الجمهورية العربية السورية
وزارة التعليم العالي
جامعة دمشق
كلية الاقتصاد
ماجستير أسواق مالية

العلاقة بين سعر الفائدة ومؤشر الأسواق المالية

دراسة تطبيقية مقارنة حالة البنك المركزي الأردني وبنك سورية المركزي

أطروحة لنيل درجة الماجستير في الأسواق المالية

إعداد الطالبة

علا البخيتان

بإشراف الدكتور

ياسر المشعل

2018-2017

الإهداء

إلى روح والدتي الغالية :

أمام عظمة اسمك تعجز لغات العالم عن كتابة إهداء شرح ما بداخلي لك ،

يامن تألمتي بصمتي وحملتي أشواك الصبر لروحك الطاهرة أقدم هذا البحث فلو لم تكوني أنت أمي لم أصبح أنا هنا .

إلى والدي العزيز :

لذلك الرجل الذي كان جبلا من القوة أمام مصاعب حياتنا وصاحب قلبا حنون ، إلى من رأى فيي الأمل وضحى وقدم ولم ينتظر سوى هذا النجاح .

إلى أخي نضال :

أنت من كنت سند من حديد وكنت شريك الأحلام والطموح ، معك تعلمت أن بهذه الحياة لا يوجد مستحيل لذلك سأبقى انتظر عودتك لنكمل مسيرتنا معا .

إلى أخوتي باسل – وائل :

تخطينا لحظات من العمر معا ، لقد حملتم اللحظات المؤلمة عني وقاسمتموني لحظات الفرح. . .

ستبقون السند الذي ألجأ اليه دائما . . . .

أولاد أخي : ماري روز ، ناردين ، ماريوس

إلى من أعادو الأمل والبسمة إلى منزلنا الصغير ، أنتم من أرى بهم المستقبل منكم استمديت الطاقة لأستمر.

إلى . . . .

كل من قدم دعمه لهذا البحث شكرا لكم جميعا فأنتم من ساعدني لتخطي كل اللحظات القاسية

والصعبة في حياتي

إلى بلدي سورية

أنت أكبر من هذا الإهداء....

فهرس المحتويات

العناوين	الصفحة
فهرس المحتويات	**أ**
قائمة الجداول	**د**
قائمة الأشكال البيانية	**هـ**
الفصل الأول: الإطار العام للبحث	**1 - 13**
المقدمة	**1**
1.مشكلة البحث	**3**
2.أهمية البحث	**4**
3.أهداف البحث	**5**
4.فرضيات البحث	**6**
5. نموذج البحث	**6**
6.منهج البحث	**6**
7.حدود البحث	**7**
8.الدراسات السابقة	**7**
8-1- الدراسات العربية	**8**
8-2- الدراسات الأجنبية	**11**
الفصل الثاني: الإطار النظري للبحث	**14**
المقدمة	**14**
المبحث الأول: توجهات سعر الفائدة وأثره على الأداء الاقتصادي	**15**
- تعريف السياسة النقدية	**15**
-أهداف السياسة النقدية	**16**
-أدوات السياسة النقدية	**16**
أولاً: أدوات نقدية غير مباشرة	**16**
ثانياً: الأدوات النقدية المباشرة	**17**
مفهوم سعر الفائدة	**18**
وظائف سعر الفائدة	**19**
عوائد الفائدة	**19**
مخاطر سعر الفائدة	**21**
نظريات سعر الفائدة	**22**
أولاً: تحديد سعر الفائدة عند الاقتصاديين الكلاسيكيين	**22**
-عرض الأموال القابلة للإقراض	**24**

-الطلب على الأرصدة المعدة للإقراض	26
قنوات انتقال أثر السياسة النقدية على المتغيرات الاقتصادية	34
الأسواق المالية	37
الانتقادات الموجهة لنظرية كفاءة الأسواق	41
المبحث الثاني: الإطار النظري لعلاقة سعر الفائدة ومؤشر سوق الأوراق المالية	43
1. النموذج الخاص بتحديد وتقرير أسعار الصرف	44
1.1. إعداد نظرية البناء المجهرية والخاصة بنموذج التداول المعدل	45
تحديد سلوك التداول	45
المبحث الثالث: سعر الفائدة ومؤشر السوق دراسة تطبيقية على سوق عمان للأوراق المالية	58
المبحث الأول: تطور أسعار الفائدة تدريجياً	58
-فعالية السياسة النقدية في الأردن	65
-سياسة البنك المركزي في الأردن	66
-أثر السياسة النقدية للبنك المركزي	66
المبحث الثاني: التطور التاريخي لمؤشر سوق عمان للأوراق المالية	68
-التطورات التي لحقت بأداء المؤشرات المالية خلال الفترة 2000-2010	73
المبحث الرابع: سعر الفائدة ومؤشر السوق دراسة تطبيقية على سوق دمشق للأوراق المالية	78
- السياسة العامة للبنك المركزي السوري	79
المبحث الأول: التطور التاريخي لسعر الفائدة	80
المبحث الثاني: التطور التاريخي لمؤشر سوق دمشق للأوراق المالية	84
- نشأة السوق المالية السورية وأهميتها	85
- مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية DWX	88
الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية	92
الأردن	92
1- مصادر بيانات متغيرات النموذج وفترة الدراسة	92
2- اختبار التحقق من التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة	93
3- اختبار الارتباط الذاتي للسلاسل الزمنية المدروسة	94
4- اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test)	95
5- معادلة الانحدار المتعدد باستخدام طريقة المربعات الصُغرى العادية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع	96
-اختبار استقرار البواقي واختبار التوزيع الطبيعي لها	98
سورية	99
1- مصادر بيانات متغيرات النموذج وفترة الدراسة	100

2- اختبار التحقق من التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة	101
3- اختبار الارتباط الذاتي للسلاسل الزمنية المدروسة	102
4- اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test):	103
5- معادلة الانحدار المتعدد باستخدام طريقة المربعات الصُغرى العادية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع	104
-اختبار استقرار البواقي واختبار التوزيع الطبيعي لها	105
-النتائج	106
- التوصيات	**107**
قائمة المراجع	**108**
أولاً: المراجع العربية	108
ثانياً: المراجع الأجنبية	112
ثالثاً: المواقع الإلكترونية	114

قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
1	اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة	94
2	اختبار استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة	96
3	معادلة الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى (OLS) بين (LI, LEX) و(LIndex)	97
4	اختبار التوزيع الطبيعي لسلسلة البواقي	98
5	اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة	101
6	اختبار استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة	103
7	معادلة الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى (OLS) بين (LI, LEX) و(LIndex)	104
8	اختبار التوزيع الطبيعي لسلسلة البواقي	105

قائمة الأشكال البيانية

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
1	نموذج الدراسة	6
2	الخطوات العامة للبحث	7
3	تحديد سعر الفائدة عند الكلاسيك	23
4	الاكتناز في السوق النقدي	25
5	سوق الأموال القابلة للإقراض	26
6	سعر الفائدة التوازني	28
7	التوازن في القطاع الحقيقي	30
8	تغير المنحنى LM	32
9	التوازن بين سعر الفائدة والدخل	33
10	عدد المتداولين الضوضائيين	53
11	الرقم القياسي لتكاليف المعيشة (CPI)	64
12	معدل الفائدة على الودائع تحت الطلب والودائع لأجل (%)	65
13	مؤشر عدد الشركات المدرجة	73
14	مؤشر القيمة السوقية	74
15	مؤشر معدل دوران الأسهم	74
16	مؤشر حجم التداول	75
17	مؤشر الرقم القياسي المرجح لأسعار الأسهم الحرة	76
18	أسعار الفائدة منذ عام 2004 ولغاية 2014	83
19	معدلات التضخم	84
20	التغيرات التي حلت بمؤشر دمشق للأوراق المالية	90
21	الاتجاه العام للسلاسل الزمنية المدروسة	93
22	دوال الارتباط الذاتي لسلاسل متغيرات الدراسة	95
23	اختبار الارتباط الذاتي لسلسلة البواقي	98
24	التوزيع الطبيعي لسلسلة البواقي	98
25	الاتجاه العام للسلاسل الزمنية المدروسة	100
26	دوال الارتباط الذاتي لسلاسل متغيرات الدراسة	102
27	اختبار الارتباط الذاتي لسلسلة البواقي	105
29	التوزيع الطبيعي لسلسلة البواقي	105

الفصل الأول
الإطار العام للبحث

المقدمة:

شهد العالم تطورات اقتصادية عديدة خلال القرن الماضي، لاسيما نشوء الأسواق المالية التي تعتبر مرآة تعكس الاقتصاد بكافة حالاته، وقد ارتبط بهذا التطور أزمات عديدة أثرت على الاقتصاد الكلي بشكل عام والأسواق المالية بشكل خاص، وقد وجهت تلك الأزمات الأنظار إلى أهمية الأسواق المالية في الاقتصاد بعد أن كانت جميع الدراسات تأخذ بعين السياسة النقدية والسياسة المالية دون التركيز على أهمية الأسواق المالية كأحد العناصر الرئيسة التي تؤثر وتتأثر بالاقتصادي الكلي من خلال المتغيرات المتعددة التي تمكننا من التحكم بطرائق مباشرة أو غير مباشرة بالأوضاع المختلفة التي تتعرض لها الأسواق المالية.

يوجد العديد من المتغيرات الاقتصادية التي من الممكن دراسة أثرها في الأسواق المالية وعلى سبيل المثال سعر الفائدة وسعر الصرف والتضخم وغيرها، لكننا سوف نقتصر في الدراسة الحالية على سعر الفائدة باعتباره من أهم أدوات السياسة النقدية والذي يتم تحديده من قبل البنك المركزي بهدف تحقيق الأهداف النقدية التقليدية التي تشتمل على مواجهة الكساد، والبطالة والتضخم، وجميعها تعد من الأهداف التقليدية التي يسعى البنك المركزي لتحقيقها من خلال تحديده لسعر الفائدة، ونظراً لأهمية الأسواق المالية في الاقتصاد الكلي فلابد من البحث عن أدوات تمكننا من التحكم بهذه السوق لنتمكن من تقليل الأخطار ومواجهة الأزمات التي تتعرض لها. وتضمن هذا البحث أثر سعر الفائدة في السوق المالية. فهل أصبحت البنوك المركزية اليوم تأخذ بالاعتبار الأسواق المالية عند تحديدها لسعر الفائدة بهدف التحكم بتلك الأسواق ومواجهة الأزمات التي من الممكن التعرض لها؟ وهل تدرك البنوك المركزية انعكاسات تحديد سعر فائدة ما على حجم التعاملات والعوائد في السوق المالية؟

ونتيجة للتطورات التي شهدها الاقتصاد العالمي وتوالي الأزمات المالية كان لابد من التفكير في إمكانية الاعتماد على أدوات السياسة النقدية والتي يستطيع البنك المركزي من خلالها إدارة سياسته النقدية والتحكم بالأسواق المالية. وهنا يبرز دور سعر الفائدة كأحد الأدوات النقدية التي يتحكم البنك المركزي بها والتي من المفترض أن تحقق أثرها في الأسواق المالية من خلال القنوات المختلفة التي تربط بينها وبين الأسواق المالية لنتمكن في النهاية من التأثير على الاقتصاد الكلي.

حيث يعد سعر الفائدة واحداً من أهم أدوات السياسة النقدية، فهو يلعب دوراً مهماً في نمو الاقتصاد ودفعه إلى الأمام، ويرتبط هذا السعر بالنشاط المصرفي من خلال تأثيره بحركتي الإيداع أو الإقراض، بإيجاد حالة من التوافق بين هيكل الودائع المصرفية ونمط القروض المقدمة لقطاعات الاقتصاد الوطني، وتأثيرهما المتتالي على تشجيع الاستثمار، وزيادة الإنتاج والدخل وبما يهدف في النهاية إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي والنمو فيه قدر الإمكان.

وكذلك الأمر فإن أسعار الفائدة تتحكم فعلياً بمقدار التكاليف المضافة على رأس المال المقترض، والذي يعتبر بمثابة عنق الزجاجة لتحديد أرباح الشركة من المشروع، وتتأثر تلك المشاريع والعقود الكبيرة بالنسب وتغيّراتها، ولذلك فإن القطاعات المختلفة تنظر لعملية تغيّر الفائدة بأنها عملية ذات ارتباط مباشر بسلسلة الأعمال الخاصة بها، كون التمويل الخارجي أحد أهم أركان الهيكلة المالية لتلك القطاعات.

إن الآثار الكبيرة التي نراها لتغيرات أسعار الفائدة على الاقتصاديات، والأهمية الكبيرة التي تلقيها الدول على تغيرات سعر الفائدة، وما تلقيه من معلومات ودلائل حول الأوضاع الاقتصادية جعلت من الضروري العمل على تحري تأثير هذا المتغير والمتمثل في سعر الفائدة على الأسواق المالية باعتبارها المحرك الأساسي للاقتصاديات في الدول من جهة أولى، ولكونها تضم آلاف بل ملايين المستثمرين الذين يهدفون إلى زيادة أرباحهم ورفع قيمة أسهمهم مع الزمن. ومن أجل التوصل للنتيجة النهائية المبتغاة من هذا البحث لابد من القيام بالخطوات التالية التي تعد موضوع بحثنا:

- التطرق لمفهوم الأسواق المالية ومكوناته ومفهوم سعر الفائدة وكيفية تحديده من قبل البنك المركزي الأردني وتوضيح أثر السياسة النقدية على الأسواق المالية من الناحية النظرية.
- إجراء دراسة عملية للسوق المالية الأردنية متضمنةً الخطوات الآتية:
  - الحصول على أسعار الفائدة المحددة من قبل البنك المركزي الأردني لسنوات عديدة.
  - الحصول على قيم المؤشر لسوق عمان للأوراق المالية.
  - القيام بدراسة إحصائية لبيان طبيعة العلاقة بين أسعار الفائدة ومؤشر السوق.

لنتمكن في النهاية من تحديد العلاقة التي تربط سعر الفائدة بمؤشر السوق وفي حال وجود لهذا العلاقة سوف نتوجه لاستثمار سعر الفائدة من أجل التحكم بالسوق المالية.

- تخصيص جزء من البحث لسوق دمشق للأوراق المالية حيث إنه على الرغم من حداثة هذه السوق فقد تعرضت لبعض الأزمات التي أثرت على الاقتصاد السوري بشكل كلي مما يتطلب القيام بدراسة سوق دمشق للأوراق المالية لنتمكن من الإجابة على السؤال الآتي:

هل هناك علاقة تربط سعر الفائدة المحدد من قبل البنك المركزي بسوق دمشق للأوراق المالية؟

وخاصة أن الاقتصاد السوري قد عانى ولفترة طويلة من الزمن من غياب الأسس الواضحة لتحديد سعر الفائدة من قبل البنك المركزي، وما شهدته سوق دمشق للأوراق المالية من تذبذبات غير مبررة في أسعار الأسهم، فهذه الأسباب مجتمعة تتطلب منا تخصيص جزء من هذا البحث لدراسة هذه الظاهرة والقيام بالدراسة التي تمكننا من تحديد التوجهات المختلفة لسوق دمشق للأوراق المالية.

