حجم الاستثمار خلال هذه الخطة بحوالي (٢٢٩) مليون دينار منها (٩٨) مليون دينار للقطاع العام والباقي للقطاع الخاص وذلك على النحو التالي :

القطاع	مليون دينار	النسبة المئوية
الزراعة والري	٢٣	١٠ %
الصناعة والكهرباء	٤٥	١٩.٧ %
السياحة	٦	٢.٦ %
النقل والمواصلات	٦٤	٢٨ %
الإسكان	٥٠	٢١.٨ %
الإنشاءات والخدمات	٤١	١٧.٩ %
المجموع	٢٢٩	١٠٠%

ـ الخطة الخمسية الأولى (١٩٧٦-١٩٨٠) :

وفيها تم اعتماد أسلوب التخطيط الشامل واستهدفت تحقيق معدل نمو في الناتج المحلي الإجمالي لا يقل عن (١٢ %) وتوزيع مكاسب التنمية على كافة السكان في جميع المناطق وزيادة الاعتماد على مصادر التمويل الذاتي وتخفيض عجز الميزان التجاري وتحقيقاً لهذه

الأهداف قدر حجم الاستثمارات بمبلغ (٧٦٥) مليون دينار منها (٣٨٣) مليون دينار من القطاع الخاص والباقي (٤١٢) مليون دينار من القطاع العام ، وعند الإطلاع على الأرقام الفعلية نجد أن الناتج المحلي الإجمالي ارتفع بمعدل سنوي متوسطه حوالي (٢٥.٨ %) وبعد استبعاد أثر الزيادة في الأسعار البالغ متوسطها حوالي (١١.٨ %) نجد أن هدف الخطة قد تحقق بأكبر مما كان متوقعاً ، أما الاستثمارات فقد كان توزيعها على القطاعات المختلفة كالتالي :

القطاع	بالمليون دينار	النسبة المئوية
الزراعة والري	٧٨.٤	% ٦.٤
الصناعة والكهرباء	٤١٦.١	% ٣٤.١
السياحة	٣٣.٥	% ٢.٧
النقل والمواصلات	٢٧٦.٢	% ٢٢.٦
الإسكان	٢٥٧.٧	% ٢١.١
الإنشاءات والخدمات	١٦٠	% ١٣.١
المجموع	١٢٢١.٩	% ١٠٠

أي أن الحجم الفعلي للاستثمارات ارتفع عما مخطط له إلى ما يقارب (١٢٢١.٩) مليون دينار وذلك بسبب المساعدات العربية من دول الخليج .

ـ الخطة الخمسية الثانية (١٩٨١-١٩٨٥) :

تم التركيز فيها على البعد الاقتصادي والاجتماعي لعملية التنمية وتحقيق خطوات جريئة على طريق تغيير بنية الاقتصاد الوطني لصالح قطاعات الإنتاج السلعي مع توفير الموارد الكافية والضرورية لمعالجة القضايا الاجتماعية وتلبية الحاجات الأساسية للمواطنين .

وعليه فقد استهدفت الخطة توظيف مبلغ (٣٣٠٠) مليون دينار (٦١ %) منها من القطاع العام والباقي من القطاع الخاص وذلك من أجل تحقيق نمو في الناتج المحلي الإجمالي بمعدل (١١%) وتغيير بنية الاقتصاد الوطني لصالح قطاعات الإنتاج السلعي وذلك بمعدل سنوي قدره (١٤.٩%) مقابل نمو سنوي لقطاع الخدمات قدره (٨.٤%) وتعزيز العمل الاقتصادي العربي المشترك وزيادة الإيرادات المحلية في الموازنة العامة لتغطي كلفة النفقات الجارية وتحقيق فائض لتغطية الإنفاق الرأسمالي وتخفيض عجز الميزان التجاري .

وقد تمكن الاقتصاد الأردني من تحقيق تلك الأهداف في العام الأول إلا أن الكساد العالمي وانعكاساته على المنطقة العربية عموماً وتأثر الأردن به اقتصادياً وسياسياً أدى إلى وقوعه تحت وطأة التراجع الاقتصادي حيث تدنت معدلات النمو إلى ما يقارب (٦%) سنوياً أي تراجع مقداره حوالي (٥%) عما استهدفته الخطة .

ـ الخطة الخمسية الثالثة (١٩٨٦-١٩٩٠) :

كانت تهدف لتحقيق زيادة في الناتج المحلي الإجمالي بمعدل قدره (٥%) وزيادة الإيرادات المحلية وترشيد الإنفاق الحكومي وزيادة فرص العمل بنحو (٩٧) ألف فرصة عمل جديدة والحد من العجز في الميزان التجاري .

إلا أن الذي حدث في النصف الثاني من عقد الثمانينات هو حدوث أزمة اقتصادية حادة تمثلت معالمها في انخفاض معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي وبالتالي هبوط مستوى المعيشة وزيادة معدلات البطالة وذلك لارتفاع عدد السكان وعودة أعداد كبيرة من العاملين في الخارج وزيادة العمالة الوافدة ، وارتفاع العجز في الموازنة ، وزيادة أعباء المديونية ، وانكماش مصادر التمويل الداخلية والخارجية .

الأمر الذي أدى إلى ضرورة التوجه نحو ضبط الإنفاق وتقليص العجز وزيادة الاستثمار ورفع مستوى الإنتاجية والتوسع في الصادرات ، وقد تبنى برنامج التصحيحي الاقتصادي للفترة (١٩٨٩-١٩٩٣) معالجة الاختلالات الرئيسية في ميزان المدفوعات والموازنة العامة مع الحفاظ على نسبة معقولة من النمو ، وركز البرنامج على سياسات نقدية وتقشفية لتحقيق الاستقرار النقدي والمالي حيث قامت الدولة بتخفيض الرسوم الجمركية وزيادة الضرائب لاسيما ضريبة المبيعات وجرى رفع الدعم التدريجي عن السلع الأساسية وقامت الدولة بتعزيز دور القطاع الخاص .

ـ الخطة الاقتصادية (١٩٩٣-١٩٩٧) :

جاءت هذه الخطة بعد برنامج التصحيح (١٩٨٩-١٩٩٣) والذي حقق الكثير من النجاحات في السنة الأولى إلا أن أزمة الخليج الثانية التي أطلت برأسها عام ١٩٩٠ وما أفرزته من

عودة الكثير من العاملين في الخارج نتيجة إغلاق شبه كامل لأسواق العمل الخارجية مما أحدث صدمة كبيرة لسوق العمل تمثلت في الارتفاع الكبير للأردنيين الباحثين عن عمل حتى وصلت معدلات البطالة عام ١٩٩٣ إلى ١٨.٨% من إجمالي القوى العاملة، وقد تزامن ذلك مع ارتفاع المديونية وتقلص الإنفاق الحكومي وتراجع حجم الصادرات الأمر الذي أدى إلى التوقف عن العمل ببرنامج التصحيح (١٩٨٩-١٩٩٣) وتم استبداله ببرنامج التصحيح الاقتصادي (١٩٩٢-١٩٩٨) والذي يهدف إلى استئناف مسيرة تصويب الوضع الاقتصادي عن طريق حزمة متكاملة من السياسات المالية والنقدية والتجارية وسياسات سعر الصرف والسياسيات القطاعية، وعلى رأس هذه السياسات سياسة إدارة الدين الخارجي، وإتاحة الفرصة للأردن للحصول على تسهيلات الصندوق والبنك الدوليين، ومساندة الأردن في التفاوض على إعادة جدولة الديون الخارجية في إطار نادي باريس ونادي لندن ، واعتماد سقوف للاقتراض الخارجي الجديد ، والتركيز على أن تكون شروط الاقتراض الجديدة سهلة ميسرة .

وقد كانت تهدف هذه الخطة إلى زيادة معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بحوالي (٦%) وإحداث إصلاحات هيكلية ورفع معدلات الادخار والاستثمار من خلال تخفيض عجز الموازنة وتحقيق التوازن في الحساب الجاري لميزان المدفوعات وتخفيض نسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي وتخفيض معدلات البطالة والمحافظة على المستوى العام للأسعار بحدود (٤-٥ %) سنوياً .

ـ خطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية (١٩٩٩-٢٠٠٣) :

هدفت هذه الخطة إلى تحقيق نسبة نمو حقيقية مستدامة في الناتج المحلي الإجمالي بمعدل قدره (٤.٥%) وتحقيق نسبة نمو في قيمة الصادرات من السلع والخدمات تصل إلى (٥.٢%) وتخفيض نسبة الدين العام الخارجي إلى حوالي (٢٢.٢ %) من قيمة الصادرات من السلع والخدمات ، وتخفيض نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى حوالي (٧٥%) والمحافظة على مستوى مناسب من الادخار الوطني لا يقل عن (٣٠ %) من الناتج المحلي الإجمالي وتقليل العجز في الموازنة إلى ما نسبته (١.٣ %) من الناتج المحلي الإجمالي .

الأمر الذي استوجب ضرورة التوجه نحو زيادة معدلات النمو الاقتصادي واحتواء التضخم وتعزيز الاحتياطيات الأجنبية ، وذلك بتبني سياسات نقدية حكيمة والمحافظة على استقرار سعر صرف الدينار وتخفيض عجز الموازنة والسير باتجاه الخصخصة وتحرير التجارة الخارجية والالتزام بحزمة الأمان الاجتماعي .

وهذا ما تبناه برنامج التصحيح الاقتصادي (١٩٩٩-٢٠٠١) الذي تمحور حول تحقيق نمو في الناتج المحلي الإجمالي لا تقل نسبته عن (٢ % ، ٣ % ، ٤ %) على التوالي مع ضبط معدلات التضخم السنوي عند حدود (٢-٣%) وتحقيق نمو في السيولة لا يقل عن (٦ % ، ٦.٦ % ، ٧.٢ %) على التوالي ، وتخفيض عجز الموازنة العامة ليصل إلى ما نسبته (٧ % ، ٣.٣ % ، ٤ %) من الناتج المحلي الإجمالي ، وكل ذلك بهدف تقليل حاجة الحكومة للاقتراض من البنوك ومن ثم محاولة توجيه أكبر حجم ممكن من التمويل المحلي باتجاه استثمارات القطاع الخاص [١] .

ـ خطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية (٢٠٠٤-٢٠٠٦) :

سعت هذه الخطة إلى تحقيق استدامة في الاستقرار النقدي والمالي ، وتفعيل الشراكة بين القطاع العام والخاص ، وتحقيق نقلة نوعية في أداء الاقتصاد الوطني وإحداث تغيير ملموس في نوعية ومستوى معيشة المواطن والحد من مشكلتي الفقر والبطالة وذلك من خلال استهداف معدل نمو اقتصادي حقيقي يصل إلى (٦%) سنوياً بحلول عام ٢٠٠٦ والمحافظة على معدلات التضخم ضمن المستويات المقبولة وبما لا يتجاوز (١.٨%)هذا بالإضافة إلى أن الخطة استهدفت عجزاً مالياً لا يتجاوز (٣%) من الناتج المحلي الإجمالي ومديونية خارجية لا تتجاوز ما نسبته (٦٠%) من الناتج المحلي الإجمالي مع نهاية عام ٢٠٠٦ .[٢]

ـ البرنامج التنفيذي (٢٠٠٧-٢٠٠٩) :

وتضمن هذا البرنامج مجموعة من السياسات والبرامج والنشاطات التي سيتم العمل على تنفيذها ، وتضمن البرنامج عدة محاور كان من أهمها تعميق الاستثمار و التشريع والعدل و تحسين الخدمات المالية والإصلاح المالي الحكومي ، ودعم التشغيل والتدريب المهني

[١] مركز الأردن الجديد للدراسات ، تقرير عن حالة الاقتصاد الأردني للأعوام (١٩٩٩-٢٠٠١) .
[٢] وزارة التخطيط والتعاون الدولي ، خطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية (٢٠٠٤-٢٠٠٦) ، ص٥-٦ .

وتحقيق الرفاه الاجتماعي ، ودعم التعليم العالي والبحث العلمي والإبداع ، ورفع مستوى البنية التحتية ، وقام هذا البرنامج بتقدير المؤشرات الاقتصادية المستهدفة بحيث تكون منسجمة مع التطلعات للسنوات العشر القادمة والذي كان من أهمها تحقيق معدل نمو حقيقي مستدام في الناتج المحلي الإجمالي نسبته (٦%) بالمتوسط خلال السنوات (٢٠٠٧-٢٠٠٩) والحفاظ على الاستقرار النقدي ، والحفاظ على الاستقرار في المستوى العام للأسعار ضمن المستويات المقبولة بحيث يتراوح معدل التضخم السنوي ما نسبته بين (٥%-٤.٢%-٣.٧%) خلال فترة تنفيذ البرنامج ، وتحقيق الاستقرار المالي من خلال ضبط العجز في الموازنة العامة بحيث لا يتجاوز عجز الموازنة قبل المساعدات نسبة (٤.٩%) من الناتج المحلي الإجمالي في عام ٢٠٠٩ ، وعدم تجاوز الرصيد القائم للدين العام الداخلي والخارجي ما نسبته (٢.٧%) من الناتج المحلي الإجمالي في نهاية عام ٢٠٠٩ ، وتحقيق الثبات في معدل نمو السكان خلال الفترة المستهدفة بحيث يصل إلى ما نسبته (٢.٢%) ، بالإضافة إلى استمرار نمو الصادرات بنسبة ٩.٥ % بالمتوسط خلال السنوات الثلاثة القادمة .[١]

٢-٣ الناتج المحلي الإجمالي : (Gross Domestic Product)

العرض بالأسعار الثابتة (معدل النمو الحقيقي ١٩٩٤ GDP at constant prices of)

تعتبر الأزمات التي عصفت بالاقتصاد الأردني خلال النصف الثاني من عقد الثمانينات السبب الرئيسي في تباطؤ معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي إذ بلغ معدل النمو الحقيقي (- ١٠.٧ %) عام ١٩٨٩ .

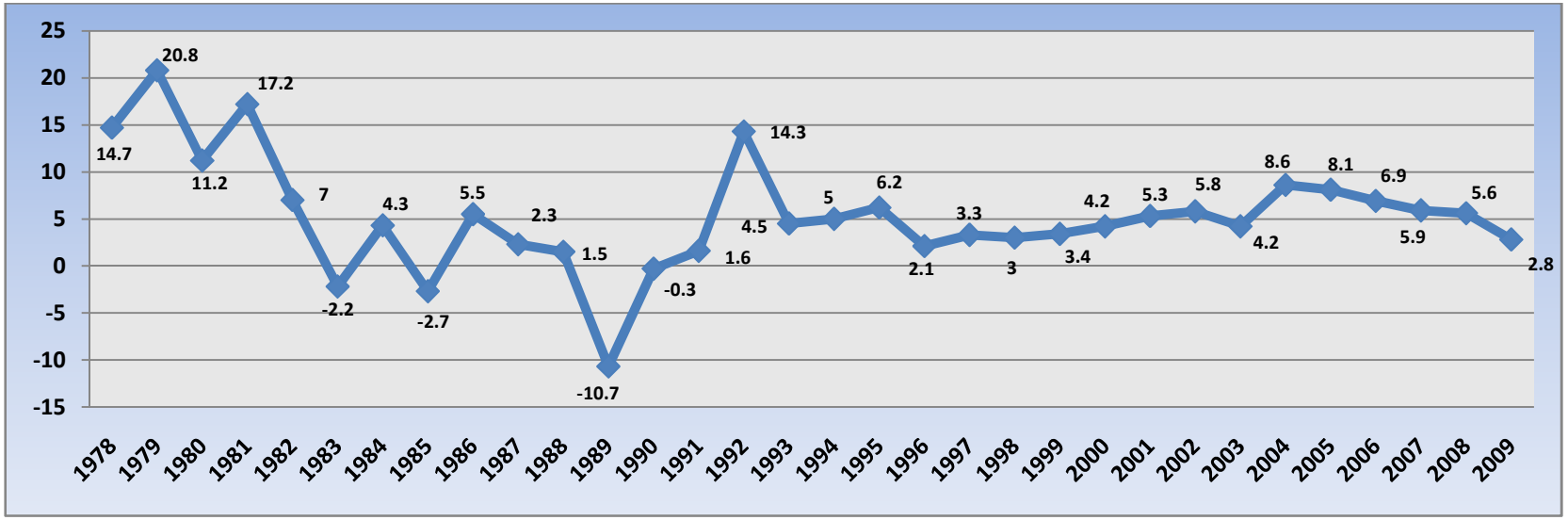
إلا أن برامج الإصلاح الاقتصادي التي طبقت من قبل الحكومة الأردنية أسهمت وإلى حد ما في تحفيز استخدام الموارد وتنشيط الاستثمار المحلي والأجنبي وتعتبر برامج الخصخصة المحرض الأكبر في التأثير على معدلات نمو الناتج المحلي ، كما أن الإسهام في تطبيق الخطط التنموية في الاقتصاد الأردني انعكس إيجاباً على معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي من جانب آخر يعاني الاقتصاد الأردني حالياً من أزمة حادة والركود الاقتصادي لم يكن بسبب الأزمة المالية والاقتصادية العالمية فحسب بل هو ثمرة للسياسات الاقتصادية المتعاقبة ، إضافة إلى تراجع حوالات الأردنيين العاملين في الخارج .

[١] وزارة التخطيط والتعاون الدولي ، البرنامج التنفيذي للأعوام ٢٠٠٧-٢٠٠٩ ، الأردن ، ص ٢٤-٢٨ .

الشَّكل (٢)[١]

مُعدَّل نُموِّ النَّاتج المَحلِّيِّ الإجماليِّ بالأسعار الثَّابتة لعام ١٩٩٤في المملكة الأردنيَّة الهاشميَّة

خلال الفترة ١٩٧٨ – ٢٠٠٩



[١] إعداد الباحث ، البيانات من ١٩٧٨-٢٠٠٥ بالاعتماد على دائرة الإحصاءات العامة في الأردن ، الحسابات القومية و ٢٠٠٦-٢٠٠٩ النشرة الإحصائية للدول العربية (١٩٩٩-٢٠٠٩) ، صندوق النقد العربي ، ٢٠١٠.

تنضم الأردن إلى مجموعة الدول العربية التي تمكنت من تحقيق معدلات نمو بالأسعار الثابتة تراوحت بين ٢.٨ % و ٥% وذلك بفضل البرامج التحفيزية التنشيطية وزيادة الإنفاق الحكومي لإنعاش الاقتصاد الوطني وتقليص الآثار السلبية للأزمة .

الجدول(٣)[١]

مُعدَّل نُموِّ النَّاتج المَحلِّيِّ الإجماليِّ للدُّول العربيَّة ٢٠٠٨-٢٠٠٩

الدول	معدل نمو الناتج المحلي بالعملات الوطنية				معدل نمو الناتج المحلي بالدولار	
	بالأسعار الثابتة		بالأسعار الجارية		بالأسعار الجارية	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009
الأردن	5.6	2.8	24.9	8.0	24.9	8.0
الإمارات	7.4	0.2-	23.2	10.4-	23.2	10.4-
البحرين	6.3	3.1	31.9	15.4-	31.9	15.4-
تونس	5.1	3.2	10.9	6.3	15.3	3.1-
الجزائر	3.0	2.1	18.1	7.8-	26.9	18.1-
جيبوتي	5.9	6.4	15.8	12.4	15.8	12.4
السعودية	4.2	0.1	23.5	22.3-	23.5	22.3-
السودان	7.8	4.5	12.0	16.0	8.0	4.3
سورية	5.2	4.0	13.6	6.6	21.8	6.3
العراق	9.5	4.3	40.0	11.0-	47.0	9.3-
عُمان	12.8	3.5	43.9	23.5-	43.9	23.5-
قطر	26.1	8.6	37.1	11.2-	37.1	11.2-
الكويت *	5.1	4.8-	22.7	21.2-	29.9	26.5-
لبنان	8.0	7.0	18.3	13.0	18.3	13.0
ليبيا	1.6	1.4-	25.0	25.7-	27.0	26.3-
مصر	7.2	4.7	20.2	16.0	24.6	15.6
المغرب	5.6	5.0	11.8	6.0	18.4	1.6
موريتانيا	3.7	1.1-	16.5	7.2-	25.4	14.4-
اليمن	4.5	4.7	20.6	2.2-	20.1	3.6-

٢-٤ الاستثمار في الأردن (Investment):

يتضح من ملامح الاقتصاد الأردني وبناء هيكلته الحاجة إلى تنمية المشروعات واستقطاب التدفقات المالية وتقديم الحوافز بشكل أكبر لتنشيط الاستثمارات و تنمية عجلة الإنتاج، لمواجهة التحديات الداخلية والخارجية التي يعاني منها الاقتصاد الأردني نتيجة لنقص الموارد المالية اللازمة لسد حاجة الطلب المحلي وزيادة معدلات النمو السكاني وزيادة المديونية الخارجية والتي أدت إلى اختلالات بنيوية كبيرة في الاقتصاد الأردني نتج عنها تدني في مستوى المعيشة وتعطل

[١] التقرير الاقتصادي العربي الموحد ٢٠١٠، صندوق النقد العربي ، الإمارات العربية المتحدة ، ص(٢٠).

برامج التنمية الاقتصادية والاجتماعية وتمثلت الإجراءات والسياسات الجديدة للحكومة الأردنية باعتماد برامج الإصلاح الاقتصادي وما تضمنته من إجراءات لمواجهة الطلب وتحفيز العرض وتنشيط الاستثمار المحلي والأجنبي وتوسيع دور القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي بالإضافة الى ذلك الجهود التي اتخذتها الحكومة الأردنية لتفعيل نشاط المؤسسات الوطنية في تشجيع الاستثمار وقد ساهمت السياسات الجديدة في تحسين المناخ الاستثماري وزيادة التدفقات الاستثمارية الأجنبية المباشرة وغير المباشرة للأردن ، وقد كان لجهود الحكومة من خلال تأسيس مؤسسة تشجيع الاستثمار دور كبير في تفعيل الاستثمارات وخاصة الأجنبية منها وتجسد ذلك من خلال صدور قانون تشجيع الاستثمار رقم (١٦) لعام ١٩٩٥ حيث تبنت الأردن مبدأ الانفتاح والحرية الاقتصادية لجذب الاستثمارات الأجنبية، حيث استفاد الكثير من المشروعات من قانون تشجيع الاستثمار سواء في قطاع الصناعة أم الفنادق أم الزراعة أو النقل البحري أو السكك الحديدية أو المستشفيات (محلية كانت أم أجنبية). ومن الأمور التي تلفت الانتباه زيادة حجم الاستثمارات الأجنبية في بعض المشروعات بعد أن كان حجم الاستثمار الأجنبي لا يتجاوز ٧٨ مليون عام ١٩٩٦ فقد تمت المصادقة على ٣١٠ مشروع جديد بحجم استثمار يراوح ٣٠١ مليون دينار ، وتم منح ٢٩٥٣ مشروع إضافي لغايات استكمال إقامة المشروعات التي استفادت من القانون ، كما عمدت مؤسسة تشجيع الاستثمار إلى إنهاء ما يراوح ٩٢٧٥ معاملة تتعلق بالإعفاءات الجمركية إضافة إلى قيام المؤسسة بانجاز ما يقارب ٦٥٠ معاملة تتعلق بإقامات المستثمرين و العمال وتأشيرات الزيارة.

ويوضح الجدول رقم (٣) نسبة الاستثمار من الناتج المحلي الإجمالي .

الجدول رقم (٤)[١]

نسبة الاستثمار من الناتج المحلي الإجمالي

خلال الفترة (١٩٧٨-٢٠٠٩)

السنوات	نسبة الاستثمار من الناتج المحلي الإجمالي
1978	33.23%
1979	32.78%
1980	35.88%
1981	43.83%
1982	38.00%
1983	30.00%

[١] الجدول من إعداد الباحث ، البيانات محسوبة بناءاً على بيانات دائرة الإحصاءات العامة في المملكة الأردنية الهاشمية .

1984	27.59%
1985	19.53%
1986	18.27%
1987	19.62%
1988	21.85%
1989	22.86%
1990	25.14%
1991	22.92%
1992	29.06%
1993	33.56%
1994	31.93%
1995	29.59%
1996	29.42%
1997	25.79%
1998	21.17%
1999	23.41%
2000	21.11%
2001	19.42%
2002	18.95%
2003	20.62%
2004	24.79%
2005	30.63%
2006	25.45%
2007	27.48%
2008	27.85%
2009	25.15%

٢-٥ الادخار في الأردن Saving:

تتبع أهمية الادخار من كونه مصدراً لتمويل المشاريع الاستثمارية عبر رؤوس أموال محلية ودوره في التقليل من الاعتماد على مصادر خارجية لدعم الاقتصاد المحلي إضافة إلى قدرته على امتصاص آثار الصدمات المالية التي قد تواجه الأفراد .

وتظهر الأرقام المتعلقة بنسب الادخار المحلي إلى الناتج المحلي الإجمالي في الأردن عجز الحكومات المتتالية عن التوفيق بين معدلات الادخار والإنفاق لصالح الادخار ، حيث سجل الادخار المحلي نسبة سالبة مقدارها -٧.٣ % في عام ٢٠٠٩ .

ويعود ذلك إلى أن حجم الاستهلاك النهائي الكلي يفوق الناتج المحلي الإجمالي ويتم سداد الفجوة الحاصلة بين الدخل والإنفاق من خلال مصادر مختلفة تتمثل في القروض أو بيع الأصول أو حوالات العاملين الأردنيين في الخارج .

وظاهرة الادخار السالب ليست جديدة على الاقتصاد الأردني وهي ناتجة عن :

١- حجم الاستهلاك الكبير الناجم عن النمط الاستهلاكي غير العقلاني الذي يعزز من فرص الغلاء المعيشي .

٢- عجز الأسر الأردنية عن الادخار نتيجة الفجوة الحاصلة بين متوسط دخل الأسرة السنوي ومتوسط إنفاقها (متوسط دخل الأسرة الأردنية يبلغ حوالي ٦.٢ ألف دينار سنوياً بينما يبلغ متوسط إنفاقها حوالي ٧.٥ ألف دينار سنوياً وهذا يعني أن متوسط عجز الأسرة الأردنية يبلغ ١.٣ ألف ديناراً سنوياً) .

٣- نسبة نمو إنفاق الأسر الأردنية تفوق نسبة نمو الدخل (نسبة نمو إنفاق الأسر بلغت ٩.٥ % خلال الفترة ٢٠٠٦- ٢٠١٠ علماً بأن نسبة نمو الدخل سجلت زيادة قدرها ٣.٦ % خلال الفترة ذاتها .

ويشار في هذا الصدد إلى أن نسبة الادخار كانت سالبة منذ عام ٢٠٠٠ حيث بلغت -٤.٣ % و انخفضت إلى - ٤ % في عام ٢٠٠١ ، إلا أنها سجلت نسبة موجبة في عام ٢٠٠٢ حيث بلغت ٠.٩ % ثم عاودت الانخفاض بعد ذلك لتصل إلى -٧.٣ % عام ٢٠٠٥ و -٥.١ % خلال عام ٢٠٠٩ .

الجدول (٥)[١]

نِسبة الادخار المَحلِّيِّ مِنَ النَّاتج المَحلِّيِّ الإجماليِّ في الأردن

خلال الفترة (١٩٧٨-٢٠٠٩)

السنوات	نسبة الادخار من الناتج المحلي الإجمالي
1978	%-13.29
1979	%-20.47
1980	%-7.74
1981	%-8.87
1982	%-14.23
1983	%-12.53
1984	%-10.56
1985	%-15.55
1986	%-5.40
1987	%-2.09
1988	%1.43
1989	%4.89
1990	%1.01
1991	%2.48
1992	%1.50
1993	%6.01
1994	%10.03
1995	%11.82
1996	%5.22
1997	%3.46
1998	%2.34
1999	%3.70
2000	%-4.31
2001	%-3.96
2002	%0.90
2003	%-0.12
2004	%-2.86
2005	%-7.35
2006	%-5.66
2007	%-7.26
2008	%-1.11
2009	%-5.10

[١] الجدول من إعداد الباحث ، البيانات محسوبة بناءاً على بيانات دائرة الإحصاءات العامة في المملكة الاردنية الهاشمية .

٢-٦ التَّضخُّم :

شهدت معدلات التضخم تذبذباً واضحاً بين الارتفاع الكبير والانخفاض الحاد متأثراً بالأوضاع الاقتصادية التي مر بها الأردن ، فقد شهدت معدلات التضخم انخفاضاً كبيراً خلال الأعوام ١٩٨٥- ١٩٨٦-١٩٨٧ بلغت (١% ، ٠ % ، -٠.١ %) على التوالي .

ثم بدأت ترتفع تدريجياً خلال عام ١٩٨٨ إذ وصلت إلى ٢.٦ % ، إلا أن عام ١٩٨٩ شهد أعلى معدل للتضخم حيث بلغ ١٠.٤ % حيث كان انعكاساً للأزمات الاقتصادية الخانقة التي عصفت بالاقتصاد الأردني في ذلك العام .

إلا أنها بدأت بانخفاضات متلاحقة خلال الأعوام (١٩٩١-١٩٩٩) ويرجع ذلك للإصلاحات الاقتصادية التي طبقتها الحكومة في النصف الأول من عقد التسعينات .

من جانب آخر نلاحظ أن متوسط الزيادة في الرقم القياسي لأسعار المستهلك ظل في حدود (٢.٣ % ، ٤.٧ %) بين عامي ٢٠٠٤ و ٢٠٠٧ إلا أنه قفز إلى ١٤.٦ % عام ٢٠٠٨ (ارتفع بمعدل سنوي نسبته ١٥.٤ % خلال الأشهر التسعة الأولى وارتفع بمعدل سنوي نسبته ١٣.٤ % خلال الربع الأخير من العام).

ومع وصول متوسط نسبة الواردات إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي إلى ٩١ % في تلك الفترة ، يمكن القول أن قدراً كبيراً من هذا التضخم كان مستورداً ، ويعكس البطء النسبي في وتيرة ارتفاع الرقم القياسي لأسعار المستهلك في الربع الأخير من عام ٢٠٠٨ التراجع الحاد في اتجاه الأسعار العالمية للوقود والأغذية وهو ما أدى إلى تراجع كلفة الواردات .

وقد أسهم تعويم أسعار المشتقات النفطية خلال عام ٢٠٠٩ في توسيع الفجوة بين الأجور والأسعار نتيجة انفلات الأسعار بشكل يفوق كل التقديرات ، فمجرد صدور قرار تحرير أسعار المشتقات النفطية شهدت البلاد موجات غير مسبوقة في ارتفاع الأسعار وصلت إلى مستويات قياسية ، وذلك لعدم وجود ضوابط تتحكم بالأسعار في ظل حرية التجارة الداخلية والخارجية وارتفاع أسعار المشتقات النفطية وتخلي الدولة عن دورها بحماية الأسعار .