1. مشكلة البحث:

انطلاقاً من دور سعر الفائدة كوسيلة من وسائل السياسة النقدية التي تقوم بها الحكومة متمثلةً بالبنك المركزي، ونظراً لكونه المتغير الذي يهتم به كافة المستثمرين والمدراء والمساهمين وغيرهم في اقتصاديات الدول، وباعتباره يلعب دوراً محورياً في تكاليف التمويل، وإدارة قرارات الاستثمار والمفاضلة فيما بينها، كان لابد من تحري تأثير سعر الفائدة وتغيراته على اقتصاديات الدول متمثلة بقيم أسهم مؤشرات بورصات تلك الدول لاسيما وأن النظام المالي قد تعرض في الفترة الأخيرة لعدة أزمات أدت إلى اختلال كل من المؤسسات والأسواق المالية وكان لها تأثير على الاقتصاد الكلي مما دفع بالكثير من الاقتصاديين إلى إعطاء أهمية كبيرة للتحكم بتوجهات الأسواق المالية بواسطة أدوات من السياسة النقدية وبخاصة سعر الفائدة.

وفي هذا الصدد تجدر الإشارة إلى أهم القرارات التاريخية التي أثرت على أسواق المال في العالم هو قرار الفدرالي الأميركي رفع الفائدة بشكل مفاجئ وبتوقيت خاطئ عام 1973 لينتج عن ذلك القرار الكساد المالي في ذلك الوقت، في حين تم رفع سعر الفائدة عام 1985 التي أحدثت أزمة الاثنين الأسود عام 1987 ، وهذا ما تمت الاستفادة منه في معالجة آثار الأزمة المالية عام 2008 لتقوم المصارف المركزية بتخفيض سعر الفائدة وتقلل من حجم الخسائر التي منيت بها الأسواق المالية العالمية جراء تعامل السوق الأمريكية بالهامش العقاري الذي تفاقمت مشكلاته جراء إقراض كبير في ذلك المجتمع بتسهيلات طويلة الأجل وبفوائد كبيرة. حيث قامت الحكومة الأمريكية آنذاك بتخفيض أسعار الفوائد بغية تحفيز الاقتصاد وتعزيز النمو والطلب، حيث كانت سياسة تخفيض أسعار الفوائد إحدى أهم السياسات التي اتبعتها الدول حينها بغية العمل على تحفيز الاقتصاد وتحسين نشاطه وتقليل

تكاليف الإقراض والاقتراض وبما يعزز من دوران الأموال في الأسواق ويحسن من الأوضاع الاقتصادية (الميداني، 2009).

إضافةً إلى ذلك فإن الأدبيات السابقة المرتبطة بالدراسة لم تؤدِ إلى نتائج متشابهة فيما بينها، فبعض الدراسات حول تأثير أسعار الفوائد في القيمة السوقية لأسعار الأسهم أو مؤشرات الأسواق قد توصلت إلى وجود نتائج إيجابية ودالة بأن سعر الفوائد يلعب دوراً إيجابياً في قيمة مؤشرات الأسواق التي تغيرت فيها أسعار الفائدة، في حين توصلت دراسات أخرى إلى أن العلاقة بين المتغيرين السابقين علاقة عكسية، وأن أسعار الفوائد تؤثر بشكل سلبي في قيمة مؤشرات الأسواق، في حين توصل البعض الآخر إلى غياب أي تأثير بين سعر الفائدة وقيمة مؤشرات تلك الأسواق. وبالتالي يمكن التوصل إلى عدم وجود اتفاق بين الباحثين والدراسات السابقة حول مدى وجود علاقة أو تأثير معنوي لأسعار الفائدة في مؤشرات الأسواق المالية، مما يجعل مشكلة البحث تتمحور في التساؤل الرئيس الآتي:

هل هناك علاقة تربط سعر الفائدة بمؤشر سوق الأوراق المالية؟ وما طبيعة هذه العلاقة؟

ويتمحور عن هذا التساؤل التساؤلان الفرعيان الآتيان:

- ما العلاقة بين سعر الفائدة وبين مؤشر سوق عمان للأوراق المالية؟ وما طبيعة هذه العلاقة؟
- ما العلاقة بين سعر الفائدة وبين مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية؟ وما طبيعة هذه العلاقة؟

2. أهمية البحث:

يمكن تقسيم أهمية البحث إلى جزئين: أهمية عملية وأهمية نظرية.

2-1 الأهمية العملية للبحث:

تكمن الأهمية العملية للبحث في كون نتائج هذا البحث تعد مؤثرة وهامة لكل المساهمين في الأسواق المالية من حكومة وشركات ومستثمرين. فيمكن للحكومة من خلال هذه الأداة – سعر الفائدة – التأثير على عرض النقد والتمويل وتكاليفه وبالتالي تعزيز التعامل بالأسواق المالية وزيادة الطلب عليها مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة مؤشرات تلك الأسواق، وهذا يؤدي إلى تحسين وضع الاقتصاد بشكل عام لاسيما أن الدول الأكثر تقدماً هي التي تملك أسواقاً مالية قوية وذات قيمة سوقية كبيرة أيضاً. وبالنسبة للشركات فإن نتائج هذا البحث تعد مفيدةً لهم في قرارات التمويل نظراً لارتباط الفوائد بتكاليف التمويل بدرجة كبيرة، وبالتالي يمكن الاستفادة في هذه الدراسة من تغيرات أسعار الفوائد باتخاذ قرارات معينة تؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية لمؤشرات الأسواق بما ينعكس إيجاباً على تلك الشركات.

وبالنسبة للمستثمرين، فإن نتائج هذه البحث تفيدهم في التعرف إلى دور الفوائد في القيمة السوقية لمؤشرات الأوراق المالية وبالتالي يعطي مؤشرات حول كيفية الاستفادة من تغيرات أسعار الفائدة في شراء أوراق مالية أو بيعها بما يحسن من عوائدهم ويقلل من مخاطرهم المتمثلة بانخفاض أرباحهم أو قيمة أسهمهم.

ونتيجة للتطورات الملموسة التي شهدها الاقتصاد السوري في الأعوام القليلة الماضية ومنها إحداث العديد من المؤسسات المالية كإحداث سوق دمشق للأوراق المالية والذي يعد من أهم الخطوات التي اتخذت لمواكبة التطورات الاقتصادية العالمية، ونتيجة تعرض هذا السوق لأزمات مختلفة كان لابد من مواجهتها لذلك فإن هذا البحث يكتسب أهميته بالنسبة للاقتصاد السوري من حاجة الاقتصاد السوري لإيجاد سياسات وآليات نقدية جديدة لمواكبة هذه التطورات وحماية الاقتصاد السوري من الأزمات التي قد تعصف به في هذه المرحلة الحساسة من البناء وخصوصاً بالنسبة للمؤسسات المالية وسوق المال التي لا تزال سوقاً ناشئة يجب العمل على تطويرها وحمايتها بآن معاً.

2-2 الأهمية النظرية للبحث:

تكمن الأهمية النظرية للبحث في كون نتائج هذا البحث تعد إضافةً إلى النتائج التي توصلت لها الأدبيات السابقة والتي كانت متناقضةً فيما بينها، كما أن هذا البحث يعد إضافةً إلى الدراسات السابقة التي أجريت على الأسواق الاقتصادية النامية كونه ركز بشكل أساسي على السوق المالية السورية والسوق المالية الأردنية.

3. **أهداف البحث:**

هدف البحث الحالي للوصول إلى أهداف أساسية تتلخص بما يلي:

- التعرف إلى العلاقة التي تربط بين سعر الفائدة وقيمة مؤشر سوق عمان للأوراق المالية.
- التعرف إلى العلاقة التي تربط بين سعر الفائدة وقيمة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية.

وبشكل عام فإن هذا البحث هدف إلى الاستفادة من أدوات السياسة النقدية لنتمكن من التحكم بالأسواق المالية، والعمل على توجيه سياسة البنك المركزي الأردني أو السوري للاستفادة من سعر الفائدة لتحريك عجلة الاقتصاد، والاستفادة من سعر الفائدة لتمكين سوق عمان للأوراق المالية عموماً وسوق دمشق للأوراق المالية خصوصاً من تحقيق استقرار في أسعار الأسهم ومواجهة التقلبات الحادة التي لا مبرر لها وخصوصاً في مرحلة الأزمة الحالية التي تمر بها سورية.

4. **فرضيات البحث:**

انطلق البحث من الفرضية الرئيسة الآتية:

هناك تأثير دال إحصائياً لسعر الفائدة المحدد من قبل البنك المركزي ومؤشر سوق الأوراق المالية.

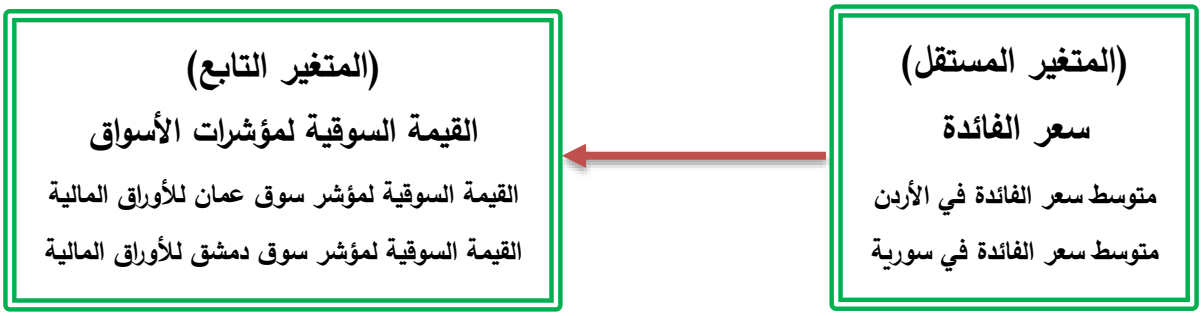
ويتفرع من هذه الفرضية فرضيتان فرعيتان وهما:

4-1 هناك تأثير دال إحصائياً لسعر الفائدة المحدد من قبل البنك المركزي الأردني ومؤشر سوق عمان للأوراق المالية.

4-2 هناك تأثير دال إحصائياً لسعر الفائدة المحدد من قبل البنك المركزي السوري ومؤشر سوق دمشق للأوراق المالية.

5. **نموذج البحث:**

يوضح الشكل (1) نموذج الدراسة والذي يتضمن كلاً من المتغير المستقل المتمثل بوسطي سعر الفائدة السنوية. والمتغير التابع المتمثل بالقيمة السوقية لمؤشرات الأسواق في كل من سوق عمان للأوراق المالية وسوق دمشق للأوراق المالية.



الشكل (1) نموذج الدراسة

6. **منهج البحث:**

تم الاعتماد في هذا البحث على **المنهج الاستنتاجي (Deductive Approach)**، والسبب في ذلك يُعزى إلى:

- كون الهدف العام للدراسة هو هدف وصفي سببي، بحيث تم الاعتماد على الدراسات السابقة التي بحثت في العلاقة بين سعر الفائدة والقيمة السوقية لمؤشرات الأسواق المالية في وضع المتغيرات وكيفية قياسها، مما يقود إلى فرضيات محددة قابلة للاختبار. وهذا ما يساعد في وصف متغيرات الدراسة، والتعرف إلى تأثير بعضها على البعض الآخر، والوصول إلى أسباب علمية لهذا التأثير

وتفسيره، وهذا ينسجم مع الأسلوب الاستنتاجي. حيث يمكن تلخيص الخطوات المتبعة في هذا البحث على الشكل التالي:



الشكل (2) الخطوات العامة للبحث

المصدر: من إعداد الباحثة

كذلك الأمر فقد تم في هذه الدراسة الاعتماد على **الأداة الوثائقية (Documentary Tool)**، والسبب في ذلك يعود إلى الحاجة إلى الوثائق والبيانات المالية التي تصدرها البنوك المركزية في كل من الأردن وسورية، والحاجة إلى أسعار مؤشرات الأسواق المالية التي تصدرها بورصات كل من الأردن وسورية أيضاً.

7. حدود البحث:

7-1 المحددات المكانية:

تم الاقتصار في هذا البحث على كل من سوق عمان للأوراق المالية وسوق دمشق للأوراق المالية فقط دون التطرق إلى أي أسواق مالية أخرى.

7-2 المحددات الزمانية:

تم الاقتصار في هذا البحث على الفترة الزمنية الممتدة من الربع الأول لعام (2010) وصولاً إلى نهاية عام (2017). والسبب في ذلك حداثة سوق دمشق للأوراق المالية من جهة، وعدم توفر بيانات أقدم من جهة ثانية.

7-3 المحددات الموضوعية:

تم الاقتصار في الدراسة على متغيرات أسعار الفائدة ومؤشر الأسواق المالية في كل من الأردن وسورية، ولن يتم الأخذ بأي متغيرات أخرى خارجها. والسبب في ذلك ضرورة الوصول إلى نتائج دقيقة وبما يخدم موضوع الدراسة، دون تشتيتها بمتغيرات أخرى.

8. الدراسات السابقة:

نظراً لحداثة الموضوع، فإن الدراسات المحلية التي تناولت الموضوع تكاد تكون نادرة، لكن هنالك عدداً قليلاً من الدراسات السابقة العربية والمحلية والأجنبية والتي استطاعت الباحثة الوصول إليها، ومن أهم تلك الدراسات نذكر:

8-1- **الدراسات العربية:**

1) دراسة (عطاب، 2015)[1] بعنوان:

"أثر مخاطر سعر الفائدة على أداء محفظة الأوراق المالية – دراسة حالة بورصة نيويورك للأوراق المالية للفترة 2010 – 2014".

هدفت الدراسة إلى معرفة مدى تأثير المتغير المستقل (خطر سعر الفائدة) على المتغير التابع (أداء محفظة الأوراق المالية)، وقد اشتملت عينة الدراسة على 24 شركة مدرجة في بورصة نيويورك للأوراق المالية خلال الفترة 2010 – 2014، موزعة على خمسة قطاعات هي: قطاع التكنولوجيا، وقطاع الخدمات، وقطاع الصناعة، وقطاع الطاقة، وقطاع المالية بالإضافة إلى مؤشر (S&P 500). وقد تم تشكيل سلاسل أسعار لمجموعة من المحافظ بناء على صياغة النموذج كمسألة برمجة تربيعية، وقياس أدائها وفق مقاييس شارب، ترينور وجونسن. وللإجابة على إشكالية الدراسة تم إخضاع هذه السلاسل لعدة اختبارات باستخدام برنامج (Eviews 8).

وتوصلت الدراسة إلى أنه لا توجد أي علاقة طويلة الأجل بين أسعار المحافظ المالية وأسعار الفائدة في بورصة نيويورك، كما أن سعر الفائدة لا يسبب سعر المحفظة، وسعر المحفظة لا يسبب سعر الفائدة، وهو ما يعني عدم وجود علاقة سببية في أي من الاتجاهين. أي أن أسعار محفظة الأسهم لا تتعلق أبداً بأسعار الفائدة وليس للأخيرة أي تأثير في أسعار محافظ الأسهم أو حتى مؤشر (S&P 500).

2) دراسة (حساني وآخرين، 2014)[2] بعنوان:

"أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية في أسعار الأسهم: حالة الولايات المتحدة".