الجدول (٦)[١]

معدلات التَّضخُّم في الأردن خلال الفترة ١٩٨٥-٢٠١٠

السنوات	الرقم القياسي لأسعار المستهلك	التضخم
١٩٨٥	٣٨.١	١.٠
١٩٨٦	٣٨.١	٠.٠
١٩٨٧	٣٨.٠	-٠.١
١٩٨٨	٤٠.٦	٢.٦
١٩٨٩	٥١.٠	١٠.٤
١٩٩٠	٥٩.٢	٨.٢
١٩٩١	٦٤.١	٤.٩
١٩٩٢	٦٦.٦	٢.٥
١٩٩٣	٦٨.٨	٢.٢
١٩٩٤	٧١.٣	٢.٥
١٩٩٥	٧٢.٩	١.٦
١٩٩٦	٧٧.٧	٤.٨
١٩٩٧	٨٠.٠	٢.٣
١٩٩٨	٨٢.٥	٢.٥
١٩٩٩	٨٣.٠	٠.٥
٢٠٠٠	٨٣.٥	٠.٦
٢٠٠١	٨٥.١	١.٥
٢٠٠٢	٨٦.٦	١.٥
٢٠٠٣	٨٨.٦	٢.١
٢٠٠٤	٩٠.٩	٢.٣
٢٠٠٥	٩٤.١	٣.٢
٢٠٠٦	١٠٠.٠	٥.٩
٢٠٠٧	١٠٤.٧	٤.٧
٢٠٠٨	١١٩.٣	١٤.٦
٢٠٠٩	١١٨.٥	-٠.٨

[١] العمود الثاني بالاعتماد على بيانات الإدارة العامة للإحصاء في المملكة الأردنية ، و العمود الثالث من إعداد الباحث .

٢-٧ المديونية:

يعد مؤشر المديونية من أهم المؤشرات لتوجهات السياسة الاقتصادية الأردنية ، والمُلَاحظ من هذا المؤشر أن العجز المزمن في الموازنة العامة يتحول في نهاية كل عام إلى قروض تشكل مصدراً لتفاقمها على الرغم من تكلفتها الباهظة على اقتصاد المجتمع الأردني .

ولم تتمكن أموال التخاصية التي أنفقت لتسديد ديون نادي باريس في تخفيض المديونية البالغ قيمتها (١٥٧٩) مليون دينار ، كما تفلح خدمات المديونية المتصاعدة والتي تجبيها الخزينة من جيوب المواطنين من تخفيضها ، فبدلاً من انخفاض الدين العام ارتفع صافي الدين الداخلي بقيمة (١٩٦٥) مليون دينار نتيجة طرح سندات و أذونات خزينة ، فكانت النتيجة ارتفاع صافي الدين العام إلى (٣٥٢) مليون دينار في نهاية عام ٢٠٠٨ بدلاً من الانخفاض [١].

وعلى الرغم من أن عبء المديونية يقع على الفئات الشعبية (من خلال فرض ضرائب غير مباشرة مثل ضريبة المبيعات) إلا أن المديونية تتصاعد بشكل ملحوظ حيث يجري إعادة هيكلة للأقساط بأرقام كبيرة لعدم قيام الحكومة بسدادها ، ووصلت فوائد المديونية خلال السنوات العشر الماضية وحدها إلى حوالي (٣) مليارات دينار [٢].

وقد وصلت المديونية حدوداً حمراء عندما ارتفع الدين العام في عام ٢٠٠٩ عن مستواه في عام ٢٠٠٨ بما يقدر بـ (١٠٩٩.٨) مليون دينار أي ما نسبته ١٢.٨٦ % ، حيث بلغ (٩٦٥١) مليون دينار وهو ما يعادل ٥٩.٥ % من الناتج المحلي الإجمالي ، حيث أن قانون الدين العام في المملكة الأردنية لا يسمح بزيادة الدين عن ٦٠ % من الناتج المحلي الإجمالي.

إن السياسات الحكومية تتحمل الجانب الأكبر من تراكم الديون لعدم ضبطها النفقات ، حيث لازالت أعباء المديونية الخارجية تشكل تحدياً كبيراً للمديونية التنموية في الأردن .

---

[١] وزارة المالية ، مديرية الدين العام ، نشرة الدين العام رقم ٢٣ لعام ٢٠٠٩ .

[٢] نتائج وآثار الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الأردني ، البرنامج الوطني للإصلاح الاقتصادي والاجتماعي ، المؤتمر الوطني الاقتصادي الأردني بمبادرة من لجنة تنسيق أحزاب المعارضة ، عمان ، ٢٠١٠/٣/٢٠ ، ص ٣٠ .

الجدول (٦)

المديونية العامة الداخلية و الخارجية في المملكة الأردنية بين عامي ١٩٩٠-٢٠٠٩ [١]

السنة	المديونية الخارجية	المديونية الداخلية	المجموع
١٩٩٠	٦٠٥٢.٥	١٠٣٧.٦	٧٠٩٠.١
١٩٩١	٥٥١٦.٨	١٠٦١.٧	٦٥٧٨.٥
١٩٩٢	٥٢٠٣.١	١٠٤١.٥	٦٢٤٤.٦
١٩٩٣	٤٨٠٣.٩	١٠٩٦.٤	٥٩٠٠.٣
١٩٩٤	٤٧٢٠.٥	١١٥٥.٦	٥٨٧٦.١
١٩٩٥	٤٩١١.٨	٩٧٥.٤	٥٨٨٧.٢
١٩٩٦	٥١٦٤.٣	١٠٠٦.٤	٦١٧٠.٧
١٩٩٧	٤٩٩٨.١	٩١٤.٢	٥٩١٢.٣
١٩٩٨	٥٣٣٣.٧	١١٥٢	٦٤٨٥.٧
١٩٩٩	٥٥١٠.١	١٠٥٤	٦٥٦٤.١
٢٠٠٠	٥٠٤٣.٥	١٢٣٥	٦٢٧٨.٥
٢٠٠١	٤٩٦٩.٨	١٣٩٧	٦٣٦٦.٨
٢٠٠٢	٥٣٥٠.٤	١٦٥٦	٧٠٠٦.٤
٢٠٠٣	٥٣٩١.٨	١٧٠٤	٧٠٩٥.٨
٢٠٠٤	٥٣٤٨.٨	١٨٣٤	٧١٨٢.٨
٢٠٠٥	٥٠٥٦.٧	٢٤٣٧	٧٤٩٣.٧
٢٠٠٦	٥١٨٦.٧	٢١٦٣	٧٣٤٩.٧
٢٠٠٧	٥٢٥٣.٣	٢٩٤٦	٨١٩٩.٣
٢٠٠٨	٣٦٤٠.٢	٤٩١١	٨٥٥١.٢
٢٠٠٩	٣٧٤١	٥٩١٠	٩٦٥١

الأرقام بملايين الدنانير

[١] الجدول تجميع : أعوام ٩٠-٩٣ التقرير السنوي للبنك المركزي ١٩٩٣ واعوام ٩٤-٩٧ التقرير الشهري للبنك المركزي آذار ١٩٩٩ ، وأعوام ٩٨-٢٠٠٢ البنك المركزي بيانات إحصائية سنوية جداول رقم ١٨ و ١٩ وباقي السنوات نشرة الدين العام رقم ٢٣ لعام ٢٠٠٩.

٢-٨ الخلاصة :

يمر الاقتصاد الأردني منذ نهاية الثمانينات من القرن العشرين بظروف استثنائية ناجمة عن السياسات الاقتصادية التي اتبعتها الحكومة الأردنية والتي ساهمت بإغراق البلاد في المديونية ، إضافة إلى الآثار الناجمة عن سلسلة الإجراءات التي اتخذتها الحكومات المتعاقبة بناء على توجيهات صندوق النقد الدولي والبنك الدولي لتطبيق ما يسمى بسياسة التصحيح الاقتصادي وكان أبرزها :

- زيادة الضرائب غير المباشرة ، الأمر الذي أدى إلى ارتفاع تكلفة معظم السلع الأساسية مع انخفاض الإنفاق الحكومي على الخدمات .
- رفع كافة أشكال الدعم عن الإنتاج المحلي وعن الصادرات الوطنية .
- تحرير التجارة الخارجية والداخلية وتخفيف القيود الجمركية لتسهيل انسياب السلع والبضائع الأجنبية .
- تخلي الدولة عن المساهمة المباشرة في إنجاز مشاريع تنموية اقتصادية .
- تقديم التسهيلات للاستثمارات الأجنبية بغض النظر عن الجدوى الاقتصادية .
- إلغاء الدعم الحكومي عن السلع الأساسية وكذلك عن مختلف الخدمات العامة .
- خصخصة مؤسسات القطاع العام ، حيث تخلت الدولة عن حصتها في المؤسسات التي كانت تحقق ربحاً وتدر دخلاً للخزينة .

المبحث الثالث

الدراسة التطبيقية

المنهجية والتحليل القياسي

٢-١ المقدمة :

يتضمن هذا المبحث المنهجية المتبعة في الدراسة من أجل الوصول إلى النتائج المرجوة منها حيث تم توضيح النموذج المستخدم والمتغيرات الداخلة فيه بالإضافة إلى بيان الاختبارات والأساليب الإحصائية التي تم استخدامها للوصول إلى مصداقية النتائج .

٢-٢ متغيرات الدراسة :

لتحديد مدى أهمية سوق عمان المالي ودراسة منعكساته الاقتصادية على الاقتصاد الأردني لابد من استخدام متغيرات السوق المالي وبعض المتغيرات الاقتصادية المعبرة عن الاقتصاد ككل وهي موضحة كمايلي :

٢-٢-١ متغيرات السوق المالي :

قام الباحث بالاعتماد على عدد من مؤشرات البورصة تتمثل أهمها في :

٢-٢-١-١مؤشر الحجم : القيمة السوقية للأسهم Market Capitalization :

يعتبر حجم السوق من أهم مؤشرات أسوق الأوراق المالية وتطورها ، ويقصد بالقيمة السوقية بأنها عبارة عن مجموع القيم السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية ، ويعد حجم القيمة السوقية من أهم المعايير المستخدمة للحكم على حجم السوق المالي ، فزيادة القيمة السوقية للشركات المدرجة هي تعبير واضح على قدرة السوق على تعبئة رأس المال وجذب عدد أكبر من المستثمرين للاستثمار في الشركات المدرجة الأمر الذي ينعكس على أسعار أسهمها السوقية .

كما يمكن قياس مدى تأثر الاقتصاد بالتمويل عن طريق سوق الأوراق المالية ومدى أهميتها في الاقتصاد وذلك من خلال مقارنة القيمة السوقية نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي GDP .

وقد صنف صندوق النقد العربي الأسواق المالية العربية حسب أهميتها النسبية لاقتصادها الوطني إلى ثلاثة مستويات وهي :

١- أسواق مالية تتجاوز قيمتها السوقية الناتج المحلي الإجمالي ، تكون مرتفعة الأهمية للاقتصاد الوطني وتحصل على المستوى الأول (مستوى مرتفع) ومنها السوق الأردنية .

٢- أسواق مالية تتجاوز قيمتها السوقية نصف الناتج المحلي الإجمالي ، تكون أقل أهمية للاقتصاد الوطني من المستوى الأول (مستوى متوسط) .

٣- أسواق مالية لا تتجاوز قيمتها السوقية نصف الناتج المحلي الإجمالي ، تكون أقل أهمية للاقتصاد الوطني من المستوى الثاني (مستوى ضعيف) .[١]

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Market – value (القيمة السوقية)	٣٢	٢٨٦.١	٢٩,٢١٤.٢	٦,٢٥٩.٩	٨,٦٣٧.٤
Turn- volum (حجم التداول)	٣٢	٥.٦٢	٢٠.٩٣٨.٤	٢,٨٧٢.٤	٥,٧١٨.٢
index (الرقم القياسي)	٣٢	٥٨٥.٦	٨١٩١.٥	٢١٧١	٢٠٩٧.٧

الجدول رقم (٧) [٢]

و نجد من الجدول رقم (٧) أن متوسط القيمة السوقية لبورصة عمان قد بلغ (٦,٢٥٩.٩) مليون دينار وبانحراف معياري قدره (٨,٦٣٧.٤) مليون دينار ، ونلاحظ أن أعلى قيمة لها بلغت (٢٩,٢١٤.٢) مليون دينار في عام ٢٠٠٧ وأدنى قيمة لها بلغت (٢٨٦.١) مليون دينار وذلك في عام ١٩٧٨ منذ انطلاقتها .

[١] سوق فلسطين للأوراق المالية (٢٠٠٨) : وقائع الملتقى السنوي لسوق رأس المال الفلسطيني ، رام الله ، فلسطين ، ص٧٦ .
[٢] نتائج تحليل بيانات المتغيرات المستقلة خلال فترة الدراسة باستخدام البرنامج الإحصائي Spss ، انظر قائمة الملاحق جدول رقم

٢-٢-١-٢مؤشر السيولة : حجم التداول Trading volume :

يعبر حجم التداول عن حجم السيولة في السوق المالية وتمثل قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية ، وهو يعكس قدرة السوق على توفير السيولة للمستثمرين عند الحاجة ، ومن المعروف أنه كلما كان السوق أكثر سيولة كلما ازدادت رغبة المستثمرين بالاستثمار فيه ، وتدل زيادة حجم التداول على تفاؤل المستثمرين وانخفاضه يدل على تشاؤمهم والذي يؤدي إلى تصفية استثماراتهم.

وتكمن أهمية هذا المؤشر بأنه يمكن قياس سيولة الأصول المالية في السوق كجزء من الاقتصاد الكلي وذلك بنسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي ، الأمر الذي يمكن من خلاله قياس حصة الشركات المدرجة من ناتج البلد أي سيولة السوق في الاقتصاد .

و نجد من الجدول رقم (٧) أن متوسط حجم التداول لبورصة عمان قد بلغ (٢,٨٧٢.٤) مليون دينار وبانحراف معياري قدره (٥,٧١٨.٢) مليون دينار ، ونلاحظ أعلى قيمة لحجم التداول بلغت (٢٠,٩٣٨.٤) مليون دينار في عام ٢٠٠٨ وأدنى قيمة بلغت (٥.٦٢) مليون دينار وذلك في عام ١٩٧٨ منذ انطلاقة البورصة .

٢-٢-١-٣المؤشر العام لأسعار الأسهم (الرقم القياسي) Stock Price index :

مؤشر السوق هو عبارة عن قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية ويمثل مؤشر سوق الأوراق المالية مقياساً شاملاً لاتجاه السوق الذي يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم ، وهو يعد من الوسائل المهمة التي يسترشد بها المستثمرون في الأسواق المحلية والدولية من أجل اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بالنسبة للبيع والشراء ومتابعة التطورات التي تشهدها الأسواق وبالتالي التعرف على اتجاهات الأداء فيها ومقارنتها بأداء غيرها من الأسواق المالية .

ويقوم المؤشر على عينة من أسهم المنشآت التي تتداول في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما ، وعادة ما تختار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال الذي يستهدف المؤشر قياسه ، فإذا ما اتسمت سوق

رأس المال بقدر من الكفاءة العالية فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة سوق رأس المال ككل يمكن أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة .[1]

ونجد من خلال الجدول رقم (٧) أن متوسط الرقم القياسي لبورصة عمان قد نما بمعدل وسطي قدره (٢,١٧١) نقطة وبانحراف معياري قدره (٢,٠٩٧.٧) نقطة ، ونلاحظ أن أعلى قيمة للمؤشر بلغت (٨,١٩١.٥) نقطة في عام ٢٠٠٥ أدنى قيمة للمؤشر بلغت (٥٨٥.٦) نقطة وذلك في عام ١٩٧٨ منذ انطلاقة البورصة .

٢-٢-٢ المتغيرات التابعة :

استخدم الباحث في هذه الدراسة ثلاثة من المتغيرات الاقتصادية والتي تعبر برأيه عن الاقتصاد الوطني ككل وهي :

٢-٢-٢-١الناتج المحلي الإجمالي GDP :

يعتبر الناتج المحلي الإجمالي المؤشر الرئيس الذي يمكن من خلاله قياس تطور الاقتصاد ونموه بالإضافة إلى أن معظم المتغيرات الاقتصادية الأخرى يتم قياس أهميتها وذلك بالنسبة لحجم الناتج المحلي الإجمالي ، وتلعب الأسواق المالية دوراً مهماً في زيادة معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي ، بحيث أصبحت هذه الأسواق مرآة عاكسة لحالة الاقتصاد من زيادة أو تباطؤ في معدلات النمو الاقتصادي لكثير من البلدان ، بسبب ما تشكله من نقطة تلاقي بين كل من قطاع الأعمال وقطاع المال، فقطاع الأعمال ينتج السلع والخدمات وقطاع المال يمول ذلك الإنتاج، فكلما زاد الإنتاج زادت معه الإيرادات ومن ثم زيادة عوائد أسواق المال والتي تنعكس بشكل زيادة في الناتج المحلي الإجمالي وبالتالي حدوث النمو في الاقتصاد.

ونجد من الجدول رقم (٨) أن متوسط حجم الناتج المحلي قد بلغ (٥,١٠٧.٧) مليون دينار وبانحراف معياري قدره (٤,٠٨٢.٧) مليون دينار ، ونلاحظ أن أكبر قيمة له

[1] هندي ، منير إبراهيم ، **"الأوراق المالية وأسواق المال"** ، مرجع سبق ذكره ، ص ٢٤١-٢٤٢ .

بلغت (١٦,٩١٢.٢) مليون دينار في عام ٢٠٠٩ وأصغر قيمة بلغت (٧٩٥.٤) مليون دينار وذلك في عام ١٩٧٨ .

الجدول رقم (٨)[١]

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
GDP (الناتج المحلي الإجمالي)	٣٢	٧٩٥.٤	١٦,٩١٢.٢	٥,١٠٧.٧	٤,٠٨٢.٧
Saving (حجم الادخار)	٣٢	٤٧.٥	٢,٢٤٠.١	٦١٦.٩	٥٤٣.٤
Invest (حجم الاستثمار)	٣٢	٢٦٤.٣	٤,٦٤٢.٩	١,٣١٦.٥	١,٠٧٧.٧

٢-٢-٢-٢حجم الادخار Saving :

يؤثر سوق المال على الميل للادخار من خلال ما يوفره من مجموعة كبيرة من الخيارات لوحدات الفائض ، كما توفر السوق أصولاً تعتبر أكثر جاذبية من نواحي السيولة والعائد والمخاطرة ومن ثم فهي تشجع الوحدات ذات الفائض لتقليل الإنفاق الاستهلاكي لصالح الادخار أي أن أسواق المال هي أفضل طريقة لتنظيم حركة انتقال السيولة من جانب المدخرين إلى جانب المستثمرين حيث أنه عندما يوجد سوق مالي كفؤ قادر على استثمار المدخرات في قنوات استثمارية سليمة فإن ذلك يشجع على زيادة الادخار .

ونجد من الجدول رقم (٨) أن متوسط حجم الادخار في الأردن بلغ (٦١٦.٩) مليون دينار وبانحراف معياري قدره (٥٤٣.٤) مليون دينار ، ونلاحظ أن أكبر قيمة له بلغت (٢,٢٤٠.١) مليون دينار في عام ٢٠٠٩ وأصغر قيمة بلغت (٤٧.٥) مليون دينار وذلك في عام ١٩٨٥.

[١] نتائج تحليل بيانات المتغيرات المستقلة خلال فترة الدراسة باستخدام البرنامج الإحصائي Spss ، انظر قائمة الملاحق جدول رقم

٢-٢-٢-٣حجم الاستثمار Invest :

الاستثمار هو تكوين رأس المال العيني الجديد الذي يتمثل في زيادة الطاقة الإنتاجية وهو لذلك يعتبر زيادة صافية في رأس المال الحقيقي للمجتمع ، وتلعب الأسواق المالية دوراً هاماً في زيادة وتشجيع الاستثمار وذلك بتمويل الاستثمارات من خلال وظيفتها ودورها الرئيسي وهو توفير الأموال إما للشركات المحتاجة والتي عندما يتوفر لها التمويل اللازم فتصبح قادرة بدورها على تمويل مشاريعها الجديدة و التوسع في مشاريعها القائمة أو للدولة عندما تكون بحاجة لتمويل مشاريعها الاستثمارية وذلك عن طريق طرح الدولة لأوراق مالية حكومية الأمر الذي يؤدي إلى زيادة حجم الاستثمار ، كما تساهم الأسواق المالية في جذب الاستثمارات الأجنبية وفتح نوافذ جديدة للتواصل مع العالم الخارجي.

ونجد من الجدول رقم (٨) أن متوسط حجم الاستثمار في الأردن قد بلغ (١,٣١٦.٥) مليون دينار وبانحراف معياري قدره (١,٠٧٧.٧) مليون دينار، ونلاحظ أن أكبر قيمة له بلغت (٤,٣٤٢.٩) مليون دينار في عام ٢٠٠٨ وأصغر قيمة بلغت (٢٦٤.٣) مليون دينار وذلك في عام ١٩٧٨.

٢-٣ اختبار الفرضيات :

سوف يقوم الباحث باختبار الفرضيات وذلك عند مستوى معنوية ($\alpha = ٠.٠٥$) ومستوى ثقة (٩٥ %) .

٢-٣-١ اختبار الفرضية الأولى :

H٠ : ليس هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين بورصة عمان للأوراق المالية والناتج المحلي الإجمالي (GDP) .

H١ : هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين بورصة عمان للأوراق المالية والناتج المحلي الإجمالي (GDP) .

وسيتم اختبارها من خلال الفرضيات الفرعية التالية :

١- الفرضية الفرعية الأولى :

H٠ : ليس هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية والناتج المحلي الإجمالي .

H١ : هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية والناتج المحلي الإجمالي .

٢- الفرضية الفرعية الثانية :

H٠ : ليس هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم التداول والناتج المحلي الإجمالي.

H١ : هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم التداول والناتج المحلي الإجمالي .

٣- الفرضية الفرعية الثالثة :

H٠ : ليس هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر السوق والناتج المحلي الإجمالي.

H١ : هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر السوق والناتج المحلي الإجمالي .

وقد كانت نتيجة تحليل البيانات وذلك باستخدام البرنامج الإحصائي (SPSS) كما يلي :

٢-٣-١-١ تحليل الارتباط :

Correlations				
		Market – value (x١)	Turn- volum (x٢)	Index (x٣)
GDP (y١)	Pearson Correlation	.٨٩٩	.٨١٦	.٨٥٤
	Sig. (٢-tailed)	.٠٠٠	.٠٠٠	.٠٠٠
	N	٣٢	٣٢	٣٢

من دراسة معاملات الارتباط نلاحظ مايلى :

إن قيمة معامل الارتباط بين المتغيرين X١ , Y١ (القيمة السوقية والناتج المحلي) بلغت (٠.٨٩) مع مستوى معنوية (Sig = ٠.٠٠٠) وهو اصغر من مستوى الدلالة ٠.٠٥ مما يعني معنوية هذا المعامل والإقرار بالتالي بوجود علاقة خطية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين.

و إن قيمة معامل الارتباط بين المتغيرين X٢ , Y١ (حجم التداول والناتج المحلي) بلغت (٠.٨١) مع مستوى معنوية (Sig = ٠.٠٠٠) وهو اصغر من مستوى الدلالة ٠.٠٥ مما يعني معنوية هذا المعامل والإقرار بالتالي بوجود علاقة خطية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين.

و أن قيمة معامل الارتباط بين المتغيرين X٣ , Y١ (مؤشر السوق والناتج المحلي) بلغت (٠.٨٥) مع مستوى معنوية (Sig = ٠.٠٠٠) وهو أصغر من مستوى الدلالة ٠.٠٥ مما يعني معنوية هذا المعامل والإقرار بالتالي بوجود علاقة خطية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين.

٢-٣-١-٢ اختبار الفرضية الفرعية الأولى :

H٠ : ليس هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية والناتج المحلي الإجمالي .

H١ : هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية والناتج المحلي الإجمالي .

اختبار النموذج :

ANOVA[b]

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
١	Regression	٤.١٧٢E٨	١	٤.١٧٢E٨	١٢٥.٧٤٦	.٠٠٠[a]
	Residual	٩٩٥٣٢٠٢٤.١٠٠	٣٠	٣٣١٧٧٣٤.١٣٧		
	Total	٥.١٦٧E٨	٣١			

a. Predictors: (Constant), Market - value(القيمة السوقية)

b. Dependent Variable: GDP (الناتج المحلي الإجمالي)

من جدول ANOVA نلاحظ أن قيمة F الإحصائية قد بلغت ١٢٥.٧٤٦ مع مستوى معنوية (Sig=٠.٠٠٠) وهي أصغر من قيمة مستوى الدلالة المعتمد (٠.٠٥) وهذا يؤكد على معنوية النموذج ككل .

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
١	(Constant)	٢٤٤٨.٩٥٥	٣٩٩.٨٦٨		٦.١٢٤	.٠٠٠
	Market - value(القيمة السوقية)	.٤٢٥	.٠٣٨	.٨٩٩	١١.٢١٤	.٠٠٠

a. Dependent Variable: GDP (الناتج المحلي الإجمالي)

اختبار معنوية معلمات الانحدار :

نصيغ الفرضيتين التاليتين :

H٠ : b١= ٠

H١ : b١ ≠٠

بلغت t المقابلة للمعلمة b١ في الجدول coefficient ١١.١٤ بمستوى معنوية بلغ (sig= ٠.٠٠٠) وهي أصغر من مستوى الدلالة المعتمد (٠.٠٥) مما يعني رفض فرضية العدم والقبول بالفرضية البديلة مما يعني أن الانحدار يتمتع بمعنوية إحصائية .

ومن جدول coefficients يمكن صياغة النموذج الخطي كمايلي :

$$Y١ = ٢٤٤٨.٩٥٥ + ٠.٤٢٥ X١$$

وهي تدلنا على أن قيمة المتغير التابع (الناتج المحلي الإجمالي) تبلغ ٢٤٤٨.٩٥٥ عندما تكون قيمة المتغير المستقل (القيمة السوقية) معدومة ، وأن زيادة القيمة السوقية بمقدار وحدة واحدة ستؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الإجمال بمقدار ٠.٤٢٥ .

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
١	.٨٩٩[a]	.٨٠٧	.٨٠١	١,٨٢١.٤٦٤٨٣

a. Predictors: (Constant), Market - value(السوقية القيمة)

وبملاحظة معامل التحديد البالغة قيمته (٠.٨٠ = R-Square) نستنتج أن ٨٠ % من التغيرات الحاصلة في الناتج المحلي الإجمالي يمكن تفسيرها بالاعتماد على التغيرات في القيمة السوقية .

٢-٣-١-٣ اختبار الفرضية الفرعية الثانية :

H٠ : ليس هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم التداول والناتج المحلي الإجمالي.

H١ : هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم التداول والناتج المحلي الإجمالي .

اختبار النموذج :

ANOVA[b]

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
١	Regression	٣.٤٤١E٨	١	٣.٤٤١E٨	٥٩.٨٠١	.٠٠٠[a]
	Residual	١.٧٢٦E٨	٣٠	٥٧٥٤٠٩٦.٢٢٤		
	Total	٥.١٦٧E٨	٣١			

a. Predictors: (Constant), Turn- volume(حجم التداول)

b. Dependent Variable: GDP (الناتج المحلي الإجمالي)

من جدول ANOVA نلاحظ أن قيمة F الإحصائية قد بلغت ٥٩.٨٠١ مع مستوى معنوية (Sig=٠.٠٠٠) وهي أصغر من قيمة مستوى الدلالة المعتمد (٠.٠٥) وهذا يؤكد على معنوية النموذج ككل .

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
١	(Constant)	٣٤٣٤.٠٩٢	٤٧٦.٠٨١		٧.٢١٣	.٠٠٠
	Turn- volume(حجم التداول)	.٥٨٣	.٠٧٥	.٨١٦	٧.٧٣٣	.٠٠٠

a. Dependent Variable: GDP (الناتج المحلي الإجمالي)

اختبار معنوية معلمات الانحدار :

نصيغ الفرضيتين التاليتين :

$H_0 : b_2 = 0$

$H_1 : b_2 \neq 0$

بلغت t المقابلة للمعلمة b_2 في الجدول coefficient ٧.٧٣٣ وبمستوى معنوية (Sig=٠.٠٠٠) وهي أصغر من مستوى الدلالة المعتمد (٠.٠٥) مما يعني رفض فرضية العدم والقبول بالفرضية البديلة مما يعني أن الانحدار يتمتع بمعنوية إحصائية .

ومن جدول coefficients يمكن صياغة النموذج الخطي كمايلي :

$$Y_2 = ٣٤٣٤.٠٩٢ + ٠.٨٥٣ X_2$$

وهي تدلنا على أن قيمة المتغير التابع (الناتج المحلي الإجمالي) تبلغ ٣٤٣٤.٠٩٢ عندما تكون قيمة المتغير المستقل (حجم التداول) معدومة ، وأن زيادة حجم التداول بمقدار وحدة واحدة ستؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الإجمال بمقدار ٠.٨٥٣ .

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
١	.٨١٦[a]	.٦٦٦	.٦٥٥	٢,٣٩٨.٧٦٩٧٣

a. Predictors: (Constant), Turn- volume(حجم التداول)

وبملاحظة معامل التحديد البالغة قيمته (R–Square = ٠.٦٦) يستنتج أن ٦٦ % من التغيرات الحاصلة في الناتج المحلي الإجمالي يمكن تفسيرها بالاعتماد على التغيرات في حجم التداول .

٢-٣-١-٤ اختبار الفرضية الفرعية الثالثة :

H٠ : ليس هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر السوق والناتج المحلي الإجمالي.

H١ : هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر السوق والناتج المحلي الإجمالي .

اختبار النموذج :

ANOVA[b]

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
١	Regression	٣.٧٧١E٨	١	٣.٧٧١E٨	٨١.٠٠٥	.٠٠٠[a]
	Residual	١.٣٩٦E٨	٣٠	٤٦٥٤٩٨٣.٥٦٩		
	Total	٥.١٦٧E٨	٣١			

a. Predictors: (Constant), index (مؤشر السوق)

b. Dependent Variable: GDP (الناتج المحلي الإجمالي)

من جدول ANOVA نلاحظ أن قيمة F الإحصائية قد بلغت ٨١.٠٠٥ مع مستوى معنوية (Sig=٠.٠٠٠) وهي أصغر من قيمة مستوى الدلالة المعتمد (٠.٠٥) وهذا يؤكد على معنوية النموذج ككل .