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين أسعار الأسهم وعدد من المتغيرات الاقتصادية الكلية في الولايات المتحدة الأمريكية باستخدام بيانات ربع سنوية للسنوات (1988 – 2012). فقد حددت خمسة متغيرات اقتصادية كلية، يعدها كثير من الباحثين مرتبطة بأسعار الأسهم، وهي الناتج المحلي

---

[1] عطاب، مسعود، (2015)، "أثر مخاطر سعر الفائدة على أداء محفظة الأوراق المالية – دراسة حالة بورصة نيويورك للأوراق المالية للفترة 2010 – 2014"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التيسير، الجزائر.

[2] حساني، عبد الرزاق، موصلي، سليمان، السمان، حازم، (2014)، "أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية في أسعار الأسهم: حالة الولايات المتحدة"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 30، العدد الثاني، دمشق، سورية.

الإجمالي، ومعدل التضخم، وعرض النقد الحقيقي، وسعر الفائدة على أذونات الخزينة، وسعر النفط. تناولت الورقة العلاقة بين هذه المتغيرات الخمسة ومؤشر ستاندارد آند بورز (S&P 500) كممثل لأسعار الأسهم، وذلك باستخدام اختبار جونسون للتكامل المشترك، ونموذج محدد الانحدار الذاتي. كما استخدمت أسلوب تحليل التباين لتحديد المتغير الاقتصادي الكلي الأكثر تفسيراً لتغيرات المؤشر المذكور.

وأشارت نتائج اختبار التكامل المشترك إلى وجود علاقة طردية طويلة الأجل وذات دلالة إحصائية بين مؤشر (S&P 500) وعرض النقد الحقيقي، في حين أكدت تلك الاختبارات وجود علاقة عكسية طويلة الأجل بين مؤشر (S&P 500) وأسعار البترول. أما على المدى القصير، فقد أثبتت نتائج اختبار نموذج محدد الانحدار الذاتي إلى قدرة عرض النقد الحقيقية بمدتي إبطاء على التنبؤ بقيم مؤشر (S&P 500). كما أن نتائج اختبار أسلوب تحليل التباين أشارت إلى أن الصدمات في مؤشر (S&P 500) تفسر 85 % تقريباً من التغيرات في المؤشر في الربع العاشر بينما تفسر الصدمات في عرض النقد الحقيقي أكثر التغيرات في المؤشر في الربع العاشر بنسبة 8.49%. في حين لم تتوصل الدراسة إلى وجود علاقة سلبية أو إيجابية بين أسعار الفائدة على أذون الخزينة وبين مؤشر (S&P 500). وبالإجمال، فإن نتائج الدراسة أكدت تأثير الاقتصاد الكلي في السوق المالية ولاسيما عند استخدام كل من متغير عرض النقد الحقيقي وأسعار البترول.

3) دراسة (عبد الله، 2005)[1] بعنوان:

"العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم بالتطبيق على بورصة عمّان للأوراق المالية".

هدفت الدراسة إلى محاولة تعرّف العوامل التي تؤثر على أسعار الأسهم للشركات المدرجة في بورصة عمان، وذلك خلال الفترة ما بين عام 1998 وعام 2003 . والتي شهدت ارتفاعاً ملحوظاً في أسعار الأسهم، من خلال عينة تألفت من (42) شركة تمثل كافة القطاعات وتحتوي على أهم الشركات من حيث القيمة السوقية وحجم التداول في السوق، وذلك من خلال الكشف عن وجود علاقة محتملة بين التغير في سعر السهم (المتغير التابع) والتغيرات في كل من (معدل دوران السهم، وربحية السهم، ونصيب السهم من الأرباح الموزعة، وسعر الفائدة على الودائع لأجل سنة، ومعدل التضخم) المتغيرات المستقلة.

[1] عبد الله، محمود، (2005)، "العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم بالتطبيق على بورصة عمّان للأوراق المالية"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، الخرطوم، السودان.

وكان منطلق الدراسة محاولة الإجابة على الأسئلة التالية:

- هل هناك علاقة بين التغير في سعر السهم من جهة والتغير في كل من المتغيرات المستقلة السابقة من جهة أخرى؟
- هل هذه العلاقة (في حال وجودها) قوية وذات دلالة إحصائية مهمة؟ وما اتجاه هذه العلاقة؟

ولغرض الإجابة على هذه الأسئلة قام الباحث بوضع فرضيات ينطلق منها ويؤدي اختبارها إلى الحصول إلى إجابات عن الأسئلة السابقة. وللتمكن من اختبار تلك الفرضيات قام الباحث بالتعامل مع المعلومات المنشورة والتي اشتملت على (سعر إغلاق السهم، ومعدل دوران السهم، وربحية السهم، ونصيب السهم من التوزيعات النقدية) خلال سنوات الدراسة لكل شركة، بالإضافة إلى أسعار الفائدة ومعدل التضخم لنفس الفترة.

وحتى يتوصل الباحث إلى الكشف عما إذا كان هناك علاقة بين العوامل السابقة وبين التغير في سعر السهم، واتجاه هذه العلاقة، قام بتطبيق أسلوب الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى (بمستوى معنوية 5% ودرجة ثقة 95%) مستخدماً التغير السنوي في سعر السهم كمتغير تابع والتغير في العوامل السابقة كمتغيرات مستقلة.

وتوصلت الدراسة إلى أن معدل السهم يؤثر على سعر السهم بصورة مباشرة وقوية وأن هذه العلاقة ذات دلالة إحصائية مهمة. كما وجد الباحث أن سعر الفائدة يؤثر على سعر السهم بصورة عكسية وقوية وأن هذه العلاقة ذات دلالة إحصائية مهمة. في حين لم يثبت وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم ونصيب السهم من التوزيعات النقدية من جهة وبين سعر السهم من جهة أخرى، كما لم يثبت وجود علاقة ذات دلالة إحصائية مهمة بين معدل التضخم وسعر السهم. وهذا يدعو إلى الاعتقاد بأن المستثمر الأردني حالياً لا ينظر إلى ربحية السهم أو توزيعاته النقدية ولا يأخذ هذين العاملين بالاعتبار لدى الإقبال على شراء الأسهم، وإنما ينظر إلى الربح الرأسمالي الناتج عن التغير في سعر السهم، كما لم يلحظ التضخم كونه منخفضاً نسبياً.

في حين ثبت من خلال الدراسة إقبال المستثمر الأردني على الأسهم كاستثمار بديل للودائع البنكية نتيجة انخفاض أسعار الفائدة، وتركيزه على الأسهم النشطة في السوق. كما توصل البحث إلى أن التغير في المتغيرات المستقلة السابقة مجتمعةً لا تفسر سوى 9.5% من التغير في سعر السهم السوقي، والسبب قد يعود إلى وجود عوامل أخرى غير هذه العوامل محل الدراسة، والتي من المفروض أن تفسر نسبة أكبر التغير في أسعار الأسهم.

2-8-الدراسات الأجنبية:

1) دراسة (Upadhyay, 2016)[1] بعنوان:

"Causality Relationship between Interest Rate and Stock Returns in India - An Analytical Study".

حاولت الدراسة استكشاف العلاقة السببية بين سعر الفائدة وعوائد الأسهم وذلك باستخدام البيانات اليومية بشكل شهري وذلك للشركات المدرجة في سوق بومباي للأوراق المالية من بداية عام 2015 وحتى نهايته.

تضمنت الدراسة عدة مؤشرات وهي معدلات الإقراض المرجح باعتبارها مقياساً لمتغير أسعار الفائدة والمؤشر اليومي لسوق بومباي للأوراق المالية. وتوصلت الدراسة إلى أنه لا توجد علاقة سببية بين سعر الفائدة وعوائد الأسهم من خلال تقنية Granger السببية باستخدام برنامج Eviews. ومنه فقد أشارت الدراسة إلى أن معدل الفائدة لا يؤثر على عوائد الأسهم من جهة أولى، والعكس أيضاً صحيح حيث تم التوصل أيضاً إلى أن عوائد الأسهم لا تؤثر على سعر الفائدة. وهكذا، أثبتت الدراسة تجريبياً أن سوق الأوراق المالية ليس له علاقة بنمو سعر الفائدة في الهند والعكس صحيح لفترة زمنية محددة. أي أن سعر الفائدة ليس له أي علاقة أو تأثير على تغيرات عوائد وأسعار مؤشر سوق بومباي للأوراق المالية في الهند.

2) دراسة (Al-Mukit, 2013) [2]بعنوان:

"The Effects of Interest Rates Volatility on Stock Returns: Evidence from Bangladesh".

هدفت الدراسة إلى تحري تأثير أسعار الفائدة على أداء سوق الأوراق المالية باستخدام بيانات سلاسل زمنية شهرية لاقتصاد بنغلاديش خلال الفترة من 1991 إلى 2012. وقد تم استخدام مجموعة واسعة من تقنيات الاقتصاد القياسي لتحليل العلاقة بين سعر الفائدة وبين عوائد سوق الأسهم. وكشفت الدراسة عن وجود علاقة مستقرة وطويلة المدى بين المتغيرات المدروسة. حيث لوحظ على المدى

---

[1] Upadhyay, Archana, (2016), "Causality Relationship between Interest Rate and Stock Returns in India – An Analytical Study", Journal of Management Sciences and Technology, 4 (1), October.

[2] Al-Mukit, Muktadir, (2013), "The Effects of Interest Rates Volatility on Stock Returns: Evidence from Bangladesh", Int. J. Manag. Bus. Res., 3 (3), 269-279, Summer 2013, © IAU

الطويل أن الزيادة بنسبة 1٪ في سعر الفائدة يؤدي إلى انخفاض بنسبة 13.20٪ في مؤشر السوق. كما أشارت الدراسة إلى أن معامل تصحيح الخطأ المقدر يعبر على أن الانحراف بنسبة 0.12 في المئة من عوائد الأسهم يتم تصحيحه على المدى القصير. وهذا ما يؤكد أيضاً العلاقة السلبية بين المتغيرات. وتشير نتائج تحليل الاختلافات إلى أن حوالي 99.57٪ من التباين في عوائد سوق الأوراق المالية يُعزى إلى صدمة خاصة بها مما يعني أن عوائد سوق الأوراق المالية مستقلة إلى حد كبير عن المتغيرات الأخرى في النظام. وأخيراً، فإن الدراسة أكدت وجود علاقة سببية وسلبية أحادية الاتجاه من سعر الفائدة إلى مؤشر السوق وليس العكس.

3) دراسة (Jawaid, S. and Haq, A., 2012)[1] بعنوان:

"Effects of interest rate, exchange rate and their volatilities on stock prices: evidence from banking industry of Pakistan".

بحثت الدراسة في آثار أسعار الصرف وأسعار الفائدة وتقلباتها على أسعار الأسهم في الصناعة المصرفية في باكستان. وأشارت نتائج التكامل الخطي إلى وجود علاقة سلبية طويلة المدى بين سعر الصرف وسعر الفائدة قصير الأجل مع أسعار الأسهم، ومن ناحية أخرى، وجدت علاقة إيجابية وهامة بين تقلبات سعر الصرف ومعدل الفائدة مع أسعار الأسهم. إن تحليل السببية أكد السببية ثنائية الاتجاه بين سعر الصرف وأسعار الأسهم. في حين أن السببية كانت أحادية الاتجاه فقط عندما يتعلق الأمر بالعلاقة بين سعر الفائدة قصير الأجل وأسعار الأسهم. وأكد تحليل الحساسية المتبع في هذه الدراسة إلى أن النتائج السابقة كانت قوية ودالة إحصائياً.

أوصت الدراسة بأنه يتوجب على المستثمرين أن يقوموا بالاستثمار في أسهم القطاع المصرفي عندما يكون سعر الصرف وأسعار الفائدة متقلبة للغاية. كما دعمت النتيجة وجهة النظر القائلة بأنه يمكن استخدام سعر الصرف وسعر الفائدة كمؤشر لاتخاذ القرارات الاستثمارية في أسهم القطاع المصرفي.

إن ما يميز هذه الدراسة عن غيرها من الدراسات السابقة كونها تعتبر دراسة مقارنة بين سوق دمشق للأوراق المالية وسوق عمان للأوراق المالية وبالتالي تعد أكثر شمولية من غيرها من الدراسات من جهة أولى، كما أنه يعتبر سوق عمان سوق مالية ناشئة وسوق دمشق سوق مالية قيد التأسيس، أي أن نتائج هذه الدراسة يمكن تعميمها على الأسواق المالية الضعيفة. كما أن هذه

[1] Jawaid, S. and Haq, A., (2012), "Effects of interest rate, exchange rate and their volatilities on stock prices: evidence from banking industry of Pakistan", Theoretical and Applied Economics, Volume XIX (2012), No. 8(573), pp. 153-166.

الدراسة تتميز عن بقية الدراسات لكونها تناولت موضوع علاقة سعر الفائدة بالأسواق المالية وأهميته في إمكانية تحديد توجهات الأسواق المالية، وتأثيرها وتأثرها بالمتغيرات الاقتصادية، في حين اقتصرت الدراسات الأخرى على دراسة السياسة النقدية بآلياتها وأهدافها التقليدية والتي اقتصرت ولفترة طويلة على تحقيق الاستقرار النقدي دون التطرق لموضوع علاقتها بالأسواق المالية. وأهم ما تقدمه هذه الدراسة إمكانية الاستفادة من سعر الفائدة لحماية الأسواق المالية من الأزمات الممكنة ولنتمكن من التوصل للإجابة عن السؤال الآتي: "هل تؤخذ توجهات الأسواق المالية بالاعتبار عند تحديد سعر الفائدة؟".

الفصل الثاني
الإطار النظري للبحث

المقدمة

لم تلبث التطورات الاقتصادية وخاصة الأزمات التي عصفت في الآونة الأخيرة من توجّه العديد من الأبحاث والدراسات لتوضح أسباب تلك الأزمات، ولتوجه المتغيرات الاقتصادية لحماية النشاط الاقتصادي، فقد أثبتت جميع الدراسات العلاقات المتشابكة ما بين السياسات الاقتصادية مجتمعة وكيفية تأثرها وتأثيرها ببعضها البعض، وهذا ما جعل الدراسة التفصيلية لتلك العلاقات جميعها غايةً لفهمها وتحليلها بشكل منفرد أو جمعي.

لقد تعددت السياسات الاقتصادية ولكن أبرزها السياسة النقدية التي لا تختلف عن بقية السياسات فجميعها تسعى للتأثير على الأداء الاقتصادي، ونتيجة تلك الأسباب وغيرها تؤدي دراسة إحدى العلاقات دوراً هاماً في فهم آلية عمل الاقتصاد، وانطلاقاً من هذه الأهمية سوف نتناول في هذا الفصل السياسة النقدية من حيث مفهومها وأدواتها التي تستخدمها للتأثير وتحقيق الأهداف النهائية التي تسعى لتحقيقها، وسوف نلقي الضوء على القنوات التي تلجأ لها السياسة النقدية للتأثير على المتغيرات الاقتصادية، فعلى الرغم من تعدد أدوات السياسة النقدية إلا أننا في هذا الدراسة سوف نتعرف أكثر دقة على واحدةً من تلك الأدوات ألا وهي سعر الفائدة التي سوف يتم دراستها بشكل تفصيلي وذلك نظراً للأهمية الاقتصادية لهذه الأداة في حياتنا وبالتالي أثرها على جميع جوانب الحياة، وهذا ما أوضحته المدارس الاقتصادية على الرغم من الاختلاف الذي ظهر بين تلك المدارس بتحديد درجة أهمية سعر الفائدة.