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
١	(Constant)	١٤٩٨.١٢٥	٥٥٣.٤٥٣		٢.٧٠٧	.٠١١
	index (مؤشر السوق)	١.٦٦٣	.١٨٥	.٨٥٤	٩.٠٠٠	.٠٠٠

a. Dependent Variable: GDP (الناتج المحلي الإجمالي)

اختبار معنوية معلمات الانحدار :

نصيغ الفرضيتين التاليتين :

$H_0 : b_3 = 0$

$H_1 : b_3 \neq 0$

بلغت t المقابلة للمعلمة b٣ في الجدول coefficient ٩ وبمستوى معنوية (Sig=٠.٠٠٠) وهي أصغر من مستوى الدلالة المعتمد (٠.٠٥) مما يعني رفض فرضية العدم والقبول بالفرضية البديلة مما يعني أن الانحدار يتمتع بمعنوية إحصائية .

ومن جدول coefficients يمكن صياغة النموذج الخطي كمايلي :

$$Y_2 = ١٤٩٨.١٢٥ + ١.٦٦٣ X_2$$

وهي تدلنا على أن قيمة المتغير التابع (الناتج المحلي الإجمالي) تبلغ ١٤٩٨.١٢٥ عندما تكون قيمة المتغير المستقل (مؤشر السوق) معدومة ، وأن زيادة مؤشر السوق بمقدار وحدة واحدة ستؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الإجمال بمقدار ١.٦٦٣ .

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
١	.٨٥٤[a]	.٧٣٠	.٧٢١	٢,١٥٧.٥٤١٠٩

a. Predictors: (Constant), index (مؤشر السوق)

وبملاحظة معامل التحديد البالغة قيمته (٠.٧٣ = R-Square) نستنتج أن ٧٣ % من التغيرات الحاصلة في الناتج المحلي الإجمالي يمكن تفسيرها بالاعتماد على التغيرات في مؤشر السوق .

ونجد من خلال اختبار الفرضية الأولى أن لسوق الأوراق المالية الأردنية أثر مباشر وقوي على الناتج المحلي الإجمالي وذلك من خلال المتغيرات (القيمة السوقية ، حجم التداول، مؤشر السوق).

٢-٣-٢ اختبار الفرضية الثانية :

H٠ : ليس هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين بورصة عمان للأوراق المالية وحجم الادخار .

H١ : هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين بورصة عمان للأوراق المالية وحجم الادخار .

وسيتم اختبارها من خلال الفرضيات الفرعية التالية :

١- الفرضية الفرعية الأولى :

H٠ : ليس هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية وحجم الادخار .

H١ : هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية وحجم الادخار .

٢- الفرضية الفرعية الثانية :

H٠ : ليس هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم التداول وحجم الادخار.

H١ : هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم التداول وحجم الادخار .

٣- الفرضية الفرعية الثالثة :

H٠ : ليس هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر السوق وحجم الادخار.

H١ : هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر السوق وحجم الادخار .

وقد كانت نتيجة تحليل البيانات وذلك باستخدام البرنامج الإحصائي (SPSS) كما يلي :

٢-٣-٢-١ تحليل الارتباط :

Correlations				
		Market – value (x١)	Turn- volum (x٢)	Index (x٣)
Saving (حجم الادخار) (y٢)	Pearson Correlation	.٥٨٤	.٤٩٦	.٥٤٧
	Sig. (٢-tailed)	.٠٠٠	.٠٠٤	.٠٠١
	N	٣٢	٣٢	٣٢

من دراسة معاملات الارتباط نلاحظ مايلي :

إن قيمة معامل الارتباط بين المتغيرين X١ , Y٢ (القيمة السوقية حجم الادخار) بلغت (٠.٥٨) مع مستوى معنوية (Sig = ٠.٠٠٠) وهو أصغر من مستوى الدلالة ٠.٠٥ مما يعني معنوية هذا المعامل والإقرار بالتالي بوجود علاقة خطية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين.

و إن قيمة معامل الارتباط بين المتغيرين X٢ , Y٢ (حجم التداول وحجم الادخار) بلغت (٠.٤٩) مع مستوى معنوية (Sig = ٠.٠٠٤) وهو أصغر من مستوى الدلالة ٠.٠٥ مما يعني معنوية هذا المعامل والإقرار بالتالي بوجود علاقة خطية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين.

و أن قيمة معامل الارتباط بين المتغيرين X٣ , Y٢ (مؤشر السوق وحجم الادخار) بلغت (٠.٥٤) مع مستوى معنوية (Sig = ٠.٠٠١) وهو أصغر من مستوى الدلالة ٠.٠٥ مما يعني معنوية هذا المعامل والإقرار بالتالي بوجود علاقة خطية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين.

٢-٣-٢-٢ اختبار الفرضية الفرعية الأولى :

H٠ : ليس هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية وحجم الادخار .

H١ : هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية وحجم الادخار .

اختبار النموذج :

ANOVA[b]

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
١	Regression	٣١٢٦٤٩٨.٢٢٨	١	٣١٢٦٤٩٨.٢٢٨	١٥.٥٥٧	.٠٠٠[a]
	Residual	٦٠٢٩٠١٧.١٠٧	٣٠	٢٠٠٩٦٧.٢٣٧		
	Total	٩١٥٥٥١٥.٣٣٥	٣١			

a. Predictors: (Constant), Market - value(القيمة السوقية)

b. Dependent Variable: Saving (حجم الادخار)

من جدول ANOVA نلاحظ أن قيمة F الإحصائية قد بلغت ١٥.٥٥٧ مع مستوى معنوية (Sig=٠.٠٠٠) وهي أصغر من قيمة مستوى الدلالة المعتمد (٠.٠٥) وهذا يؤكد على معنوية النموذج ككل .

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
١	(Constant)	٣٨٦.٧٢٤	٩٨.٤١٤		٣.٩٣٠	.٠٠٠
	Market - value(القيمة السوقية)	.٠٣٧	.٠٠٩	.٥٨٤	٣.٩٤٤	.٠٠٠

a. Dependent Variable: Saving (حجم الادخار)

اختبار معنوية معلمات الانحدار :

نصيغ الفرضيتين التاليتين :

$H_0 : b_1 = 0$

$H_1 : b_1 \neq 0$

بلغت t المقابلة للمعلمة b١ في الجدول coefficient ٣.٩٤٤ وبمستوى معنوية (Sig=٠.٠٠٠) وهي أصغر من مستوى الدلالة المعتمد (٠.٠٥) مما يعني رفض فرضية العدم والقبول بالفرضية البديلة مما يعني أن الانحدار يتمتع بمعنوية إحصائية .

ومن جدول coefficients يمكن صياغة النموذج الخطي كمايلي :

$$Y_1 = ٣٨٦.٧٢٤ + ٠.٠٣٧ X_1$$

وهي تدلنا على أن قيمة المتغير التابع (حجم الادخار) تبلغ ٣٨٦.٧٢٤ عندما تكون قيمة المتغير المستقل (القيمة السوقية) معدومة ، وأن زيادة القيمة السوقية بمقدار وحدة واحدة ستؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الإجمال بمقدار ٠.٠٣٧ .

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
١	.٥٨٤[a]	.٣٤١	.٣٢٠	٤٤٨.٢٩٣٦٩

a. Predictors: (Constant), Market - value(القيمة السوقية)

وبملاحظة معامل التحديد البالغة قيمته (R–Square = ٠.٣٤) نستنتج أن ٣٤ % من التغيرات الحاصلة في حجم الادخار يمكن تفسيرها بالاعتماد على التغيرات في القيمة السوقية .

٢-٣-٢-٣ اختبار الفرضية الفرعية الثانية :

H٠ : ليس هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم التداول وحجم الادخار.

H١ : هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم التداول وحجم الادخار .

اختبار النموذج :

ANOVA[b]

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
١	Regression	٢٢٤٨٠٩٠.١٠٢	١	٢٢٤٨٠٩٠.١٠٢	٩.٧٦٤	.٠٠٤[a]
	Residual	٦٩٠٧٤٢٥.٢٣٣	٣٠	٢٣٠٢٤٧.٥٠٨		
	Total	٩١٥٥٥١٥.٣٣٥	٣١			

a. Predictors: (Constant), Turn- volume(حجم التداول)

b. Dependent Variable: Saving (حجم الادخار)

من جدول ANOVA نلاحظ أن قيمة F الإحصائية قد بلغت ٩.٧٦٤ مع مستوى معنوية (Sig=٠.٠٠٤) وهي أصغر من قيمة مستوى الدلالة المعتمد (٠.٠٥) وهذا يؤكد على معنوية النموذج ككل .

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
١	(Constant)	٤٨١.٦١٣	٩٥.٢٣٣		٥.٠٥٧	.٠٠٠
	Turn- volume(حجم التداول)	.٠٤٧	.٠١٥	.٤٩٦	٣.١٢٥	.٠٠٤

a. Dependent Variable: Saving (حجم الادخار)

اختبار معنوية معلمات الانحدار :

نصيغ الفرضيتين التاليتين :

$H_0 : b_2 = 0$

$H_1 : b_2 \neq 0$

بلغت t المقابلة للمعلمة b٢ في الجدول coefficient ٣.١٢٥ وبمستوى معنوية (Sig=٠.٠٠٤) وهي أصغر من مستوى الدلالة المعتمد (٠.٠٥) مما يعني رفض فرضية العدم والقبول بالفرضية البديلة مما يعني أن الانحدار يتمتع بمعنوية إحصائية .

ومن جدول coefficients يمكن صياغة النموذج الخطي كمايلي :

$$Y_2 = ٤٨١.٦١٣ + ٠.٠٤٧ X_2$$

وهي تدلنا على أن قيمة المتغير التابع (حجم الادخار) تبلغ ٤٨١.٦١٣ عندما تكون قيمة المتغير المستقل (حجم التداول) معدومة ، وأن زيادة حجم التداول بمقدار وحدة واحدة ستؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الإجمال بمقدار ٠.٠٤٧ .

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
١	.٤٩٦[a]	.٢٤٦	.٢٢٠	٤٧٩.٨٤١١٣

a. Predictors: (Constant), Turn- volume(حجم التداول)

وبملاحظة معامل التحديد البالغة قيمته (٠.٢٤ = R–Square) نستنتج أن ٢٤ % من التغيرات الحاصلة في حجم الادخار يمكن تفسيرها بالاعتماد على التغيرات في حجم التداول .

٢-٣-٢-٤ اختبار الفرضية الفرعية الثالثة :

H٠ : ليس هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر السوق وحجم الادخار.

H١ : هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر السوق وحجم الادخار .

اختبار النموذج :

ANOVA[b]

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
١	Regression	٢٧٣٤٦٥٩.٥٤٩	١	٢٧٣٤٦٥٩.٥٤٩	١٢.٧٧٧	.٠٠١[a]
	Residual	٦٤٢٠٨٥٥.٧٨٦	٣٠	٢١٤٠٢٨.٥٢٦		
	Total	٩١٥٥٥١٥.٣٣٥	٣١			

a. Predictors: (Constant), index (القياسي الرقم)

b. Dependent Variable: Saving (الادخار حجم)

من جدول ANOVA نلاحظ أن قيمة F الإحصائية قد بلغت ١٢.٧٧٧ مع مستوى معنوية (Sig=٠.٠٠١) وهي أصغر من قيمة مستوى الدلالة المعتمد (٠.٠٥) وهذا يؤكد على معنوية النموذج ككل .

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
١	(Constant)	٣٠٩.٤٩٥	١١٨.٦٧٥		٢.٦٠٨	.٠١٤
	index (مؤشر السوق)	.١٤٢	.٠٤٠	.٥٤٧	٣.٥٧٥	.٠٠١

a. Dependent Variable: Saving (حجم الادخار)

اختبار معنوية معلمات الانحدار :

نصيغ الفرضيتين التاليتين :

$H_0 : b_3 = 0$

$H_1 : b_3 \neq 0$

بلغت t المقابلة للمعلمة b٣ في الجدول coefficient ٣.٥٧٥ وبمستوى معنوية (Sig=٠.٠٠١) وهي أصغر من مستوى الدلالة المعتمد (٠.٠٥) مما يعني رفض فرضية العدم والقبول بالفرضية البديلة مما يعني أن الانحدار يتمتع بمعنوية إحصائية .

ومن جدول coefficients يمكن صياغة النموذج الخطي كمايلي :

$$Y_2 = ٣٠٩.٤٩٥ + ٠.١٤٢ X_2$$

وهي تدلنا على أن قيمة المتغير التابع (حجم الادخار) تبلغ ٣٠٩.٤٩٥ عندما تكون قيمة المتغير المستقل (مؤشر السوق) معدومة ، وأن زيادة مؤشر السوق بمقدار وحدة واحدة ستؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الإجمال بمقدار ٠.١٤٢ .

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
١	.٥٤٧[a]	.٢٩٩	.٢٧٥	٤٦٢.٦٣٢١٧

a. Predictors: (Constant), index (مؤشر السوق)

وبملاحظة معامل التحديد البالغة قيمته (R-Square = ٠.٢٩) نستنتج أن ٢٩ % من التغيرات الحاصلة في حجم الادخار يمكن تفسيرها بالاعتماد على التغيرات في مؤشر السوق .

ونجد من خلال اختبار الفرضية الثانية أن لسوق الأوراق المالية الأردنية أثر مباشر ولكنه غير قوي على حجم الادخار وذلك من خلال المتغيرات (القيمة السوقية ، حجم التداول ، مؤشر السوق) .

.

٢-٣-٣ اختبار الفرضية الثالثة :

H٠ : ليس هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين بورصة عمان للأوراق المالية وحجم الاستثمار.

H١ : هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين بورصة عمان للأوراق المالية وحجم الاستثمار .

وسيتم اختبارها من خلال الفرضيات الفرعية التالية :

١- الفرضية الفرعية الأولى :

H٠ : ليس هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية وحجم الاستثمار .

H١ : هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية وحجم الاستثمار .

٢- الفرضية الفرعية الثانية :

H٠ : ليس هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم التداول وحجم الاستثمار.

H١ : هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم التداول وحجم الاستثمار .

٣- الفرضية الفرعية الثالثة :

H٠ : ليس هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر السوق وحجم الاستثمار.

H١ : هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر السوق وحجم الاستثمار .

وقد كانت نتيجة تحليل البيانات وذلك باستخدام البرنامج الإحصائي (SPSS) كما يلي :

٢-٣-٣-١ تحليل الارتباط :

Correlations

		Market – value (x١)	Turn- volum (x٢)	Index (x٣)
Invest (حجم الاستثمار) (y٣)	Pearson Correlation	.٩٣١	.٨٧١	.٨٩٧
	Sig. (٢-tailed)	.٠٠٠	.٠٠٠	.٠٠٠
	N	٣٢	٣٢	٣٢

من دراسة معاملات الارتباط نلاحظ مايلى :

إن قيمة معامل الارتباط بين المتغيرين X١ , Y٣ (القيمة السوقية حجم الاستثمار) بلغت (٠.٩٣) مع مستوى معنوية (Sig = ٠.٠٠٠) وهو أصغر من مستوى الدلالة ٠.٠٥ مما يعني معنوية هذا المعامل والإقرار بالتالي بوجود علاقة خطية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين.

و إن قيمة معامل الارتباط بين المتغيرين X٢ , Y٣ (حجم التداول وحجم الاستثمار) بلغت (٠.٨٧) مع مستوى معنوية (Sig = ٠.٠٠٠) وهو أصغر من مستوى الدلالة ٠.٠٥ مما يعني معنوية هذا المعامل والإقرار بالتالي بوجود علاقة خطية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين.

و إن قيمة معامل الارتباط بين المتغيرين X٣ , Y٣ (مؤشر السوق وحجم الاستثمار) بلغت (٠.٨٩) مع مستوى معنوية (Sig = ٠.٠٠٠) وهو أصغر من مستوى الدلالة ٠.٠٥ مما يعني معنوية هذا المعامل والإقرار بالتالي بوجود علاقة خطية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين.

٢-٣-٣-٢ اختبار الفرضية الفرعية الأولى :

اختبار النموذج :

ANOVA[b]

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
١	Regression	٣١١٩١٢٨٠.٢٧٦	١	٣١١٩١٢٨٠.٢٧٦	١٩٤.٤٣٠	.٠٠٠[a]
	Residual	٤٨١٢٧٢٦.٩١٢	٣٠	١٦٠٤٢٤.٢٣٠		
	Total	٣٦٠٠٤٠٠٧.١٨٩	٣١			

a. Predictors: (Constant), Market - value(القيمة السوقية)

b. Dependent Variable: Invest (حجم الاستثمار)

من جدول ANOVA نلاحظ أن قيمة F الإحصائية قد بلغت ١٩٤.٤٣٠ مع مستوى معنوية (Sig=٠.٠٠٠) وهي أصغر من قيمة مستوى الدلالة المعتمد (٠.٠٥) وهذا يؤكد على معنوية النموذج ككل .

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
١	(Constant)	٥٨٩.٥٣٧	٨٧.٩٢٩		٦.٧٠٥	.٠٠٠
	Market - value(القيمة السوقية)	.١١٦	.٠٠٨	.٩٣١	١٣.٩٤٤	.٠٠٠

a. Dependent Variable: Invest (حجم الاستثمار)

اختبار معنوية معلمات الانحدار :

نصيغ الفرضيتين التاليتين :

$H_0 : b_1 = 0$

$H_1 : b_1 \neq 0$

بلغت t المقابلة للمعلمة b١ في الجدول coefficient ١٣.٩٤٤ وبمستوى معنوية (Sig=٠.٠٠٠) وهي أصغر من مستوى الدلالة المعتمد (٠.٠٥) مما يعني رفض فرضية العدم والقبول بالفرضية البديلة مما يعني أن الانحدار يتمتع بمعنوية إحصائية .

ومن جدول coefficients يمكن صياغة النموذج الخطي كمايلي :

$$Y_3 = ٥٨٩.٥٣٧ + ٠.١١٦ X_1$$

وهي تدلنا على أن قيمة المتغير التابع (حجم الاستثمار) تبلغ ٥٨٩.٥٣٧ عندما تكون قيمة المتغير المستقل (القيمة السوقية) معدومة ، وأن زيادة القيمة السوقية بمقدار وحدة واحدة ستؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الإجمال بمقدار ٠.٠٣٧ .

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
١	.٩٣١[a]	.٨٦٦	.٨٦٢	٤٠٠.٥٢٩٩٤

a. Predictors: (Constant), Market - value(السوقية القيمة)

وبملاحظة معامل التحديد البالغة قيمته (R–Square = ٠.٨٦) نستنتج أن ٨٦ % من التغيرات الحاصلة في حجم الاستثمار يمكن تفسيرها بالاعتماد على التغيرات في القيمة السوقية.

٢-٣-٣-٣ اختبار الفرضية الفرعية الثانية :

اختبار النموذج :

ANOVA[b]

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
١	Regression	٢٧٢٩٠٣١٧.٤٩٨	١	٢٧٢٩٠٣١٧.٤٩٨	٩٣.٩٥٧	.٠٠٠[a]
	Residual	٨٧١٣٦٨٩.٦٩١	٣٠	٢٩٠٤٥٦.٣٢٣		
	Total	٣٦٠٠٤٠٠٧.١٨٩	٣١			

a. Predictors: (Constant), Turn- volume(حجم التداول)

b. Dependent Variable: Invest (حجم الاستثمار)

من جدول ANOVA نلاحظ أن قيمة F الإحصائية قد بلغت ٩٣.٩٥٧ مع مستوى معنوية (Sig=٠.٠٠٠) وهي أصغر من قيمة مستوى الدلالة المعتمد (٠.٠٥) وهذا يؤكد على معنوية النموذج ككل .

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
١	(Constant)	٨٤٥.٢٠٢	١٠٦.٩٦٣		٧.٩٠٢	.٠٠٠
	Turn- volume(حجم التداول)	.١٦٤	.٠١٧	.٨٧١	٩.٦٩٣	.٠٠٠

a. Dependent Variable: Invest (حجم الاستثمار)

اختبار معنوية معلمات الانحدار :

نصيغ الفرضيتين التاليتين :

H٠ : b٢= ٠

H١ : b٢ ≠٠

بلغت t المقابلة للمعلمة b٢ في الجدول coefficient ٩.٦٩٣ وبمستوى معنوية (Sig=٠.٠٠٠) وهي أصغر من مستوى الدلالة المعتمد (٠.٠٥) مما يعني رفض فرضية العدم والقبول بالفرضية البديلة مما يعني أن الانحدار يتمتع بمعنوية إحصائية .

ومن جدول coefficients يمكن صياغة النموذج الخطي كمايلي :

$$Y٢ = ٨٤٥.٢٠٢ + ٠.١٦٤\ X٢$$

وهي تدلنا على أن قيمة المتغير التابع (حجم الاستثمار) تبلغ ٨٤٥.٢٠٢ عندما تكون قيمة المتغير المستقل (حجم التداول) معدومة ، وأن زيادة حجم التداول بمقدار وحدة واحدة ستؤدي إلى زيادة حجم الاستثمار بمقدار ٠.١٦٤ .

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
١	.٨٧١[a]	.٧٥٨	.٧٥٠	٥٣٨.٩٤٠٠٠

a. Predictors: (Constant), Turn- volume(حجم التداول)

وبملاحظة معامل التحديد البالغة قيمته (R-Square = ٠.٧٥) نستنتج أن ٧٥ % من التغيرات الحاصلة في حجم الاستثمار يمكن تفسيرها بالاعتماد على التغيرات في حجم التداول .

٢-٣-٣-٤ اختبار الفرضية الفرعية الثالثة :

اختبار النموذج :

ANOVA[b]

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
١	Regression	٢٨٩٥٩٠٦٦.٦٠٠	١	٢٨٩٥٩٠٦٦.٦٠٠	١٢٣.٣١٩	.٠٠٠[a]
	Residual	٧٠٤٤٩٤٠.٥٨٩	٣٠	٢٣٤٨٣١.٣٥٣		
	Total	٣٦٠٠٤٠٠٧.١٨٩	٣١			

a. Predictors: (Constant), index (مؤشر السوق)

b. Dependent Variable: Invest (حجم الاستثمار)

من جدول ANOVA نلاحظ أن قيمة F الإحصائية قد بلغت ١٢٣.٣١٩ مع مستوى معنوية (Sig=٠.٠٠٠) وهي أصغر من قيمة مستوى الدلالة المعتمد (٠.٠٥) وهذا يؤكد على معنوية النموذج ككل .

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
١	(Constant)	٣١٦.٢١١	١٢٤.٣٠٨		٢.٥٤٤	.٠١٦
	index (مؤشر السوق)	.٤٦١	.٠٤١	.٨٩٧	١١.١٠٥	.٠٠٠

a. Dependent Variable: Invest (حجم الاستثمار)

اختبار معنوية معلمات الانحدار :

نصيغ الفرضيتين التاليتين :

H٠ : b٣ = ٠

H١ : b٣ ≠٠

بلغت t المقابلة للمعلمة b٣ في الجدول coefficient ١١.١٠٥ وبمستوى معنوية (Sig=٠.٠٠٠) وهي أصغر من مستوى الدلالة المعتمد (٠.٠٥) مما يعني رفض فرضية العدم والقبول بالفرضية البديلة مما يعني أن الانحدار يتمتع بمعنوية إحصائية .

ومن جدول coefficients يمكن صياغة النموذج الخطي كمايلي :

$$Y٢ = ٦١٩.٢١١ + ٠.٤٦١\ X٢$$

وهي تدلنا على أن قيمة المتغير التابع (حجم الاستثمار) تبلغ ٦١٩.٢١١ عندما تكون قيمة المتغير المستقل (مؤشر السوق) معدومة ، وأن زيادة مؤشر السوق بمقدار وحدة واحدة ستؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الإجمال بمقدار ٠.٤٦١ .

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
١	.٨٩٧[a]	.٨٠٤	.٧٩٨	٤٨٤.٥٩٤٠١

a. Predictors: (Constant), index (مؤشر السوق)

وبملاحظة معامل التحديد البالغة قيمته (R-Square = ٠.٨٠) نستنتج أن ٨٠ % من التغيرات الحاصلة في حجم الاستثمار يمكن تفسيرها بالاعتماد على التغيرات في مؤشر السوق .

ونجد من خلال اختبار الفرضية الثالثة أن لسوق الأوراق المالية أثر مباشر وقوي على حجم الاستثمار وذلك من خلال المتغيرات (القيمة السوقية ، حجم التداول ، مؤشر السوق) .

الفصل الرابع

النتائج والتوصيات

نتائج الدراسة

أشارت العديد من الدراسات إلى أهمية دراسة سوق الأوراق المالية كآلية جديدة لتوظيف المدخرات وآلية جديدة لتوفير التمويل اللازم للتنمية ، الأمر الذي ينعكس على الاقتصاد ككل .

وقد سعت الدراسة إلى معرفة مدى أهمية سوق الأوراق المالية الأردنية في الاقتصاد الأردني وهل هنالك علاقة بينها متضمنة المؤشرات الثلاثة كمتغيرات مستقلة (القيمة السوقية ، حجم التداول ، مؤشر السوق) مع المتغيرات التابعة المعبرة عن الاقتصاد ككل (الناتج المحلي الإجمالي ، حجم الادخار ، حجم الاستثمار) وطبيعة هذه العلاقة واتجاهها إن وجدت وقد خلصت الدراسة إلى مايلي :

١- يؤدي القطاع المالي دوراً أساسياً وهاماً في الاقتصاد الحقيقي ، حيث إن وجود قطاع مالي متطور من شأنه أن يوفر وساطة مالية متطورة من شأنها أن تحسِّن من تخصيص الموارد وترفع من فعالية تخصيص الاستثمار من خلال آليات عديدة كتنويع المخاطر وإدارة السيولة وتوجيهها نحو المشروعات الاستثمارية المناسبة وجمع المعلومات عن المشروعات وتقييمها .
٢- يسهم القطاع المالي في زيادة الاستقرار الاقتصادي حيث أن وجود قطاع مالي متطور من شأنه أن يجعل الاقتصاديات أكثر مرونة وأكثر قدرة على مجابهة الصدمات والمخاطر الاقتصادية .
٣- إن وجود قطاع مالي متطور في الاقتصاد من شأنه أن يوفر قاعدة لجذب الاستثمارات الأجنبية الكبيرة الباحثة عن الاستثمار واستقطابها الأمر الذي يوفر موارد تمويلية جديدة تساهم في تغطية احتياجات التنمية المحلية وتمويل المشروعات.
٤- أضحى لوجود الأسواق المالية في الاقتصاديات ضرورة حتمية لا بد منها وخاصة الناشئة منها ، حيث تعد هذه الأسواق من أهم وسائل تمويل الاقتصاد وأهم وسائل الاستثمار في العالم وأكثرها سرعة وكفاءة ، وهي ذات أهمية كبيرة سواء بالنسبة للأفراد أو الشركات أو الاقتصاد المحلي ، فهي توفر للأفراد قنوات سليمة لاستثمار مدخراتهم

مهما بلغ حجمها كما أنها تحقق جملة من المنافع الاقتصادية أهمها التملك والعائد المناسب ، وبالنسبة للشركات فهي تخفض تكلفة الاستثمار وتوفر مصادر للتمويل في أي وقت تريده الشركات وعلى مستوى الاقتصاد فهي تساعد على تنمية الناتج المحلي الإجمالي وتجميع المدخرات وتوجيهها إلى الأنشطة الاستثمارية بأعلى العوائد الممكنة كما أنها تساعد على اجتذاب الاستثمار الأجنبي المباشر .

٥- تتجسد أهمية الأسواق المالية في الدور الذي تلعبه في الاقتصاد ، وذلك من خلال تأمين القنوات التي يتم من خلالها تحويل الموارد المالية من الوحدات المدخرة والتي يتوافر لديها فوائض مالية وتمثل عرض الأموال إلى الوحدات التي تعاني من عجز في الموارد المالية وتعكس الطلب على الموارد المالية .

٦- إن الأسواق المالية ومن خلال الدور الذي تلعبه في الاقتصاد تعمل على تحقيق الكفاءة الاقتصادية في استغلال الموارد وذلك من خلال تحويل الفوائض المالية من مجرد مدخرات إلى استخدامات إنتاجية تؤدي إلى توسيع القاعدة الإنتاجية ومن ثم زيادة فرص العمالة وزيادة الدخل القومي .

٧- أدى تطبيق الأردن لبرامج التصحيح الاقتصادي المفروضة عليه من قبل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي (وذلك بسبب عدم قدرته على الوفاء بالتزاماته الدولية تجاه الدائنين الخارجيين وتراكم الديون الداخلية) إلى نتائج يمكن أن توصف بالكارثية ومنها إلغاء معظم القيود الكمية عن الاستيراد والابتعاد عن الدعم الحكومي لأي قطاع سواء كان دعماً للاستهلاك أو دعماً للصناعة أو الأسعار ، وتحويل ملكية الحكومة للمشروعات العامة إلى القطاع الخاص، الأمر الذي ولد الكثير من التبعات ومنها ازدياد نسبة البطالة والتوسع غير المتوازن في الإنفاق الجاري وانخفاض المستوى المعيشي للأفراد واتساع رقعة الفقر وارتفاع الأسعار والذي بمعظمه يعتبر تضخم مستورد ، الأمر الذي سيظل بموجبه اقتصاد الأردن مرتهن للخارج ولسياسات وتوصيات صندوق النقد الدولي والبنك الدولي .

٨- أدى إنشاء سوق عمان للأوراق المالية إلى تطوير سوق رأس المال في الأردن ، وتوفير آليات لتنمية المدخرات وتوجيهها لخدمة الاقتصاد الوطني ، وتوفير المناخ الملائم لاستقطاب الاستثمارات المحلية منها والأجنبية .

٩- إن لسوق عمان للأوراق المالية أثر مباشر وقوي على الناتج المحلي الإجمالي وذلك من خلال المتغيرات (القيمة السوقية ، حجم التداول ، مؤشر السوق) وهذا الأثر ذو دلالة إحصائية ويمكن أن يعزى ذلك أن الاقتصاد الوطني الأردني هو بمعظمه اقتصاد خدمات (بنوك ـ تأمين ـ وساطة) الأمر الذي يصبح معه الاقتصاد يتأثر بتأثر هذه القطاعات .

١٠- إن لسوق عمان للأوراق المالية أثر مباشر ولكنه غير قوي على حجم الادخار وذلك من خلال المتغيرات (القيمة السوقية ، حجم التداول ، مؤشر السوق) وهذا الأثر ذو دلالة إحصائية ، ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن معدل نمو حجم الادخار خلال فترات الدراسة كان سالباً وهذا الأمر يعود إلى تلك المليارات التي قام المواطنون الأردنيون بإيداعها (وهي كانت مدخرات شخصية) لدى ما أطلق عليهم (لعبة البورصات) وهم كانوا جامعي أموال أدعوا أنهم يستثمرون تلك الأموال في المضاربة في البورصات العالمية من خلال الشاشات ولكن تبين فيما بعد (وبعد مرور أكثر من سنة) بأنها عمليات سرقة لتلك المليارات من الدنانير وحول قسم كبير منها إلى الخارج .