وسوف نتوجه في هذا الفصل للسوق المالية ونوضح تعريفها وأنواعها نظراً لأهمية هذه السوق وتأثيرها على الاقتصاد، فتعدّ السوق المالية مرآة تعكس الواقع الاقتصادي، لذا لابد من توضيح الأدوات التي من الممكن أن تحدث أثراً بهذه الأسواق، وهذا ما سوف نتعرف إليه من خلال توضيح ودراسة أثر سعر الفائدة على السوق المالية، أما في المبحث الثاني من هذا الفصل سوف نتطرق لماهية العلاقة النظرية التي تربط سعر الفائدة بمؤشر السوق المالية ليتم الاستفادة من هذا المبحث في صياغته الاقتصادية.

انطلاقا مما سبق سنقوم بتجزئة الفصل الأول إلى مبحثين:

المبحث الأول
توجهات سعر الفائدة وأثره على الأداء الاقتصادي

ظهر الاهتمام جلياً بالسياسة النقدية في الفكر الاقتصادي في أثناء الأزمات النقدية، فاعتبرت السياسة النقدية جزءاً أساسياً ومهماً من أجزاء ومكونات السياسة الاقتصادية العامة للدولة، وخاصة" بعدما تطورت البنوك المركزية وزاد تخصصها في مجالات الإصدار، بالإضافة لأهمية هذه السياسة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي الذي يدعم إنشاء بيئة مثالية من أجل تحقيق نمو اقتصادي ومستقر من خلال الأدوات المتاحة للبنك المركزي، وأصبحت السياسة النقدية فيما بعد من أهم السياسات الاقتصادية والتي يتم اللجوء إليها لمكافحة التضخم، وأيضا لحماية عملتها الوطنية من التدهور ولتحقيق التوسع الاقتصادي القائم على أساس تمويل الأنشطة الإنتاجية المختلفة.

لذلك سوف يتضمن هذا المبحث مفهوم السياسة النقدية وتوجهاتها من ثم أهدافها وكذلك أدواتها بالإضافة للآراء المختلفة للمدارس الاقتصادية المتعلقة بالسياسة النقدية وفعاليتها.

- تعريف السياسة النقدية:

يمكن تعريف السياسة النقدية بأنها:" مجموعة الإجراءات التي تتخذها السلطة النقدية في المجتمع، بغرض الرقابة على الائتمان والتأثير عليه، بما يتفق وتحقيق الأهداف الاقتصادية التي تصبو إليها الحكومة"[1]؛ أي المقصود بالسياسة النقدية تلك الإجراءات التي يتخذها البنك المركزي للتحكم في عرض النقود لمعالجة المشكلات التي تواجه الاقتصاد[2].

تتبع السياسة النقدية اتجاهين أساسيين فهي إما تتجه نحو الانكماش أو التوسع وهذا مرتبط بنوع المشكلة أو الأزمة التي يتعرض لها الاقتصاد.

1- السمان. محمد مروان وآخرون، مبادئ التحليل الاقتصادي الجزئي والكلي. دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 1998، ص.256.

2- الطبولي. أبو القاسم، مبادئ الاقتصاد التحليلي الكلي. منشورات الجامعة المفتوحة، ط2، طرابلس (ليبيا)، 1997، ص.120.

-أهداف السياسة النقدية:

تعددت أهداف السياسة النقدية فاستقرت على مجموعة محددة من الأهداف والتي تلخصت بالآتي[1]:

- تحقيق الاستقرار الاقتصادي والنمو: وهي العملية التي يزيد من خلالها الدخل الفعلي للفرد في الدولة على مدار فترة من الزمن.
- ارتفاع مستوى العمالة: يحدث ذلك عندما تصبح نسبة البطالة تساوي الصفر.
- استقرار القوة الشرائية للعملة الوطنية: وذلك لأن عدم الاستقرار يحدث حالة من عدم اليقين وعدم الاستقرار الاقتصادي لذلك يعتبر هذا الهدف أولوية للسياسة النقدية.
- توازن ميزان المدفوعات: وهي الحالة التي تكون فيها المديونية مساوية للدائنيه في ميزان المدفوعات.

ولتتمكن السياسة النقدية من تحقيق الأهداف المذكورة سابقاً لابد لها من التحكم بالعرض النقدي وكذلك التحكم بتوجيه أسعار سعر الفائدة، وبالتالي تؤثر السياسة النقدية في دفع عجلة الإنتاج وما ينتج عنها من زيادة في الدخل ولها أثر واضح في تقليص معدل التضخم وكذلك تحقيق التوازن في القطاع الخارجي[2].

فيرى النقديون أن التغيرات النقدية في معدل نمو العرض النقدي وتحقيق تغيرات في الدخل النقدي، النشاط الاقتصادي ومعدل التضخم، وبالتالي تحدث السياسة النقدية آثراً على الاقتصاد من خلال تغيرات في معدل نمو العرض النقدي.

أما أنصار النظرية النيوكينزية فيرون أنه توجد مجموعة من العوامل تؤثر على الدخل والعمالة والأسعار وبالتالي فإن للعرض النقدي دوراً هاماً بالتأثير على العوامل الاقتصادية ولكنه ليس العامل الأكثر أهمية، ووجهة الأنظار إلى أهمية سعر الفائدة في تحقيق الأهداف المحددة[3].

-أدوات السياسة النقدية:

يلجأ البنك المركزي للعديد من الأدوات النقدية المتاحة ضمن سياسته لتحقيق الأهداف الاقتصادية، بحيث تقسم أدوات السياسة النقدية إلى مجموعتين:

1- عبدالله. عقيل جاسم، النقود والمصارف، منشورات الجامعة المفتوحة ليبيا 1994، ص211-212.

2 - Blinder, Alan's. The conceptual Basis for monetary policy with particular reference to the united state, BIS review, no 14, Basle 2nd February, 1996, p10.

3- حساني. عبد الرزاق، الواقع الراهن لاقتصادنا النقدي والمهمات الرئيسية للسياسة النقدية في الجمهورية العربية السورية، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة دمشق، 1993، ص68.

أولاً: أدوات نقدية غير مباشرة

وهي أدوات كمية تقليدية الغرض منها التحكم في عرض النقد وحجم الائتمان وتتوضح هذه الأدوات بما يلي:

1- عمليات السوق المفتوحة[1]:

وهي ما تعرف بدخول البنك المركزي إلى السوق المالية سواء لشراء أو بيع الأدوات المالية، ولكن لضمان نجاح هذه العملية لابد من توافر الشروط التالية:

-وجود أسواق مالية متطورة.

-وجود وعي مصرفي لدى أفراد المجتمع وجهاز مصرفي متطور، فعلى سبيل المثال إذا اتبع البنك المركزي سياسة نقدية انكماشية لتخفيض نسبة التضخم فيقوم ببيع سندات حكومية وأذونات الخزينة في السوق المالية ليمتص الفائض النقدي لدى أفراد المجتمع.

2- تغيير نسبة الاحتياطي القانوني[2]:

وهو ما يعرف بالنسبة التي تحتفظ بها البنوك التجارية من مجموع الأموال المودعة لديها ويتم ايداعها لدى البنك المركزي.

3- تغير سعر إعادة الحسم[3]:

وهو ما يعرف بالسعر الذي يفرضه البنك المركزي على البنوك التجارية الراغبة في إعادة حسم الأوراق التجارية المتجمعة لديها والتي قامت بخصمها سابقاً للزبائن.

تعتبر الأدوات النقدية غير المباشرة من الأدوات الهامة التي تستخدمها البنوك المركزية في الدول المتقدمة للتأثير في عرضها النقدي وحجم الائتمان وذلك بسبب توافر شروط تحقق نجاح هذه الأدوات، أما في البلدان النامية فهي تلجأ إلى ما يلي:

ثانياً: الأدوات النقدية المباشرة

تلجأ الدول النامية لهذه الأدوات بسبب ضعف نمو الأسواق المالية والأجهزة المصرفية بالإضافة لانخفاض مستوى الوعي المصرفي لدى أفراد المجتمع وتتمثل هذه الأدوات بما يلي:

1- التسهيلات الائتمانية[4]:

1- كنعان. علي، اقتصاديات المال والسياستين المالية والنقدية، دار منشورات الحسنين، ط1 ،1997، ص65.

2- مصطفى. سليمان، داود. حسام، مبادئ الاقتصاد الكلي، دار الميسرة، الأردن، سنة 2000، ص 224.

3- الموسوي. ضياء مجيد، الاقتصاد النقدي، دار الفكر، الجزائر،1993، ص 33

4- قدي. عبد المجيد، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، 2003، ص 80-81.

حيث يقوم البنك المركزي بتحديد السقف الائتماني لقطاعات اقتصادية معينة ويحرر المجال الائتماني لقطاعات اقتصادية أخرى، وذلك بهدف تشجيع قطاع معين وتحفيزه على النمو والتطور.

2- سعر الصرف[1]:

يتمكن البنك المركزي بالتأثير في حجم التجارة الخارجية من خلال تأثيره على سعر الصرف وبالتالي يتم التأثير على مستوى النشاط الاقتصادي، فعند الرغبة في زيادة الصادرات يخفض سعر صرف العملة المحلية فيتحسن وضع ميزان المدفوعات.

3- الأقناع الأدبي[2]:

يقوم البنك المركزي بالتباحث وإقناع البنوك المرخصة بإجراءات السياسة النقدية ويحدد الهدف المراد تحقيقه ولكن لابد من تعاون البنوك بتطبيق تلك الإجراءات من أجل مصلحة الاقتصاد الوطني.

4- سعر الفائدة:

وهي الأداة التي سوف نقوم بتوضيحها بالشكل التفصيلي، لما لهذه الأداة من أهمية في تحقيق أهداف السياسة النقدية وتأثير على الاقتصاد العام، وبالتالي يعتبر سعر الفائدة أسلوباً يستخدمه البنك المركزي للتأثير في حجم القروض النقدية.

مفهوم سعر الفائدة[3]:

يقصد بها عملية تدفق الأموال من وحدات تمتلك فائض بالمدخرات إلى وحدات عجزية، حيث تقوم الأسواق المالية بأداء هذه العملية من خلال تجميع الأموال من الوحدات المدخرة وتقوم بإيصالها إلى الوحدات المستثمرة، وبالتالي فالمتغير الاقتصادي الذي يجمع بين المقرض والمقترض في هذه العملية التمويلية هو سعر الفائدة، وبصورة مشابهة هو السعر الذي يقدم للوحدات المقرضة لقاء استخدام أموالها خلال مدة معينة ويعبر عن سعر الفائدة بنسبة مئوية لفترة سنة واحدة، وبالتالي يعتبر سعر الفائدة عائداً على تلك الأموال، وبالمقابل يعبر عن تكلفة مقابل الحصول على الأموال المقترضة

[1] - Meltzer, A, "monetary, credit transmission process, monetarist perspective' journal of economic perspective vol, no4, 1995, p4-72.

2- علواني. زياد، نقود ومصارف، منشورات جامعة حلب ،1982، ص 176

3- الدباغ. أسامة، جومرد. ايثيل، مقدمة في الاقتصاد الكلي، دار المناهج، عمان، 2003.

ويستخدم نفس المفهوم بالنسبة للبنوك التي تعتبر وسيطاً، فسعر الفائدة تكلفة عندما يدفع على الودائع المصرفية وعائد عندما يدفع للمصرف نتيجة عملية الإقراض[1].

ولكن في حال احتفظت الوحدات بمدخراتها على شكل أرصدة نقدية فيعتبر سعر الفائدة تكلفة الفرصة البديلة، لقد احتل سعر الفائدة دوراً أساسياً في الفكر الاقتصادي، فاعتبرت المدرسة الكلاسيكية أن سعر الفائدة هو ثمن التخلي عن الاستهلاك الحالي، أما المدرسة الكينزية فاعتبرته ثمن التخلي عن بعض السيولة النقدية.

وظائف سعر الفائدة[2]:

تعددت الوظائف التي يؤديها سعر الفائدة وسوف يتم ذكر مايلي:

1- ضمان تدفق الأموال من المدخرين إلى المقترضين وهذا ما شجع على زيادة الادخار وإذا توجهت الأموال المدخرة إلى غاية استثمارية فهذا ينشط الطاقة الإنتاجية وبالتالي تخفيض معدلات البطالة.

2- أما في الحالة التي تكون الأسواق فيها متمتعة بالمنافسة الحرة فسعر الفائدة يرفع الكفاءة في استخدام الموارد الاقتصادية وذلك بتوجيه الأموال المتوفرة في الأسواق المالية باتجاه تشجيع وتنشيط مشروعات استثمارية ذات مردودات مرتفعة.

3- يؤثر سعر الفائدة بشكل أساسي بحجم الطلب على النقود: فهو يستطيع أن يحقق توازناً بين العرض على النقود والطلب عليها.

4- التأثير على تدفق الأموال على مستوى دولي:

حيث إن ارتفاع سعر الفائدة في بلد ما يحفز على تدفق الأموال على ذلك البلد.

5- تتمكن الحكومات من خلال التأثير على سعر الفائدة بتوجيه الاقتصاد الوطني:

ففي حال الركود في الاقتصاد أو الكساد تلجأ البنوك المركزية للضغط على سعر الفائدة وتنشيط الاستثمار وتنفق على السلع الاستهلاكية المهمة من خلال توفر قروض بأسعار منخفضة تشجيعية.

عوائد الفائدة:

تنوعت مفاهيم عوائد الفائدة وذلك تبعا للطرائق والوسائل المستخدمة لاحتساب أسعار الفائدة المحققة على الأصول المالية وسنذكر أهم تلك العوائد:

1- العائد الاسمي (النقدي)[3]:

1- السيد. علي عبد المنعم، تقييم السياسة النقدية في الأردن، 1970- 1999، مجلة دراسات الأردنية، عمان، 2001.

2- السيد. علي عبد المنعم والعيسى، نزار سعد الدين، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر، عمان، الأردن، 2004.

3 - Suraj B. Gupta - (Monetary Economics, S.chand and company LTd, New Delhi, 1996, p.10.