١١- إن لسوق عمان للأوراق المالية أثر مباشر وقوي على حجم الاستثمار وذلك من خلال المتغيرات (القيمة السوقية ، حجم التداول ، مؤشر السوق) وهذا الأثر ذو دلالة إحصائية ويمكن تفسير ذلك أن القيمة السوقية المرتفعة للبورصة وحجم التداول المرتفع ومؤشر السوق المرتفع يمَكن الشركات المدرجة أسهمها من استقطاب الأموال اللازمة إما لإنشاء مشاريع جديدة أو لتوسيع مشاريع قائمة وفي الحالتين سيؤدي ذلك إلى زيادة حجم الاستثمار.

التوصيات

على ضوء ماتم التوصل غليه من نتائج توصي الدراسة بمايلي :

١- الاهتمام بتطوير القطاع المالي وذلك ليتماشى مع التطور الاقتصادي في جميع مراحله على أن يتم ذلك ضمن شروط تحفظ مصلحة الاقتصاد الوطني .

٢- وضع برامج اقتصادية لتعظيم استفادة الاقتصاد الأردني من المساعدات الخارجية وذلك بتوجيهها لدعم المشاريع الإنتاجية ومشاريع البنى التحتية وذلك لتأسيس شركات إنتاجية تدعم النمو الاقتصادي الأردني

٣- العمل على تشجيع الادخار المحلي في الأردن من خلال رفع معدلات العائد على الادخار وذلك حتى يمكن استقطاب مزيد من المدخرات وزيادة حجم الادخار المحلي وبالتالي ما يمكن من تعبئة وتوجيه هذه المدخرات المحلية نحو الاستثمارات الحقيقية .

٤- العمل على زيادة دور سوق عمان للأوراق المالية في دعم الاستثمار وذلك من خلال إيجاد القنوات الاستثمارية التي تشجع على استقطاب رؤوس الأموال المطلوبة لتمويل الاستثمارات بالإضافة لتوفير الوسائل لتجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار في الشركات الأمر الذي يعمل على تخفيض تكلفة الأموال بالنسبة لتلك الشركات .

٥- التركيز على تشجيع الشركات الإنتاجية في سوق عمان للأوراق المالية لا الخدمية وذلك لأن الشركات الإنتاجية أكثر قابلية لتحمل الأزمات من الشركات الخدمية ولأن الاقتصاد القائم بمعظمه على شركات خدمية هو اقتصاد وهمي وهش .

٦- العمل على جذب الاستثمارات الأجنبية للاستثمار في سوق عمان للأوراق المالية ، على أن يتم ذلك ضمن تشريعات معينة بحيث تكون تلك الاستثمارات شريكة في التنمية لا أن تكون استثمارات مضاربة .

٧- تركيز الجهود على تطوير سياسات سوق عمان المالي والاستفادة من تجارب الدول المتقدمة في جذب الاستثمارات وخصوصاً الأجنبية منها وتوجيهها نحو خدمة الاقتصاد الوطني وذلك بالعمل على إدراج أسهم الشركات الدولية في بورصة عمان وتطوير عملية التداول الالكتروني لتمكين أكبر عدد من المستثمرين من دخول السوق ، وذلك للاستفادة

من تطور السوق في عملية النمو الاقتصادي ، خصوصاً وأن سوق عمان المالي يعتبر سوقاً ناشئاً ولا تزال أمامه العديد من الفرص للتطور .

٨- العمل على زيادة الأسهم المتاحة للتداول واستقطاب الشركات لإدراجها لدى البورصة وزيادة وتطوير الأدوات الاستثمارية الجديدة خاصة في مجال تأسيس وترويج صناديق الاستثمار المشترك واستحداث أدوات استثمارية جديدة قابلة للتداول .

٩- الاستفادة من تجربة سوق عمان المالي في تطوير سوق دمشق للأوراق المالية وخاصة في ما يتعلق بتحقيق التنوع في أدوات التعامل في السوق من خلال إدخال العديد من الأدوات المستحدثة وخاصة تلك التي تشجع صغار المدخرين للاستثمار في السوق وتطوير نظام الإفصاح في السوق وذلك كونها تعد من أهم متطلبات كفاءة السوق والعمل على إلزام الشركات بمعايير الإفصاح المقررة قانوناً ، والعمل على إحداث سوق حلب للأوراق المالية كون معظم الشركات الإنتاجية تتركز في محافظة حلب .

قائمة المراجع

أولاً ـ المراجع باللغة العربية :

الكتب العربية :

١- الدعمي ، عباس كاظم : السياسات النقدية والمالية واداء سوق الأوراق المالية ، دار صفا ، عمان ، الأردن ، ٢٠١٠ .

٢- أبو موسى ، رسمية : الأسواق المالية والنقدية ، دار الصفاء ، عمان ـ الأردن ، ٢٠٠٤.

٣- السيسي ، صلاح الدين حسن : بورصات الأوراق المالية ، عالم الكتاب ، القاهرة ، ٢٠٠٣ .

٤- الزبيدي ، حمزة محمود : ، إدارة الائتمان المصرفي والتحليل الائتماني ، دار الوراق للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن ، ٢٠٠٢ .

٥- الزرري ، عبدالله و فرح ، غازي توفيق : الأسواق المالية ، دار وائل للنشر ، عمان-الأردن،٢٠٠٠ .

٦- الدسوقي ، إيهاب : اقتصاديات كفاءة البورصة ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ٢٠٠٠ .

٧- الشبلي ، محمد ابراهيم وطارق ابراهيم : مقدمة في الأسواق المالية والنقدية ، عمان ، ٢٠٠٠ .

٨- الحناوي ، محمد صالح : أساسيات الاستثمار في بورصة الاوراق المالية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية – مصر ،١٩٩٧ .

٩- جبار ، محفوظ : البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية ، دار هومة ، الجزائر ٢٠٠٢ .

١٠- جودة ، صلاح الدين : بورصة الأوراق المالية علمياً – عملياً ، مطبعة الإشعاع الفنية الإسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٠ .

١١- حسين ، عصام : أسواق الأوراق المالية (البورصة) ، دار أسامة للنشر ، عمان – الأردن ،٢٠٠٨ .

١٢- حماد ، طارق : المشتقات المالية (المفاهيم – إدارة المخاطر – المحاسبة) ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، ٢٠٠١ .

١٣- خلف ، فليح حسن : " الاسواق المالية النقدية ، عالم الكتب الحديث ، اربد ، الأردن ، ٢٠٠٦ .

١٤-خريوش وآخرون ، حسني علي : إدارة المحفظة الاستثمارية ، دار زهران ، عمان – الأردن ، ١٩٩٩.

١٥- خريوش وآخرون ، حسني علي : الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات ، المتخصصون للنشر ،عمان – الأردن ، ١٩٩٨ .

١٦- رمضان ، زياد و شموط ، مروان : الأسواق المالية ، جامعة القدس المفتوحة ، ٢٠٠٨.

١٧- رضوان ، سمير عبد الحميد : المشتقات المالية ، دار النشر للجامعات ، القاهرة ، مصر ٢٠٠٥ .

١٨- شامية ، أحمد زهير و حسين ، مصطفى : مدخل إلى اقتصاديات النقود والمصارف منشورات جامعة حلب ، ٢٠٠٧ .

١٩- عربيد ، عصام فهد : الاستثمار في بورصات الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق . دار الرضا ، ٢٠٠٨ .

٢٠-عوض الله ، زينب حسين : اقتصاديات النقود والمصارف . الدار الجامعية ، بيروت ، ١٩٩٨ .

٢١- كنعان ، علي : الأسواق المالية . جامعة دمشق ، ٢٠٠٥ .

٢٢- لطفي ، عامر : البورصة أسس الاستثمار والتوظيف ، دار شعاع للنشر ، حلب سورية ، ١٩٩٩.

٢٣- هندي ، منير إبراهيم : أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية. توزيع منشأة المعارف ، الاسكندرية ،مصر ، ٢٠٠٣ .

٢٤- هندي ، منير إبراهيم : أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال . المكتب العربي الحديث ، الاسكندرية ،مصر ، ٢٠٠٣ .

٢٥- هندي ، منير إبراهيم : الفكر الحديث في إدارة المخاطر . منشأة المعارف ، الاسكندرية مصر ، ٢٠٠٣ .

٢٦- هوشيار ، معروف : الاستثمارات والأسواق المالية ، ، دار الصفاء ، عمان ،الأردن ٢٠٠٣ .
٢٧- هارون ، محمد صبري : أحكام أسواق الأوراق المالية (الأسهم والسندات) ، دار النفائس ، الأردن ، ١٩٩٩
٢٨- هندي ، منير إبراهيم : الأوراق المالية وأسواق رأس المال . توزيع منشأة المعارف ، الاسكندرية ، ١٩٩٧ .

الدوريات و البحوث:

١- السحيباني ، صالح ابراهيم : " سوق الأسهم والنمو الاقتصادي :علاقات الارتباط والسببية " ، ورقة عمل مقدمة للقاء السنوي السادس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية (الخدمات المالية في المملكة العربية السعودية)، ٢٠٠٧ .
٢- العقلا ، محمد بن علي : الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية ، بحث قدم لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات (آفاق وتحديات) ، كلية الشريعة والقانون ، جامعة الإمارات العربية المتحدة ، ٢٠٠٧ .
٣- البلبل ، علي : " القطاع المالي : خصائصه وعلاقته بالنمو الاقتصادي " ، حلقة عمل حول " تطوير أسواق رأس المال العربية " ، أبو ظبي ٢٧-٣٠ /١١/ ٢٠٠٥ ، معهد السياسات الاقتصادية ، صندوق النقد العربي .
٤- القدير ، خالد بن حمد عبدالله : " تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية " ، مجلة جامعة الملك عبد العزيز الاقتصاد والإدارة ، المجلد ١٨ ، العدد ١ ، جدة (٢٠٠٤) .
٥- الجاسر ، محمد سليمان : " تطور القطاع المالي لتحقيق نمو اقتصادي أفضل " ، ورقة عمل قدمت في ندوة الرؤيا المستقبلية للاقصاد السعودي ، ١٩-٢٣ تشرين الأول ٢٠٠٢ .
٦- الميداني ، محمد أيمن عزت ، " تطوير أسواق رأس المال في سورية " ، محاضرة ألقيت في الثلاثاء الاقتصادي ، ٢٠٠٢/٢/١٩ ، جمعية العلوم الاقتصادية ، دمشق .
٧- بوحسون ، ياسر " واقع وآفاق الشركات المساهمة في سورية " ، مجلة بحوث جامعة حلب ، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية ، العدد ٧ عام ٢٠٠٧ .

٨- بوحسون ، ياسر و زهرة ، شادي : " الأسواق المالية الناشئة ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني " مجلة جامعة تشرين ، المجلد (٢٧) العدد (١) - ٢٠٠٥ .

٩- بشير ، عماد الدين : الأسواق المالية العربية – نشأتها ، تطورها ، مستقبلها – بحث جامعي رقم ٤٩٥ ، جامعة اليرموك ، ١٩٩٣ .

١٠- "تحليل الأسواق المالية " ، سلسلة جسر التنمية ، المعهد العربي للتخطيط ، العدد السابع والعشرون ، آذار ، ٢٠٠٤ ، ص٦ .

١١- دوابة ، أشرف محمد : المشتقات المالية من الناحية القانونية ، ، بحث قدم لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات (آفاق وتحديات) ، كلية الشريعة والقانون ، جامعة الإمارات العربية المتحدة ، ٢٠٠٧ .

١٢- زاهلر ، روبيرتو : " التطور المالي في التشيلي " ، الفصل الخامس ، ورقة بحث مقدمة خلال الندوة الثالثة بعنوان : تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي تحت إشراف معهد السياسات الاقتصادية في صندوق النقد العربي ، أبو ظبي (٧-٨ ديسمبر ٢٠٠٣) .

١٣- زغلول ، اسماعيل : **"سياسات وخطط تطوير القدرة التنافسية للاقتصاد الاردني"** ، سلسلة بحوث ومناقشات حلقة العمل "القدرة التنافسية للاقتصادات العربية في الاسواق العالمية، صندوق النقد العربي/ معهد السياسات الاقتصادية، ٢٠٠٠.

١٤- سوق فلسطين للأوراق المالية ، وقائع الملتقى السنوي لسوق رأس المال الفلسطيني ، رام الله ، فلسطين ، ٢٠٠٨ .

١٥- عبد مولاه ، وليد : " دور القطاع التمويلي في التنمية " ، سلسلة أبحاث جسر التنمية ، المعهد العربي للتخطيط ، العد الخامس والثمانون ، تموز ٢٠٠٩ .

١٦- عبد القادر ، خالد : " القطاع المالي والنمو الاقتصادي ، حلقة عمل في دورة " إدارة الاقتصاد الكلي وقضايا القطاع المالي " ، أبو ظبي ١٢-٢٣ / ٤ / ٢٠٠٩ ، معهد السياسات الاقتصادية ، صندوق النقد العربي .

١٧- فريد ، زياد : التطور المالي والنمو الاقتصادي : حالة الأردن ، الفصل السادس ، ورقة بحث مقدمة خلال الندوة الثالثة بعنوان : تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي التي نظمها معهد السياسات الاقتصادية في صندوق النقد العربي ، أبو ظبي (٧-٨ ديسمبر ٢٠٠٣) .

١٨-كرين ، سوزان و جويال ، ريشي " تطوير القطاع المالي في بلدان الشرق الأوسط وشمال افريقيا " ، الفصل الرابع ، ورقة بحث مقدمة خلال الندوة الثالثة بعنوان : تطور

القطاع المالي والنمو الاقتصادي تحت إشراف معهد السياسات الاقتصادية في صندوق النقد العربي، أبو ظبي (٧-٨ ديسمبر ٢٠٠٣) .

١٩- مونتيل ، بيتر : " التمويل والرفاهية والنمو " ، الفصل الثاني ، ورقة بحث مقدمة خلال الندوة الثالثة بعنوان تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي تحت إشراف معهد السياسات الاقتصادية في صندوق النقد العربي ، أبو ظبي (٧-٨ ديسمبر ٢٠٠٣) .

٢٠- عقل ، مفلح محمد ، محاضرة بعنوان " العمل المصرفي والتنمية الاقتصادية في الأردن ، منتدى عبد الحميد الثقافي ، ٢٠٠٣ .

٢١- نتائج وآثار الأزمة المالية العالية على الاقتصاد الأردني ، البرنامج الوطني للإصلاح الاقتصادي والاجتماعي ، المؤتمر الوطني الاقتصادي الأردني بمبادرة من لجنة تنسيق أحزاب المعارضة ، عمان ، ٢٠١٠/٣/٢٠ .

<u>الرسائل الجامعية</u> :

١- الأسرج ، حسين عبد المطلب : " **دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر** " ، رسالة ماجستير ، جامعة الزقازيق ، مصر ، ٢٠٠١ .

٢- القرعان ، محمد طاهر : **" بورصة عمان : سوق الأوراق المالية – نشأتها وتطورها ونظامها القانوني "** ، رسالة ماجستير ، جامعة مؤتة ، الأردن ،٢٠٠١ .

٣- الرفاعي ، محمود فلاح محمد : " **أثر المتغيرات الاقتصادية على أسعار الأسهم وحجم التداول في سوق عمان المالي (١٩٧٨ – ١٩٩٧)** " رسالة ماجستير ، جامعة آل البيت ، الأردن ، ١٩٩٩ .

٤- اللواتي ، صادق علي : " **سوق مسقط للأوراق المالية وأهميتها في الاقتصاد العماني**" رسالة ماجستير ، الجامعة الأردنية ، الأردن ، ١٩٩٦ .