وهو ما نستطيع أن نعبر عنه بمصطلح آخر هو الكوبون فهو مصطلح يعبر عن مقدار العائد الذي سوف يحصل عليه مشتري السند في نهاية فترة الاستحقاق ويتم احتساب العائد النقدي كالتالي:

$$I_n = C/F$$

حيث I_n = العائد النقدي

C = مبلغ العائد (عائد الكوبون)

F = القيمة الاسمية للسند

2- العائد الحالي[1]:

من المحتمل أن يختلف سعر السند في السوق الثانوية عن قيمته الاسمية المدونة على السند، فلو رغبنا في تشجيع المستثمر على شراء السندات نقوم ببيع السند بسعر أقل من السعر الاسمي ونحسب مقدار العائد الحالي كالتالي:

$$I_n = C/P$$

حيث I_n = العائد الحالي

C = العائد على السند (أو ما يسمى بعائد الكوبون)

P = السعر الحالي للسند في السوق

3- احتساب القيمة الحالية المخصومة[2]:

عندما يتم بيع السند بخصم أي أن سعر بيع السند يكون أقل من قيمته الاسمية المدونة على وجه السند ونتيجة هذه العملية يحقق حامل السند ما يسمى بالربح الرأسمالي أي ارتفاع قيمة السند كأصل مالي إضافة إلى تحقيق عائد الكوبون في حال احتفظ حامل السند بالسند لتاريخ الاستحقاق، وبالتالي المبلغ الذي سوف يدفع اليوم سيستلم في تاريخ لاحق في المستقبل، وهو ما يعرف بالقيمة الحالية المخصومة أي هو المبلغ الذي سوف تدفعه اليوم مقابل العائد في المستقبل ولنتمكن من الحصول على القيمة لابد من تحديد سعر الفائدة الحالية في السوق:

$$present\ value\ (p.v) = \frac{Payments\ 3.years\ from\ now}{(1+i)^3} = \sum_{t=i}^{3} \frac{A_t}{(1+i)^i}$$

حيث تمثل (At) المبلغ الذي يتم استلامه في الفترة الزمنية (t). وبتعبير مفصل تكون القيمة الحالية تساوي:

$$P.v = \frac{A1}{(1+i)^1} + \frac{A2}{(1+i)^2} + \frac{A3}{(1+i)^3}$$

[1]- حشيش، عادل، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، 1992، رقم التصنيف 33294 ع أ د1.

[2]- مجيد، ضياء، اقتصاديات النقود والبنوك، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية، 2001.

4- العائد على الاستحقاق:

معدل العائد الذي سيحصل عليه السند إذا ما تم الاحتفاظ به إلى وقت الاستحقاق ولكن هذا النوع قد يعتبر معقداً وذلك بسبب اختلاف السعر السوقي للسند والقيمة الاسمية لذلك لابد لنا من حساب الربح الرأسمالي وعائد السند الذي سيحصل عليه مالك السند.

5- العائد على سندات ليس لها موعد استحقاق[1]:

بعض أنواع الأصول المالية ليس لها موعد استحقاق وبالتالي يحصل حاملها على عائد ثابت إلى الأبد وتحسب القيمة الحالية لهذا السند كالتالي:

$$perpetuity\ price = c\ /\ i$$

أي إن السعر الحالي للسند الدائم = العائد الاسمي على السند (العائد على الكوبون) مقسوماً على سعر الفائدة في السوق.

- من خلال ما سبق ذكره توضحت لدينا أن هناك علاقة عكسية تربط أسعار السندات بأسعار الفائدة.

-مخاطر سعر الفائدة:

تختلف أسعار الفائدة على الأدوات المالية فهي غير ثابتة، ولكن السؤال الذي يطرح نفسه ما سبب هذه الاختلافات؟

إن سبب هذه الاختلافات يعود لعاملين أساسيين هما مدة الاستحقاق والخطر، ويتمثل خطر سعر الفائدة بالعلاقة بين العوائد على الأصول المالية التي لها نفس مدة الاستحقاق ولكن لها درجة خطر مختلفة، وتقسم تلك الأخطار إلى ثلاثة أنواع[2]:

1- خطر عدم السداد:

يمثل عدم التزام الفرد أو المنشأة التي أصدرت الأداة المالية بسداد أصل مبلغ القرض أو الفائدة المترتبة عليه، حيث يعتبر سعر الفائدة على أذونات الخزينة هو الأدنى نظراً لخلوها من المخاطر، وكلما زاد الخطر من حيث المماطلة وعدم الدفع ازدادت قيمة الفائدة المترتبة عليه.

2- خطر السيولة:

[1] - Mishkin.f (the Economis of money, banking and finance market) sixth, New York, USA, 2001.

[2]- الطاهر. عبد الله، الخليل. موفق علي (2004). النقود والبنوك والمؤسسات المالية. مركز يزيد للنشر، ص409.

يرتبط بمفهوم أن سندات الشركات أقل سيولة من أذونات الخزينة لذلك سوف تواجه مشكلة في أثناء بيعها وذلك لأن كلفتها أعلى من حساب الوقت والخسارة المترتبة على مالك السند وبالتالي سيكون سعر الفائدة عليها أعلى من سعر الفائدة على أذونات الخزينة.

3- الاعتبارات الضريبية:

فلو فرضنا مدة الاستحقاق متساوية فيعود سبب اختلاف سعر الفائدة على سندات الدين إلى النواحي الضريبية حيث تختلف السياسات الضريبية بين الدول لذلك يسعى الأفراد والمؤسسات لشراء بعض أنواع السندات التي تكون الضرائب المفروضة على عوائدها أقل من غيرها.

-سعر الفائدة الاسمي والحقيقي[1]:

يعرف سعر الفائدة الاسمي بأنه النسبة المئوية التي تؤخذ على أساس السنة فهي تدفع نقداً على أساس الأسعار الحالية، اما سعر الفائدة الحقيقية فهو يمثل القوة الشرائية لسعر الفائدة الاسمي ويعبر عنه بمايلي:

$$R = i - F$$

حيث يمثل (R) سعر الفائدة الحقيقي، (i) سعر الفائدة الاسمي، (F) هو معدل التضخم السائد. إذن يمكن أن نحصل على سعر الفائدة الحقيقي بعد أن نطرح من سعر الفائدة الاسمي معدل التضخم، ويعتبر سعر الفائدة الحقيقي هو السعر الأكثر أهمية.

نظريات سعر الفائدة:

تعددت النظريات التي تناولت أسعار الفائدة واختلفت أفكارها وأنشأت نظريات نتيجة ضعف بعض النظريات وتطور الأوضاع الاقتصادية وعجز بعض النظريات عن توضيح تلك التطورات وهذا ما سوف نوضحه بالتطور التدريجي لتلك النظريات:

أولاً: تحديد سعر الفائدة عند الاقتصاديين الكلاسيكيين[2]

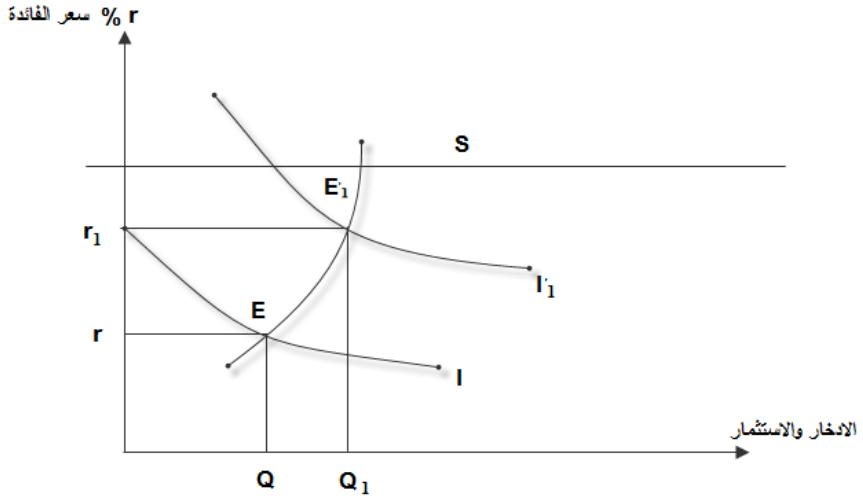
انطلقت كتابات الاقتصادي ريكاردو (RICARDO) والتي اعتبرت أن سعر الفائدة هو ظاهرة حقيقية وتتأثر بالظواهر الحقيقية، وهذا ما أعاد نشره كل من مارشال وبيجو (MARSHAL & PIGOU) فتوضح النظرية الكلاسيكية أن نظرية سعر الفائدة هي نظرية التفضيل الزمني، فاعتبرت النظرية الكلاسيكية أن سعر الفائدة هو مكافأة للادخار والامتناع عن الاستهلاك في الوقت الحالي ويتم تحديد هذا السعر من خلال تلاقي عرض المدخرات والطلب على الاستثمار، فيعرف سعر الفائدة

[1] - Suraj B. Gupta - (Monetary Economics, S.chand and company LTd, New Delhi, 1996.

[2]- نصر، عبد الحمود، الاقتصاد الكلي: النقدية المتوسطة، دار الخريجي، الرياض، 1417ه.

بأنه المبلغ الذي يجب دفعه للمدخرين من أجل تأجيل استهلاكه الحالي، ولكن الطلب على الاستثمار يعتمد على إنتاجية رأس المال الحدية لذلك يحدد حجم الاستثمار المتوازن عندما تتعادل الإنتاجية الحدية لرأس المال مع سعر الفائدة، فكلما ارتفع سعر الفائدة سوف ازداد الميل الحدي للادخار وبالتالي سيزداد عرض رأس المال والعكس صحيح ....

لذلك توجهت النظرية الكلاسيكية إلى أن الادخار والاستثمار هما قيمتان حقيقيتان وليستا نقديتان وذلك لأن المدخرات الحقيقة تمثل السلع التي امتنع الافراد عن استهلاكها وسوف توجه إلى أغراض إنتاجية، وكذلك حددت الاستثمار الحقيقي على أنه الطلب على السلع الرأسمالية والتي تختلف عن الاستثمار النقدي المتمثل بالأسهم والسندات[1]، ووفقاً لذلك سوف نحدد سعر الفائدة عند الكلاسيك بالشكل البياني الآتي:



الشكل (3) تحديد سعر الفائدة عند الكلاسيك

إن نقطة التقاطع (E) بين منحنى الادخار (S) ومنحنى الاستثمار (I) ستحدد سعر الفائدة السوقية عند (r). فإذا ارتفع الطلب على الاستثمار إلى (I_1) فإن نقطة التقاطع ستنتقل إلى (E_1) ويتحدد سعر فائدة أعلى عند(r_1).

ثانياً: نظرية الأرصدة المعدة للإقراض

وهي ما تعرف بالنظرية الكلاسيكية الحديثة والتي قام بصياغتها بداية فيكسل (FICKSELL) ومن ثم ميردال وهانسون وأوهلن (MYRDAL, HANSEN & WHALEN) وقام بتطويرها روبرتسن (ROBERTSON)، فقد فسروا ظاهرة سعر الفائدة بمعيار الادخار الحقيقي والاستثمار الحقيقي ولكن بمشاركة العوائد النقدية لذلك شملت هذه النظرية الجوانب النقدية وغير النقدية عند تحديد سعر الفائدة، وهنا قد ضمت هذه النظرية أربعة متغيرات عند تحديد سعر الفائدة و هي: (الادخار (S) والاستثمار (I) والرغبة في الاكتناز (L) وعرض النقود (M)).

1 - Patinkin, D (The Invalidity of classical Monetary theory, Econometrica) vol .19, USA,1978.

$$r = F(I, S, L, M)$$

أي أن سعر الفائدة يتحدد بالعرض والطلب على الأرصدة النقدية في سوق الإقراض.

-عرض الأموال القابلة للإقراض[1]:

تتعدد مصادر هذه الأموال وهي أربعة مصادر:

1-الادخار المحلي:

وهو الادخار الذي يتكون من –مصادر الادخار الكلي: وهي ثلاثة مصادر: الادخار العائلي وادخار الوحدات الانتاجية المتمثلة بالأرباح المحتجزة وكذلك الادخار الذي يتحقق نتيجة فائض الموازنة العامة، ويعتبر الادخار العائلي ذا المصدر الأهم.

–يتحقق الادخار عند عدم الرغبة في الإنفاق الاستهلاكي فيعتبر سعر الفائدة عاملاً مؤثراً في الامتناع عن الاستهلاك ولكن ليس عاملاً أساسياً بالدرجة الأولى إنما الغرض من الادخار هو ما يؤثر على كمية الادخار.

–عامل الزمن فهو عنصر في كمية الادخار التي تعتبر تأجيل الاستهلاك الحالي لفترة زمنية مستقبلية وهذا ما يتطلب عائداً خلال فترة الانتظار ويعرف ذلك العائد بسعر الفائدة.

–يعتبر الادخار متغيراً حقيقياً له بعد زمني فهو تدفق خلال فترة، ولا يمكن قياسه في نقطة معينة إنما على مدى فترة زمنية محددة.

وليس شرطاً أن نقصد بالادخار حصراً الادخار النقدي فقد تعددت اشكاله فيمكن أن يتم الاستثمار بشراء أسهم أو سندات أو عقارات.

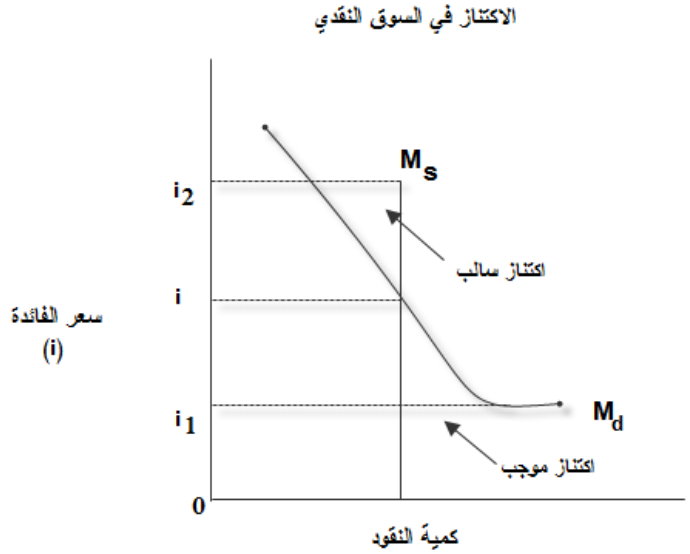
2- تخفيض الاكتناز[2]:

يعرف الاكتناز بأنه الفرق بين عرض النقود والطلب عليها، وبالتالي لو فرضنا ثبات عرض النقد وحدوث تقلب في الطلب سواء ارتفاع أو انخفاض فهذا سيؤدي لحدوث اكتناز موجب عند ارتفاع الطلب على النقد عن عرض النقود، أما الاكتناز السالب فهو عرض النقد أكبر من الطلب، لو حدث اكتناز موجب فهذا يشجع الافراد على زيادة أرصدتهم النقدية لأن الطلب على النقود أكبر مما يعرض

[1] - Struthers, J. And Speight. H (Money Institutions, Theory and Policy) London longman, 1986.

[2]- عبد المنعم السيد. علي والعيسى. نزار سعد الدين، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر، عمان، الأردن، 2004.

وبالتالي انخفاض في عرض الأموال القابلة للإقراض وهنا نلاحظ أن سعر الفائدة في السوق النقدية أقل من سعر التوازن،



الشكل (4) الاكتناز في السوق النقدي

فلو افترضنا اختلاف انخفاض سعر الفائدة إلى i_1 سيؤدي إلى زيادة الطلب على النقود أكثر فيزداد الاكتناز وتنخفض كمية الأموال المعروضة من الأموال القائمة أما في حال ارتفاع سعر الفائدة إلى i_2 فإن الطلب على النقد يصبح أقل مما هو متوفر فتنخفض الاكتناز وتزداد الكميات المعروضة للإقراض أما في حال كان سعر الفائدة عند مستوى التوازن فيكون الاكتناز معدوماً.

3- التوسع الائتماني للنقود[1]:

حيث إن ارتفاع أسعار الفائدة يرفع نسبة ربح البنوك التجارية وكذلك تزداد تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالاحتياطات الفائضة لذلك يزداد عرض الأموال القابلة للإقراض بارتفاع سعر الفائدة وينخفض بانخفاضها.

4- الإقراض الأجنبي في السوق المالية[2]:

عند ارتفاع سعر الفائدة في بلد ما مقارنة ببلدان أخرى يزيد من الإقراض الأجنبي في ذلك البلد، وتزداد الكميات المعروضة من الأموال القابلة للإقراض، وقد تتم عمليات الإقراض المباشر من البنوك الأجنبية للمقترضين في ذلك البلد أو إقراض غير مباشر بشراء السندات من السوق المالية وذلك لأن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى انخفاض أسعار السندات فيتم تحفيز المقرض الأجنبي على شرائها ويحدث العكس عند انخفاض سعر الفائدة.

---

1 - Laidler, D.E.W, (The Demand for Money: Theories, Evidence and problems, 4th: Harper Collins, 1993, p.18.

2 - The previous reference, p.21.

مما سبق يتضح أن عرض الأموال القابلة للإقراض يتناسب طردياً مع سعر الفائدة فيتجه منحنى العرض من أسفل جهة اليسار إلى أعلى جهة اليمين.

الطلب على الأرصدة المعدة للإقراض[1]:

وهو الطلب المنبثق من أربعة مصادر وهي كما يلي:

1- تمويل صافي الاستثمار:

وهو الجزء الأساسي من الطلب على الأرصدة المعدة للإقراض والمتمثل بقطاع الأعمال من أجل شراء معدات رأسمالية (مواد خام) لإضافته إلى المخزون ويعتبر هذا الطلب مرناً تجاه سعر الفائدة وينحدر من الأعلى إلى الأسفل نحو اليمين.

2- التمويل لأغراض استهلاك أو صيانة رأس المال القائم فيقوم رجال الأعمال باستبدال الآلات والمعدات المستهلكة عندما يتوقعون أن العائد الصافي على السلع الرأسمالية يعادل سعر الفائدة وبالتالي سيزداد الطلب عندما يكون سعر الفائدة أقل.

3- تمويل النفقات الاستهلاكية:

عندما تتوجه القروض لأغراض استهلاكية مثل شراء السيارات والبيوت حيث إن سعر الفائدة سيحفز على زيادة الطلب على الأرصدة النقدية والعكس صحيح.

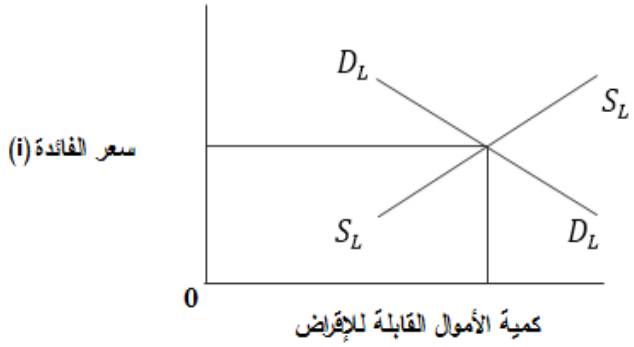
4- الإضافة إلى الأرصدة النقدية[2]:

وهو ما يأتي عندما يرغب الأفراد في الحصول على أرصدة نقدية عاطلة لإشباع رغبتهم في السيولة فعندما يكون سعر الفائدة مرتفعاً ستنخفض رغبة الأفراد في الحصول على المبالغ النقدية، وعند انخفاض أسعار الفائدة سيحتفظ الأفراد بنقود أكثر.

ومما سبق نلاحظ أن مصادر الطلب الثلاثة السابقة هي عوامل حقيقة أما المصدر الرابع فهو عامل نقدي. وقد أوضحت النظرية مكونات الطلب والعرض على الأرصدة النقدية وبالتالي تتم عملية تحديد سعر الفائدة التوازني عند نقطة تفاعل كل من الطلب على الأرصدة النقدية والعرض عليها أي نقطة تقاطع المنحنيين (S_L) و(D_L) ..

[1] - W.H .Branson (macro economics, theory and policy,) 3rd ed, Harper and Row, New York, 1989.

2 - R.J.Gordan (Macroeconomics), 6th edn, Harper Collins, New York, 1993.



الشكل (5) سوق الأموال القابلة للإقراض

لذلك نلاحظ أن نظرية الأرصدة النقدية قد قامت بتطوير العديد من النقاط في النظرية الكلاسيكية وهي على النحو الآتي[1]:

- إغناء وتوسيع لنظرية الادخار والاستثمار وإدخال مفهوم النقود بحيث يعبر عن النقود بقيم حقيقية.
- اعترافها بالنقود كعنصر فعال يؤثر في تحديد سعر الفائدة.
- تأخذ بالحسبان الائتمان المصرفي كمحدد لعرض النقود وله تأثير في سعر الفائدة.
- تعترف بأن معدل الاكتناز عامل مؤثر في الطلب على الأرصدة المعدة للإقراض.

على الرغم مما قدمته هذه النظرية إلا أنها لم تسلم من الانتقادات وهي كما يلي[2]:

- الادخار والاستثمار تدفقان خارجيان فلهما بعد زمني ويتغيران بمرور الزمن ولا يمكن قياسهما إلا لفترة زمنية محددة فإن الاكتناز أو عدمه تمثل تغيرات في أرصدة الخزينة ذات حجوم محددة في نقطة زمنية معينة لا ترتبط بتغيير الزمن، فالاكتناز وخلق النقود عبارة عن إضافات وانكماشات محددة في خزين معين خلال فترة معينة، ولكن الانطباع في هذه النظرية هو أن اكتناز وخلق النقود تمثل تدفقات بأسعار الفائدة تضاف إلى الادخار والاستثمار وهو ما يخالف الواقع، وبالإضافة لاختلاف طبيعة كل من الادخار والاستثمار كتدفقات من جهة والاكتناز وخلق النقود كموجودات من جهة أخرى فمن غير الممكن جمعها أو المقارنة بينهما لتحديد سعر الفائدة.
- بالإضافة إلى أن هذه النظرية لا تعطي حلاً مؤكداً لسعر الفائدة وذلك لأن جزءاً من عرض الأموال القابلة للإقراض يتألف من الادخار الذي يعتمد على الدخل، وجزءاً من الطلب عليهما يتألف من الطلب على النقود لأغراض التبادل ويعتمد على الدخل لذلك إذا لم يحدد مستوى الدخل مسبقاً لا يمكن أن نحدد مستوى سعر الفائدة التوازني.

---

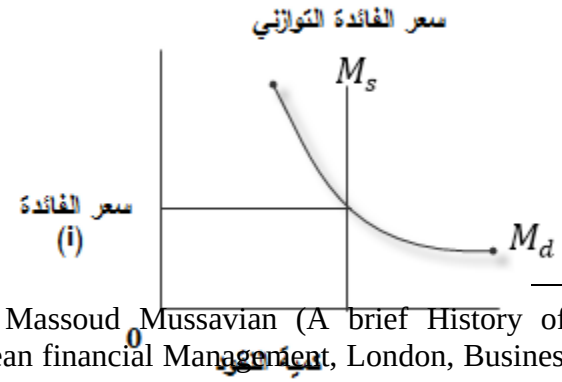
[1] - Patinkin, D (The Invalidity of classical monetary theory, Econometrica) vol .19, USA, 1978.

2 - Harris. L, (Monetary Theory) N.Y: MC Graw Hill Book co, 1981.

-نظرية كينز في سعر الفائدة[1]:

لقد حصرت النظرية الكلاسيكية تحديد سعر الفائدة التوازني في القطاع الحقيقي وركزت على الادخار والاستثمار كمحدد لها وأهملت المؤثرات النقدية وبالتالي اعتبار النقود مجرد وسيلة للتعامل الحقيقي في سوق التبادل السلعي، ولكن تعتبر هذه النظرية أنها قدمت تفسيرا لا بأس به للتغيرات التي تحصل في سعر الفائدة خلال الأمد البعيد وذلك نتيجة تركيزها على العادات الادخارية للمجتمع من جهة وعلى إنتاجية رأس المال من جهة أخرى وكلاهما عوامل لا تتغير في المدى القصير، لذلك نشأت النظرية الكينزية وقد انتقدت الكلاسيك نتيجة إهمالهم للمؤثرات النقدية التي تعتبر الأكثر أهمية بتحديد سعر الفائدة في المدى القصير، فقد قدم كينز نظريته المعروفة بتفضيل السيولة التي أعطت طابعاً جديداً وركزت على التغيرات قصيرة المدى في سعر الفائدة.

عبر كينز عن سعر الفائدة بأنه ظاهرة نقدية يتحدد سعرها في السوق النقدية من خلال تفاعل عرض النقود مع الطلب عليها حيث إن الطلب على النقد بسبب الشك والخوف من المستقبل وكذلك من أهمية النقود كمستودع للقيمة بحيث يشجع الافراد على الاحتفاظ بالنقود كأرصدة نقدية عاطلة عن العمل فالمستقبل مجهول وبالتالي تزداد رغبة الأفراد بتفضيل السيولة والاحتفاظ بالنقد بدلاً من استثمارها، لذلك في حال الرغبة في تغيير سلوك هؤلاء الأفراد لا بد لها من التأثير على سلوكهم من خلال دفع معدل الفائدة وهي عبارة عن إضافة للمبلغ الأصلي لترغيبهم بالاحتفاظ بالثروة بشكل آخر غير النقود، وبالتالي سعر الفائدة عند كينز هو ثمن التخلي عن السيولة وليس الامتناع عن الاستهلاك أي أن سعر الفائدة يعتمد على قوة التفضيل النقدي ورغبة الافراد في السيولة، فكلما زاد تفضيل الأفراد للنقد وزادت رغبتهم بالسيولة ارتفع سعر الفائدة مع بقاء عرض النقود ثابت، فيعتمد الطلب على النقود في النظرية الكينزية طرداً مع الدخل وعكساً مع سعر الفائدة على افتراض أن عرض النقد يحدد من البنك المركزي، وبالتالي فإن سعر الفائدة التوازني يتحدد من خلال نقطة تلاقي عرض النقد (M_S) مع الطلب عليه (M_d)[2]



1 -Elory Dimson, Massoud Mussavian (A brief History of Market Efficiency) WP, published in European financial Management, London, Business school, vol.4,N01, March 1998, p.21 .

2- عبد المنعم السيد. علي والعيسى، نزار سعد الدين، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر، عمان، الأردن، 2004.

الشكل (6) سعر الفائدة التوازني

فعلى الرغم من تدارك كينز للانتقادات التي تعرض لها الكلاسيك إلا أن نظريته قد تعرضت لبعض الانتقادات وهي:

- لقد قام كينز بتوضيح أثر الدخل في الطلب على النقود إلا أنه أهمل التغيرات في مستوى الدخل على سعر الفائدة فهو حدد عوامل نقدية بحتة ولكن كيف يمكن أن يحدد سعر الفائدة التوازني دون تحديد مستوى الدخل أو افترضناه ثابتاً وهذه الشروط لا تتحقق إلا في الأمد القصير جداً، وإذا ما قررنا ربط القطاع النقدي والحقيقي ومن خلال تأثير سعر الفائدة على الإنفاق الاستثماري فلا بد من تحديد مستوى الدخل وسعر الفائدة في آن واحد.

- اعتمد كينز في نظرية عرض النقود والطلب عليها كأصل من الاصول المالية فقط لتقرير سعر الفائدة وبذلك أهمل العوامل الأخرى التي تؤثر على الائتمان وحجم النقود في التداول[1].

-نظرية الكينزيين الجدد في سعر الفائدة[2]:

كان لابد من تلافي الانتقادات التي تعرضت لها النظريات السابقة وهذا ما جعل الاقتصاديين الكينزيين الجدد مثل هانسن وهيكس يسعون للتوفيق بين نظرية المعدة للإقراض مع نظرية تفضيل السيولة لسعر الفائدة، وقد أوضح هانسن أن وجهة نظر الكلاسيكيين الجدد حول نظرية الأرصدة النقدية للإقراض والنظرية الكينزية معاً قدمت صورة واضحة عن سعر الفائدة.

وقد لاحظنا أن نظرية الأرصدة النقدية المعدة للإقراض وتفضيل السيولة يعبران عن الشي نفسه ولكن بطريقة مختلفة، وقد أثبتت المجموعتان من المحددات الادخار والاستثمار والتفضيل النقدي ولابد لتحقيق التوازن الحقيقي أن تكون هناك مساواة بين الادخار والاستثمار وعرض النقد والطلب عليها لذلك سعى الاقتصاديون الجدد بجمع النظريات وبناء نظرية لتحديد سعر فائدة.

وبذلك لجأ هانسن عند تحديد سعر الفائدة إلى النظرية العامة لكينز وكذلك أبدى ثقة كبيرة بعمل الاقتصادي هيكس وأطلق على عملهما اسم نظرية هيكس – هانسون، وبناء على تلك النظرية فإن الدخل وسعر الفائدة يتحددان من خلال أربعة عوامل هي:

1- جدول الطلب على الاستهلاك.

2- دالة الاستهلاك.

---

[1] - Laidler, D.E.W, (The Demand for Money: Theories, Evidence and problems, 4th: Harper Collins, 1993.

2- T.T Sethi (Monetary Economics, S.chand and company LTd ,New Delhi , 1996, p.320.

3- جدول التفضيل النقدي.

4- كمية النقود التي تخلقها السلطة النقدية.

فلو عدنا لمنهج الكلاسيك لوجدنا أن المحددات الأربعة للدخل وسعر الفائدة هي كمايلي[1]:

- الإنتاجية، –الادخار، –الرغبة في السيولة النقدية، –كمية النقود.

ومن خلال هذا المنهج نلاحظ أنه تم دمج العوامل الحقيقية والنقدية، كما تم سابقاً من خلال نظرية الأرصدة النقدية ولكن لم تنجح المحاولة في وضع محدد لسعر الفائدة وهذا ما ستطاع الكينزيون الجدد تحقيقه.

لقد توصل هانسون إلى أن تحقيق التوازن الاقتصادي يتحقق عندما يكون الحجم المرغوب فيه من الأرصدة النقدية مساوياً كمية النقود وأيضاً عندما تكون الكفاية الحدية لرأس المال مساويةً سعر الفائدة، بالإضافة إلى أن حجم الاستثمار مساوٍ الحجم المرغوب من الادخار وجميعها عوامل متداخلة، أما فيما يخص سعر الفائدة فإن شرطي التوازن هما:

–إن الادخار الكلي يساوي الاستثمار الكلي (S=I)، والطلب الكلي على النقد يساوي عرض النقد (L=M)

حيث يمثل الادخار والاستثمار متغيرات القطاع الحقيقي وعرض النقد والطلب عليه متغيرات أرصدة نقدية، فلو افترضنا الكفاءة الحدية لرأس المال عالية بما فيه الكفاية لتحفيز مستوى الاستثمار ليكون كافياً لمعادلة الادخار وتليها كمية النقود لتبرهن بالضرورة وبما يكفي لإشباع رغبة المجتمع بالاحتفاظ بالنقود.