٥- بندق ، فادي : " **دور المؤشرات المالية والمؤشرات الصادرة عن سوق الأوراق المالية في التنبؤ بالازمات الاقتصادية (حالة عملية السوق المالية السعودية)** " ، رسالة ماجستير ، جامعة دمشق ، ٢٠٠٨ .

٦- جديني ، جهان فتحي : **" مدى الاعتماد على التحليلين الأساسي والفني في صناعة القرار الاستثماري السليم لسوق الأوراق المالية "** ، رسالة ماجستير ، جامعة دمشق ، ٢٠٠٩ .

٧- زهرة ، شادي أحمد : " **الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني** " ، رسالة ماجستير ، جامعة دمشق ، ٢٠٠٧ .

٨- صقر ، باسل : " **محددات إقامة سوق الأوراق المالية وإمكانية تطبيقها في سورية** " رسالة ماجستير ، جامعة دمشق ، ٢٠٠٦ .

٩- منصور ، أحمد طارق " **سوق الأوراق المالية (البورصة) ودورها في عملية التنمية الاقتصادية وإمكانية إحداثها في سورية بالاستفادة من التجربة المصرية** " ، رسالة دكتوراة ، جامعة حلب ، ٢٠٠٩ .

١٠- موعد ، محمود عبدالله : **" العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم بالتطبيق على بورصة عمان "** رسالة ماجستير ، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا ، ٢٠٠٥ .

١١- هيلات ، بشار علي حسن : " **كفاءة واستقرار سوق عمان المالي للفترة (١٩٩٣-٢٠٠٢)**" ، رسالة ماجستير ، جامعة اليرموك ، الأردن ، ٢٠٠٤ .

انترنت :

١- الموقع الالكتروني لبورصة عمان www.ase.gov.jo .

٢- الموقع الالكتروني لهيئة الأوراق المالية الأردنية www.isc.gov.jo .

٣- الموقع الالكتروني للبنك المركزي الأردني www.cbj.gov.jo .

٤- موقع وزارة المالية الأردنية www.mof.gov.jo .

٥- مركز الأردن الجديد للدراسات www.ujrc-jordan.org .

٦- وزارة التخطيط و التعاون الدولي غي الأردن www.mop.gov.jo .

٧- صندوق النقد العربي www.amf.org.ae .

٨- المعهد العربي للتخطيط www.arab-api.org .

ثانياً ـ المراجع الأجنبية :

Books :

١- Ali. Faridah , "Effective Stock Market in Malaysia" , Berita Publishing Sdn. Bhd,١٩٩٧ .

٢- Chance , Don.M, " An Introduction to Derivatives & Risk Management" , ٦th ed , Thomson , South –Western , New York , Prentice- Hall international, ٢٠٠٤ .

٣- Chance , Don M . , An Introduction to Options and Futures , Dryden Press, ١٩٩١, sec.ed .

٤- Grinblatt . Mark , " Financial Market and Corporate Strategy , McGraw-Hill/Irwin; ٢ edition , ٢٠٠١ .

٥- Hall . John C ," Option ,Future & Other Derivatives " . ٦ th Edition , Prentice Hall, ٢٠٠٢ .

٦- Hampton. John ,"Financial Decision Making" ,٤th.ed,New Delhi , India ,١٩٩٦.

٧- Ritter, Lawrence S. -William L .Silber," Principles of Money, Banking and Financial Markets, Addison Wesley, Fifth Edition, ١٩٩٧.

Periodicals :

١- Choong.chee-keong , Yusop.Zulkornain , Law .Siong –Hook , and Liew .Venus Khim-sen**: " Financial Development and economic growth in Malaysia : the Prospective of Stock Market "** Investment Management and Financial Innovations, ٢٠٠٥ .

٢- Demirguk , K .and Levine,Ross.(١٩٩٦b) : **"Stock market , corporate finance , and Economic growth : An overview"** .The -word Bank economic Review ,Vol .١٠,No.٢, ١٩٩٦ .

٣- King ,Robert G., Levine ,Ross, **" Finance and Growth : Schumpeter Might Be Right "**, World Bank policy Research Working Paper ,N١٠٨٣, February ,١٩٩٣ .Robert M .*Heath*, **"The Statistical Measurement of Financial Derivatives"** *IMF working paper* ،Washington,. DC: International Monetary Fund ،*March* ١٩٩٨.

٤- Levine ,Ross : **" Finance and Growth : Theory , Evidence , and Mechanisms "**NBER Working Paper Series , Cambridge, Massachusetts , Working Paper no .١٠٧٦٦ , september , ٢٠٠٤.

٥- Levine,Ross , **"Financial Development and Economic Growth : Views and Agenda "** , Journal of Economic Literature ,vol .xxxv (June ١٩٩٧) .
٦- Levine ,R and Zervos,S : **" Stock market development and long run growth "**, The word Bank Economic Review , vol .١٠ , no.٢ , ١٩٩٦ .
٧- Nieuweburgh.Stijn Van , Buelens.France and Cuyvrers. Ludo , " **Stock Market Development and Economic Growth in Belguim "** , University of Antwerp , ٢٠٠٥.
٨- Robert M,Heath,"The statistical Measurement of Financial Derivatives ", Imf working paper , Washington .Dc : International Monetary fund , march ,١٩٩٨ .
٩- Shahbaz.Muhammad , Ahmad. Nadeem and Ali.**Liaquat " Stock Market Development and Economic Growth : Ardl Causality in Pakistan "** , International Research Journal of Finance and Economics ,ISSN ١٤٥٠-٢٨٨٧ Issue ١٤ ,٢٠٠٨ .

Websits :
١- International monetary fund. www.imf.org .

قائمة الملاحق

١-جدول (القيمة السوقية لبورصة عمان خلال الفترة ١٩٧٨-٢٠٠٩) بملايين الدنانير

السنة	القيمة السوقية	السنة	القيمة السوقية
١٩٧٨	٢٨٦.١	١٩٩٤	٣٤٠٩.٣
١٩٧٩	٤٥٢.٣	١٩٩٥	٣٤٩٥.٤
١٩٨٠	٤٩٥.٥	١٩٩٦	٣٤٦١.٢
١٩٨١	٨٣٤.٦	١٩٩٧	٣٨٦٢.٠
١٩٨٢	١٠٣٤.٨	١٩٩٨	٤١٥٦.٦
١٩٨٣	١٠٥٣.٤	١٩٩٩	٤١٣٧.٧
١٩٨٤	٩١١.٧	٢٠٠٠	٣٥٠٩.٦
١٩٨٥	٩٢٦.٩	٢٠٠١	٤٤٧٦.٤
١٩٨٦	٨٩١.٨	٢٠٠٢	٥٠٢٩.٠
١٩٨٧	٩٢٩.٤	٢٠٠٣	٧٧٧٢.٨
١٩٨٨	١١٠٤.٧	٢٠٠٤	١٣٠٣٣.٨
١٩٨٩	١٤٠٠.٤	٢٠٠٥	٢٦٦٦٧.١
١٩٩٠	١٢٩٣.٢	٢٠٠٦	٢١٠٧٨.٢
١٩٩١	١٧٠٧.١	٢٠٠٧	٢٩٢١٤.٢
١٩٩٢	٢٢٩٥.٦	٢٠٠٨	٢٥٤٠٦.٣
١٩٩٣	٣٤٦٣.٩	٢٠٠٩	٢٢٥٢٦.٩

٢-جدول (حجم التداول في سوق عمان المالي خلال الفترة ١٩٧٨-٢٠٠٩) بملايين الدنانير .

السنة	حجم التداول	السنة	حجم التداول
١٩٧٨	٥.٦٢	١٩٩٤	٥٤٦.٢٦
١٩٧٩	٢٠.٤٧	١٩٩٥	٥١٤.١٢
١٩٨٠	٤٩.٨٤	١٩٩٦	٢٨٢.٦٤
١٩٨١	٨٤.٣١	١٩٩٧	٤٢٤.٩٢
١٩٨٢	١٣٩.٨٠	١٩٩٨	٥٣٨.١٧
١٩٨٣	١٥٥.٥٢	١٩٩٩	٥٠٣.١١
١٩٨٤	٦٩.٣٠	٢٠٠٠	٣٦٢.٧٠
١٩٨٥	٨٤.٧٦	٢٠٠١	٧١٢.٣٥
١٩٨٦	٩٨.١٣	٢٠٠٢	١,٢٤٢.١٥
١٩٨٧	١٦٧.٢١	٢٠٠٣	١,٩٢١.٣١
١٩٨٨	١٧١.٤٨	٢٠٠٤	٣,٩١٣.٢٧
١٩٨٩	٥٥٤.٦٣	٢٠٠٥	١٧,٨١٣.٦٦
١٩٩٠	٢٨٩.٨٢	٢٠٠٦	١٥,٠٤٧.٦٤
١٩٩١	٣٢٠.٢٩	٢٠٠٧	١٣,١٤٢.٨٧
١٩٩٢	٩٠٦.٥٢	٢٠٠٨	٢٠,٩٣٨.٤٣
١٩٩٣	١,٠١٠.٦٤	٢٠٠٩	٩,٨٨٥.٨٥

٣-جدول (الرقم القياسي للأسعار أو مؤشر سوق عمان المالي خلال الفترة ١٩٧٨-٢٠٠٩) نقطة .

السنة	الرقم القياسي	السنة	الرقم القياسي
١٩٧٨	٥٨٥.٦	١٩٩٤	١٤٣٦
١٩٧٩	٦٧٩.٣	١٩٩٥	١٥٩١.٧
١٩٨٠	٧٥٧.٥	١٩٩٦	١٥٣٤.٦
١٩٨١	١٢٠١.٨	١٩٩٧	١٦٩٢.٤
١٩٨٢	١٣٨٢.٥	١٩٩٨	١٧٠١.٣
١٩٨٣	١٠٤٢.١	١٩٩٩	١٦٧٣.٥
١٩٨٤	٨١١.٨	٢٠٠٠	١٣٣٠.٥
١٩٨٥	٧٨٦	٢٠٠١	١٧٢٧.٢
١٩٨٦	٧٢٣.٥	٢٠٠٢	١٧٠٠.٢
١٩٨٧	٧٩٦.٩	٢٠٠٣	٢٦١٥
١٩٨٨	٨٤٥.١	٢٠٠٤	٤٢٤٥.٦
١٩٨٩	٩٣٢.٧	٢٠٠٥	٨١٩١.٥
١٩٩٠	٨٠٤.٣	٢٠٠٦	٥٥١٨.١
١٩٩١	١٠٠٠	٢٠٠٧	٧٥١٩.٣
١٩٩٢	١٢٩٩	٢٠٠٨	٦٢٤٣.١
١٩٩٣	١٥٨٥	٢٠٠٩	٥٥٢٠.١

٤-جدول (حجم الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة ١٩٧٨-٢٠٠٩) بملايين الدنانير.

السنة	GDP	السنة	GDP
١٩٧٨	٧٩٥.٤	١٩٩٤	٤٣٥٧.٤
١٩٧٩	٩٨٢.٥	١٩٩٥	٤٧١٤.٧
١٩٨٠	١١٦٤.٨	١٩٩٦	٤٩١١.٣
١٩٨١	١٤٤٨.٧	١٩٩٧	٥١٣٧.٤
١٩٨٢	١٦٤٩.٩	١٩٩٨	٥٦٠٩.٩
١٩٨٣	١٧٨٦.٦	١٩٩٩	٥٧٧٨.١
١٩٨٤	١٩٠٩.٧	٢٠٠٠	٥٩٩٨.٦
١٩٨٥	١٩٧٠.٥	٢٠٠١	٦٣٦٣.٧
١٩٨٦	٢٢٤٠.٥	٢٠٠٢	٦٧٩٤
١٩٨٧	٢٢٨٦.٧	٢٠٠٣	٧٢٢٨.٨
١٩٨٨	٢٣٤٩.٥	٢٠٠٤	٨٠٩٠.٧
١٩٨٩	٢٤٢٥.٤	٢٠٠٥	٨٩٢٥.٤
١٩٩٠	٢٧٦٠.٩	٢٠٠٦	١٠٦٧٥.٤
١٩٩١	٢٩٥٨	٢٠٠٧	١٢١٣١.٤
١٩٩٢	٣٦١٠.٥	٢٠٠٨	١٥٥٩٣.٤
١٩٩٣	٣٨٨٤.٢	٢٠٠٩	١٦٩١٢.٢

٥-جدول (حجم الادخار في الأردن خلال الفترة ١٩٧٨-٢٠٠٩) بملايين الدنانير .

السنة	حجم الادخار	السنة	حجم الادخار
١٩٧٨	١١٣.٤	١٩٩٤	٧٥٣.١
١٩٧٩	١٩١.٣	١٩٩٥	٩٤٠.٩
١٩٨٠	٣٠٠.٣	١٩٩٦	٨٤٧.٥
١٩٨١	٤٢١.٣	١٩٩٧	٧٧٧.٨
١٩٨٢	٢٨٣.٩	١٩٩٨	٦٢٣.٣
١٩٨٣	٢٢٩.٩	١٩٩٩	٨٥٧.٥
١٩٨٤	١٨٧.٣	٢٠٠٠	٦٨٧.٤
١٩٨٥	٤٧.٥	٢٠٠١	٦٢١.٩
١٩٨٦	١٨٢.٧	٢٠٠٢	٩٩٢.٨
١٩٨٧	١١٥.٣	٢٠٠٣	١٥٨٩.٢
١٩٨٨	١٩٨.٢	٢٠٠٤	١٤٠٧.٩
١٩٨٩	٢٩٣.٤	٢٠٠٥	٥١٣.١
١٩٩٠	٨٤.٩	٢٠٠٦	٧٩٧.٨
١٩٩١	١٢٢.٣	٢٠٠٧	٤٧٦.١
١٩٩٢	٢٨٧.٢	٢٠٠٨	١٩٥١.٢
١٩٩٣	٦٠٣.٩	٢٠٠٩	٢٢٤٠.١

٦-جدول (حجم الاستثمار في الأردن خلال الفترة ١٩٧٨-٢٠٠٩) بملايين الدنانير .

السنة	حجم الاستثمار	السنة	حجم الاستثمار
١٩٧٨	٢٦٤.٣	١٩٩٤	١٣٩١.٢
١٩٧٩	٣٢٢.١	١٩٩٥	١٣٩٥
١٩٨٠	٤١٧.٩	١٩٩٦	١٤٤٤.٨
١٩٨١	٦٣٥	١٩٩٧	١٣٢٥
١٩٨٢	٦٢٦.٩	١٩٩٨	١١٨٧.٥
١٩٨٣	٥٣٥.٩	١٩٩٩	١٣٥٢.٧
١٩٨٤	٥٢٦.٨	٢٠٠٠	١٢٦٦.٦
١٩٨٥	٣٨٤.٨	٢٠٠١	١٢٣٥.٨
١٩٨٦	٤٠٩.٤	٢٠٠٢	١٢٨٧.٣
١٩٨٧	٤٤٨.٦	٢٠٠٣	١٤٩٠.٨
١٩٨٨	٥١٣.٣	٢٠٠٤	٢٠٠٥.٤
١٩٨٩	٥٥٤.٥	٢٠٠٥	٢٧٣٣.٧
١٩٩٠	٦٩٤.١	٢٠٠٦	٢٧١٧.١
١٩٩١	٦٧٨	٢٠٠٧	٣٣٣٤.١
١٩٩٢	١٠٤٩.٣	٢٠٠٨	٤٣٤٢.٩
١٩٩٣	١٣٠٣.٦	٢٠٠٩	٤٢٥٤.٢