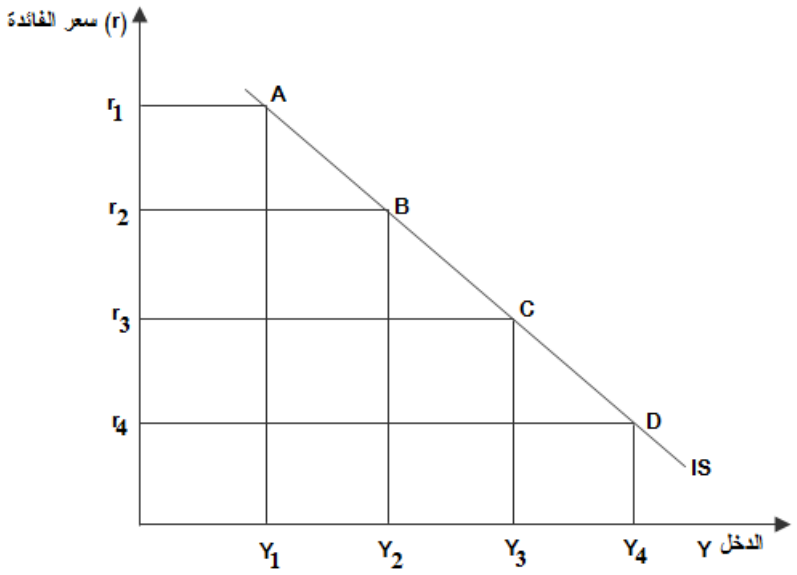
فقد لجأت نظرية الكينزيين الجدد إلى تحليل منحنى (IS) و(LM)[2]:

- جدول (IS):

وهو يعبر عن مسار التوازن في القطاع الحقيقي حيث يعبر عن مستويات مختلفة من الدخل y وأسعار الفائدة rعند تحقيق توازن بين الادخار الحقيقي والاستثمار الحقيقي وهذا ما سوف نحدده بيانياً:

[1] - Patinkin, D (The Invalidity of classical monetary theory, Econometrica) vol .19, USA, 1978.

[2] - T.T Sethi (Monetary Economics, S.chand and company LTd, New Delhi, 1996, p.322.



الشكل (7) التوازن في القطاع الحقيقي

حيث إن دالة الادخار تتجه نحو الأعلى فيزداد الادخار بزيادة الدخل، أما دالة الاستثمار تتجه نحو الأسفل حيث ينخفض الاستثمار كلما ارتفع سعر الفائدة وبالتالي تبين مستويات مختلفة بالدخل y وسعر الفائدة r ليتحقق عندها التعادل بين الاستثمار والادخار، حيث نلاحظ عدة توليفات بين مستوى الدخل وأسعار الفائدة وهذه التوليفات تشكل منحنى (IS) ذا الانحدار السالب وذلك لأنه عند مستويات مرتفعة من الدخل يكون الادخار كبيرا وبالتالي سعر الفائدة منخفض وبالتالي الاستثمار مرتفع، ولكن الادخار لابد أن يساوي الاستثمار فإن منحنى (IS) يعتمد على دالتي الادخار والاستثمار، فإذا افترضنا أن الميل الحدي للادخار صغير كلما كان منحنى (IS) أكثر تسطحاً (قليل الانحدار) وكذلك الأمر بالنسبة للاستثمار، أما اذا اصبح منحنى الاستثمار عديم المرونة تماماً فإن اتجاه سعر الفائدة يأخذ منحنى عمودياً وبالتالي سيكون الادخار عامودياً، أي أن (IS) يمثل التوازن في سوق السلع I=S.

ولكن كيف فسر هانسون أسباب انحدار منحنى الكفاية الحدية للاستثمار عند مستويات مختلفة لسعر الفائدة بالترابط مع مستوى الاستثمار عند مستويات الدخل المختلفة يتحدد انحدار IS لذلك قام باشتقاق المضاعف من دالة الاستهلاك حيث إن منحنى IS يظهر علاقة الدخل بسعر الفائدة عندما يعمل المضاعف بصورة تامة، وأوضح هانسون أن الادخار والاستثمار متساويان ولكن شرط أن يكون تأثير المضاعف تاماً فإن الادخار والاستثمار وصلا لمرحلة التوازن.

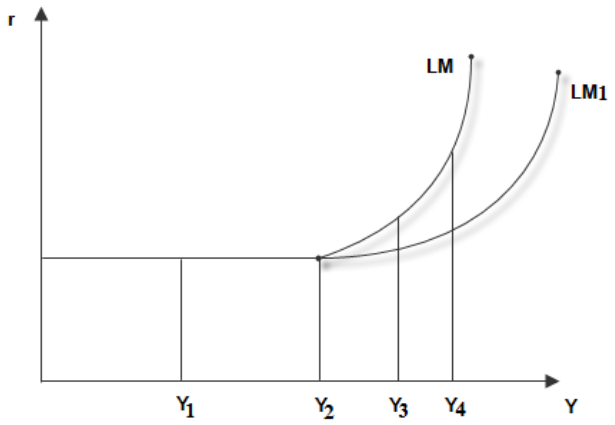
عندما تكون دالة الاستثمار والاستهلاك معطاة فإن منحنى IS يعبر بأن مستوى الدخل يكون مرتفعاً عندما تكون أسعار الفائدة منخفضة ويكون الدخل منخفضاً عندما تكون أسعار فائدة مرتفعة، وذلك لأن أسعار الفائدة المرتفعة لا تشجع على الاستثمار، وأيضا إن مستوى الدخل منخفض مع الاخذ بالاعتبار عمل المضاعف.

- منحنى LM[1]:

حيث يعبر عن دالة كمية النقود بِ M ودالة تفضيل السيولة النقدية بِ L وهي تعبر عن علاقة بين الدخل وسعر الفائدة، فإن جدول LM يعبر عن التوليفات بين الدخل وسعر الفائدة التي يتحقق عندها التوازن في السوق النقدي، أي أن الطلب على النقد يساوي العرض عليه، على افتراض ثبات عرض النقود أو تحديده، وبالتالي فإن أي زيادة في الدخل تحدث زيادة في الطلب على النقد يجب أن تلغى تماماً بواسطة زيادة في سعر الفائدة وبالتالي تخفيض الطلب على النقود.

يوضح جدول LM العلاقة التي تعطي سيولة معينة في دالة الطلب على النقود L وكمية معينة من النقود محددة من السلطة النقدية وبالتالي إن سعر الفائدة منخفض عندما يكون الدخل منخفضاً والعكس صحيح، أما عندما يكون الطلب على النقد L مساوياً عرض النقد M فإن كمية النقود المرغوب فيها تساوي كمية النقد الحقيقية حيث إن جدول LM يفترض التوازن بين L M.

فلابد لنا من التأكد بأن منحنى LM يتجه نحو الأعلى بافتراض ثبات كمية عرض النقد M، وبالتالي يعتمد منحنى LM على دالة تفضيل السيولة النقدية، فعندما يكون الدخل مرتفعاً يزداد الطلب على النقد لأغراض المعاملات بالنسبة لكمية محددة من النقد وبالتالي يتوفر مقدار أقل من النقود لأفراد المجتمع للاحتفاظ به كأصل مالي ونتيجة لهذه العملية ترتفع أسعار الفائدة بشكل حاد ويصبح منحنى LM عديم المرونة بالنسبة لسعر الفائدة عند مستويات الدخل العليا، أما في حال مستويات الدخل المنخفضة فإن الطلب على النقود لأغراض المعاملات سيكون ضئيلاً بالنسبة لكمية محددة من النقود، ولكن بما أن الدالة I ذات مرونة عالية عند مستويات فائدة منخفضة تبعاً لمصيدة السيولة فلن تتوفر كميات فائضة من النقود عند أسعار الفائدة المتدنية وذلك لأن هناك زيادة في الطلب على النقود لأغراض المضاربة ويصبح منحنى LM مرناً تجاه سعر الفائدة عند مستويات الدخل المنخفضة كما هو موضح في الشكل التالي:



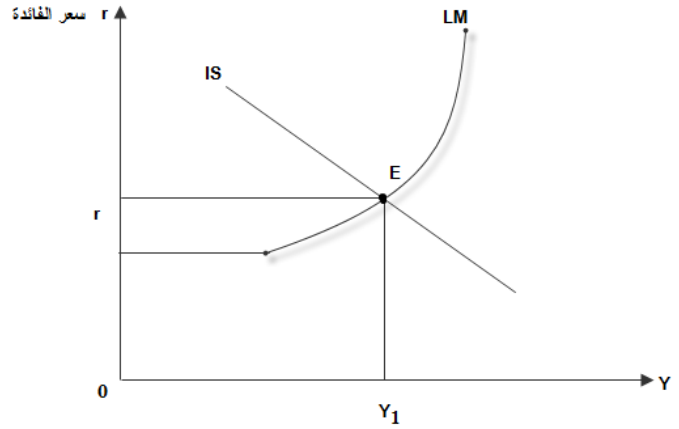
[1] - Mishkin.f (the Economis of money, banking and finance market) sixth, New York, USA, 2001.

الشكل (8) تغير المنحنى LM

فنلاحظ أنه عند مستويات الدخل المنخفضة فإنه عند زيادة الدخل من y1 إلى y2 لن يتغير سعر الفائدة ومنحنى LM يبقى أفقياً وعند مستوى دخل y3 فإن سعر الفائدة المطلوب سيكون أعلى لتحقيق التوازن وبارتفاع الدخل إلى y4 سيرتفع سعر الفائدة التوازني بحدة وبالتالي سيصبح منحنى LM عديم المرونة، فأي زيادة في كمية النقود M والتي هي تحت سيطرة السلطة النقدية أو أي انخفاض في تفضيل السيولة سيؤدي إلى تحرك منحنى LM نحو اليمين LM1[1].

- **تحديد التوازن بين سعر الفائدة والدخل[2]:**

ليتحقق توازن الدخل لابد من المساواة بين الادخار والاستثمار S=I كما تم توضيحه في هذا المبحث فإن is هو توليفة بين الدخل وسعر الفائدة التي يتحقق عندها شرط التوازن كمايلي:



الشكل (9) التوازن بين سعر الفائدة والدخل

يتطلب التوازن النقدي مساواة بين الطلب على النقد وعرض النقد L=M كما وضحنا سابقاً فإن منحنى LM وهو توليفة تحقق شرط التوازن ونلاحظ أن التوليفة الوحيدة التي تحقق شرطي التوازن تعطي نقطة واحدة عند تقاطع المنحنيين وهي النقطة e وعندما يتحدد مستوى التوازن بين الدخل وسعر الفائدة لكل كمية محددة من العرض النقدي M، وبالتالي عند نقطة التوازن e توفر كمية نقود الموجودة فقط سعر فائدة منخفضاً واستثماراً عالياً ليحقق مستوى دخل متوازناً ومستمراً.

نتيجة لما سبق نلاحظ أن النظريات النقدية المحددة كرست ابحاثاً متعددة لتوضح مفهوم سعر الفائدة وكيفية تحديده سواء من خلال النظرية الكلاسيكية التقليدية التي اعتبرت سعر الفائدة ظاهرة حقيقية وتتحدد بظواهر حقيقية تتمثل بمنحنيي الادخار والاستثمار، بحيث يمثل منحنى الادخار جانب العرض ومنحنى الاستثمار جانب الطلب ونتيجة للانتقادات التي تعرضت لها النظرية الكلاسيكية وضع الكلاسيكيون الجدد نظرية الأرصدة المعدة للإقراض فأضافوا عوامل جديدة لجانب العرض

[1] - Laidler, D.E.W, (The Demand for Money: Theories, Evidence and problems, 4th: Harper Collins, 1993, p.42.

[2] - R.L Miller and D.van Hoose, (Essentials of Money, Banking and finance Markets) Addison –Wesley, New York, 1997.

ولجانب الطلب فبالإضافة للاستثمار هناك معدل الاكتناز ومن جانب العرض أضافوا عامل النقود فأعطوا دوراً للائتمان المصرفي وهذا ما مهد لكينز وضع نظريته وهي تفضيل السيولة فقد اعتبر كينز أن سعر الفائدة هو ثمن التخلي عن السيولة النقدية وأن سعر الفائدة يتحدد بعرض النقد من خلال السلطة النقدية والطلب على النقد، وما لبث أن قدم الكينز الجدد هيكس وهانسون نظرية تضمنت أربعة عوامل وهي كما يلي دالة الطلب على الاستثمار والاستهلاك ودالة التفضيل النقدي وكمية النقود المحددة من البنك المركزي وبالتالي ضمت هذه النظرية الجانبيين النقدي والحقيقي لتتمكن من تحديد سعر الفائدة والدخل في آن واحد[1].

لقد تناولنا في هذا المبحث السياسة النقدية وكيفية توجهها للتأثير على الاقتصاد الكلي وشرحنا بشكل مفصل أهمية سعر الفائدة الذي يعد من أهم الأدوات التي تلجأ لها السياسة النقدية ولكن سعر الفائدة ليس هو أداة نقدية وحسب إنما أيضاً قناة من القنوات التي تعتمدها السياسة النقدية لتصب جميع الإجراءات المتخذة في ملتقاها لتحقق الهدف المنشود وهذا ما سوف نقوم بتوضيحه.

قنوات انتقال أثر السياسة النقدية على المتغيرات الاقتصادية[2]

تعد السياسة النقدية من أهم السياسات التي تؤثر بقوة على مسار السياسة الاقتصادية، لذلك لابد من إدارتها بشكل جيد من قبل السلطة النقدية التي تتولى مهمة تحديد مجموعة من القنوات ينتقل من خلالها أثر تلك السياسة لتحقق الهدف المنشود في بعض المتغيرات الاقتصادية، وقد حددت السلطة النقدية القنوات الخمس التي تنقل من خلالها أثر السياسة النقدية وقد تختلف فاعلية تلك القنوات من اقتصاد لآخر وهذا ما جعل من المفترض التطرق لتلك القنوات لفهم آلية عمل السياسة النقدية:

- سعر الفائدة[3]:

فلو افترضنا أن السلطة النقدية اتبعت سياسة نقدية توسعية، فتحدث زيادة بالعرض النقدي الذي يؤدي إلى تخفيض سعر الفائدة وبالتالي تخفيض تكلفة رأس المال وهذا الانخفاض يحدث زيادة في الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري، وتتولد أهمية هذه القناة من تركيزها على أسعار الفائدة الحقيقية وليس الاسمية وذلك بسبب فعالية أسعار الفائدة الحقيقية التي تؤثر على قرارات المستهلك والمستثمر، وبخاصة أسعار الفائدة طويلة الأجل ذات التأثير الأكبر على الإنفاق.

- قناة الائتمان[1]:

1- الناقة، أحمد أبو الفتوح، نظرية النقود والأسواق المالية: مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية، مكتبة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2001.

2 - MPC,Bank of England Monetary policy Council , (The transmission mechanism of monetary policy), 1999.

3 - Petursson, Thorarinn G, 1998a, (Explaining the term structure: The expectation hypothesis and time varging term permia) university of Iceland Institute of Economic Studies, IOES working paper series, W98:06.

ترتبط هذه القناة بالسياسة النقدية وذلك بسبب علاقتها بالإنفاق الكلي، وتتفرع هذه القناة إلى قناتين أساسيتين:

- قناة تؤثر على الائتمان المصرفي:

تتم هذه الآلية من خلال عمل الأسواق الائتمانية، لذلك فان اتباع سياسة نقدية توسعية من خلال زيادة حجم الاحتياطات والودائع لدى الجهاز المصرفي وبالتالي زيادة قدرة البنوك على منح قروض مصرفية فيزداد الإنفاق الاستثماري وكذلك الاستهلاكي، ويزداد الناتج الإجمالي.

- الأثر على المراكز المالية للوحدات الاقتصادية المختلفة:

إن اتباع سياسة نقدية توسعية يسهم في رفع أسعار الأوراق المالية وبالتالي يساعد في تحسين المركز المالي للشركات، وهذا يتطلب منها زيادة في الإنفاق الاستثماري والاستهلاكي، وبالتالي يزداد الطلب الإجمالي والناتج المحلي، وبالتالي انخفاض في أسعار الفائدة الاسمية التي تفيد الشركات فتتزايد التدفقات النقدية لها فيتحسن وضع مركزها المالي، أما فيما يتعلق بالقطاع العائلي فانخفاض سعر الفائدة يؤثر سلباً على ميزانيتها.

وبالتالي تتحكم السلطة النقدية بالقطاعات من خلال قناة الائتمان التي يتوزع أثرها على مختلف القطاعات.

- قناة أسعار الأصول[2]:

تعتبر أسعار الأوراق المالية قناة تنقل أثر السياسة النقدية ولكن من خلال متغيرين هما:

- أثر أسعار الأوراق المالية (نظرية طوبن) (TOBIN THEORY):

حسب نظرية طوبن للاستثمار حيث إن اتباع سياسة نقدية توسعية من خلال تخفيض أسعار الفائدة يجعل السندات أقل جاذبية وتظهر مصيدة السيولة حسب كينز إذا ما قارناها بالأسهم وذلك بسبب الانخفاض في سعر الفائدة، وبالتالي ترتفع أسعار أسهم الشركات أي ترتفع قيمتها السوقية فتقوم بإصدار أسهم جديدة بأسعار أعلى وتستثمر العائد المحقق لشراء سلع رأسمالية جديدة فهذا يشجع الاستثمار ولكن ذلك يتوقف على الوضع الاقتصادي وحالة الاقتصاد.

- أثر الثروة على الاستهلاك:

إن مستوى الدخل الدائم المتضمن رأس المال الحقيقي والبشري إضافة للثروة المالية التي تشكل الأسهم أهم مكوناتها يتحكم بمستوى الاستهلاك، وذلك لأن ارتفاع أسعار الأسهم يؤدي إلى ارتفاع قيمة الثروة وذلك يتوقف على حالة النشاط الاقتصادي، وبالتالي تزداد نسبة الاستهلاك والطلب الكلي وبالتالي الناتج المحلي.

---

1 - Bernanke .B.S. and M.Gerler, 1995, (Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission), journal of Economis per spectives, 9, 27-48.

2 - Meltzer. A. H, 1995, (Monetary, Credit and other, transmission processes: A monetarist perspective) journal of Economic perspective, 9, 49-72.

- قناة سعر الصرف[1]:

تكتسب هذه القناة أهميتها في الاقتصاديات المختلفة فهي تلعب دوراً بارزاً في الاقتصاديات التي تتسم بالاندماج العالمي وكذلك لها دور مهم في الدول النامية وبخاصة الدول التي تعتبر سعر الفائدة مجمداً وثابتاً، وتتضمن قناة سعر الصرف مجموعة من القنوات منها قناتا الطلب والعرض الكليين وقناة التضخم ولهاتين القناتين أثر غير مباشر وذلك لأن سعر الصرف يؤثر على الأسعار النسبية للسلع المحلية والأجنبية وبالتالي يؤثر على الطلب المحلي والأجنبي على السلع المحلية وبالتالي يحدث أثراً على العرض والطلب الكليين وإن تأثيره على التضخم يتم بصورة غير مباشرة، فلو قامت السلطة النقدية باتباع سياسة نقدية توسعية من خلال تخفيض سعر الفائدة المحلي الحقيقي، فإن رؤوس الأموال ستندفع خارج الدولة وبالتالي سيقل جذب العملاء المحليين لإيداع أموالهم في المصارف المحلية وكذلك الودائع بالعملات الأجنبية التي تنخفض بالمصارف وهذا سيرافقه انخفاض في سعر الصرف، أما فيما يتعلق بجانب الطلب فإن انخفاض الأسعار يؤدي إلى تخفيض بأسعار الصادرات وزيادة أسعار الواردات أي يحدث نمو في الصادرات وبالتالي زيادة الطلب الكلي والناتج المحلي فترتفع نسبة التضخم، أما فيما يتعلق بجانب العرض فإن انخفاض سعر الصرف يؤدي إلى زيادة أسعار المستوردات وبالتالي تقوم الشركات برفع أسعار منتجاتها وهذا سيرافقه ارتفاع في نسبة التضخم على الرغم من أن الطلب الكلي ثابت، وهذا ما يكسب هذه القناة أهمية كبيرة عند البلدان ذات الاقتصاد الصغير والتي تعتمد على الاستيراد[2].

بالإضافة لما سبق يترافق تغير أسعار الصرف مع إحداث أثر على المركز المالي للوحدات الاقتصادية وبخاصة المحافظ المالية للأفراد والشركات الاقتصادية التي تتضمن مديونية بالعملات الأجنبية، فإن إحداث تغيير في سعر الصرف سيحدث أثراً على صافي الثروة وعلى نسبة الديون إلى الأصول وبالتالي إحداث تغير في الإنفاق والاقتراض، أما لو كانت الوحدات الاقتصادية في وضع صافي اقتراض من العالم الخارجي فيسبب انخفاض سعر الصرف تدهوراً في أوضاعها المالية أي انكماشاً في الطلب الكلي.

وكذلك اعتبرت قناة سعر الصرف قناة مباشرة لنقل أثر السياسة النقدية إلى التضخم (التضخم المستورد) وهو ما يعرف بالانتشار المباشر من خلال أثر الأسعار، فلو فرضنا حدوث زيادة في أسعار الواردات والمواد المستوردة وقامت السلطة باتباع سياسة نقدية توسعية المتمثلة بانخفاض أسعار الفائدة وانخفاض الطلب على السلع وبالتالي انخفاض سعر الصرف وارتفاع أسعار الواردات فيترافق ذلك مع زيادة نسبة التضخم ويعتبر الأثر المباشر أسرع من قناتي الطلب والعرض.

---

1 - Potursson, Thorarinn G, 1998b, (price determination and rational expectations) International journal of finance and Economics, 3, 157-167.

2 - McCarthy, J., (1999), "Pass-through of exchange rates and import prices to domestic inflation in some industrialised economies", BIS Working Papers, no. 79.

وكل ما تم توضيحه سابقاً يتم ضمن نظام سعر الصرف المرن أما في حالة سعر الصرف الثابت (غير المرن) فعند حدوث تخفيض بسعر الصرف، تزداد معدلات التضخم فتنخفض معدلات التصدير وتزداد الثروة المالية أكثر من خلال الأسعار (زيادة أسعار الأسهم)، وبالتالي تقل فعالية السياسة النقدية بالتحكم بسعر الصرف، ولكن في حالة ثبات سعر الصرف الاسمي تستطيع السلطة النقدية التحكم به من خلال التحكم بالأسعار وبالتالي التحكم بالصادرات فتصل السياسة النقدية إلى هدفها من خلال هذه القناة.

- قناة التوقعات[1]:

لقد تمت إضافتها كقناة جديدة لنقل أثر السياسة النقدية، تتعلق هذه القناة بالتوقعات المستقبلية لمعدلات التضخم وغيرها من المتغيرات الاقتصادية فلو حدث تغيير في توقعات الاقتصاديين حول كيفية استجابة المتغيرات الاقتصادية لآثار السياسة النقدية المتبعة عبر القنوات المختلفة التي ذكرت سابقاً فيحدث نتيجة تلك الاختلافات في التوقعات مبالغة في أثر السياسة المتبعة أو الحد من إحداث الأثر.

مما سبق نجد أهمية التعمق في تلك القنوات وفهم طريقة نقلها لآثار السياسة النقدية لتتمكن السلطة النقدية من تحفيز تلك القنوات لتحقيق أهدافها المختلفة ولكن تعددت المجالات التي يتكون منها الاقتصاد الكلي وقد أحدثت أسواق متعددة تستطيع التأثير في الاقتصاد وفي المجتمع نتيجة التطورات الحاصلة، وسوف نتوجه في هذا البحث لنوضح بصورة أكثر دقة الأسواق المالية التي نشأت وأحدثت تطورات في عالم الاقتصاد لنتعرف مفهومها وأنواعها وبالتالي نتمكن من فهم الآلية التي سوف تلجأ لها السياسة النقدية لتؤثر بهذه الأسواق المالية وتحميها من الأزمات التي قد تعصف بها وتتمكن من تشجيع الأفراد للتوجه لهذه الأسواق.

الأسواق المالية:

يتكون الاقتصاد من ثلاث أسواق رئيسية وهي أسواق الموارد التي يتم فيها تبادل عناصر الإنتاج وأسواق السلع والخدمات يتم فيها تبادل السلع الاستهلاكية وأخيراً الأسواق المالية والتي تقوم بوظيفتها الأساسية في توجيه الادخارات إلى الأشخاص والمؤسسات المستثمرة وبذات الوقت تقوم بتقرير أسعار الفائدة وأسعار الأصول المالية كالأسهم والسندات، يتم الادخار في الأسواق المالية من جهتين[2]:

1 - Petursson, Thorarinn G, 1998a, (Explaining the term structure: The expectation hypothesis and time varging term permia) university of Iceland Institute of Economic Studies, IOES working paper series, W98:06.

2- التميمي. ارشد فؤاد ،وسلام. أسامة، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2004، ص156.

- من جهة الوحدات الاستهلاكية التي تدخر جزءاً من دخلها والذي يعتبر جزءاً مكملاً للإنفاق الاستهلاكي ومن جهة الوحدات الإنتاجية التي تدخر جزءاً من عوائدها بعد دفع الضرائب والمصروفات وتوزيع الأرباح على المساهمين.

تقوم الأسواق المالية بتخصيص الادخارات من أجل الاستثمار فتعتبر الأسواق المالية حلقة وصل بين الادخار والاستثمار حيث يتم تكوين رأس مال يهدف لتحقيق النمو الاقتصادي والرفاهية للشعوب وذلك لأن تنشيط الاستثمار عامل مهم في رفع إنتاجية عنصر العمل وزيادة الإمكانيات الإنتاجية، وبالتالي تبرز أهمية السوق المالية من جانبين[1].

خلق الحقوق المالية وتقديم الخدمات المالية: فالمدخر يحصل مقابل ادخاره على وعود بشكل حقوق مالية أو خدمات مالية كالأسهم، والسندات، وبوليصات تأمين فيتوقع المدخر الحصول من هذه الحقوق على عوائد مستقبلية كالفوائد على السندات أو أرباح الأسهم وهذه جميعها مقابل التنازل عن جزء من حقه في الحاضر وتحمله للمخاطر نتيجة احتمال عدم تحقق العوائد المتوقعة من الحقوق المالية فمن الممكن أن تنخفض أسعار الأسهم والشركات التي أصدرت السندات تعجز عن تسديد التزاماتها، أما فيما يتعلق بالادخارات التي تصب في الأسواق المالية لا تتحول جميعها إلى استثمارات حقيقية بالضرورة وبالتالي لن تؤدي إلى تكوين رأس مال حقيقي حيث إن هذه الادخارات تستخدم لأغراض الاستثمار المالي والذي يحقق مكاسب مالية من خلال الاستفادة من العوائد أو فروقات الأسعار للأوراق المالية وهذا ما يتم عند عقد صفقات بيع وشراء تعرف بعملية المضاربة فيقوم المتعاملون في الأسواق المالية بشراء الأسهم من الأسواق التي تنخفض فيها الأسعار ويبيعونها في السوق التي ترتفع فيها الأسعار وهي ما تعرف بعملية المراجحة، ولم تقتصر وظائف الأسواق المالية على توجه وتوزيع الادخارات نحو الاستثمارات إنما لها العديد من الوظائف وهي[2]:

- يظهر دور الأسواق المالية بتوفير أشكال أخرى للاحتفاظ بالثروة متمثلة بالأدوات المالية المتعامل بها في الأسواق كالأسهم والسندات والتي تدر على صاحبها عائداً أو دخلاً نقديا يساوي قيمة الثروة (w) مضروبة بنسبة العائد عليها (r)

$$Y = w * r$$

- تقوم بوظيفة مساعدة ومكملة لوظائف النقد: فالأسواق المالية هي الآلية والتي بواسطتها تقوم النقود بهذه الوظائف، فالشيكات التي تستخدم كوسيلة للدفع يتم التعامل بها وتصفيتها من خلال المصارف العاملة في الأسواق المالية.

1- هندي. منير إبراهيم ، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999، ص38.

2- صلاح الدين. حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب للنشر والتوزيع، القاهرة، 2003.

- توفير الحماية من أنواع عديدة من المخاطر كالتأمين على الحياة والصحة وتوفير فرص بيع وشراء الأصول المالية المستقبلية لتغطية مخاطر تغير أسعار الفائدة أو أسعار الصرف العملات وهذا ما يطلق عليه عملية التحوط.

- الأسواق المالية هي قناة رئيسة في الاقتصاد الحديث تستطيع الحكومات من خلالها تنفيذ سياستها النقدية.

***الأدوات المالية[1]:**

توجد العديد من الأصول المالية التي يستطيع المستثمر أن يختار منها الأصول التي يرغب فيها بتوزيع ثروته استنادا إلى العوائد المتوقعة منها وهي:

- النقود بشكل عملة أو ودائع مصرفية.

- أسهم وهي أداة ملكية تعطي صاحبها الحق في الحصول على جزء من أرباح وممتلكات ومبيعات الشركة.

- السندات وأدوات الدين الأخرى التي تعطي صاحبها حق الأولوية في الحصول على حقوقه قبل أصحاب الأسهم من دخل أو ثروة.

- المشتقات المالية وهي أحدث أنواع الأصول المالية وتشمل جميع أنواع الأصول المالية التي تستند في قيمها إلى قيم وعوائد أصول مالية أخرى كالأسهم والسندات أو قروض أخرى وأهم المشتقات المالية هي العقود المستقبلية وعقود الخيارات.

***المشاركون في الأسواق المالية[2]:**

يصنف المشاركون في الأسواق المالية إلى ست مجموعات ذات قطاعات اقتصادية مختلفة هي:

1- الوحدات الاستهلاكية (قطاع الاستهلاك).

2- الوحدات الإنتاجية (قطاع الإنتاج غير المالي).

3- الوسطاء الماليون (القطاع المالي).

4- الدوائر الحكومية (القطاع الحكومي).

5- المشاركون الأجانب (القطاع الخارجي).

6- البنك المركزي (القطاع النقدي).

تختلف سياسة كل قطاع عن القطاعات الأخرى في التعامل ضمن الأسواق المالية فكل منها يسعى لتحقيق هدف يختلف عن القطاع الآخر وبالتالي تتضمن الأسواق المالية مزيجاً مختلفتاً وشاملاً من

---

1 - Steve Thomas & Andrew Clare (financial Market Indices: Facilitating innovation-monitoring Market), Center for Asset Management Research class Business school London, 2015, p.6.

2 - www.US.Spindices.com/resource -center /thought-leadership/spiva.

القطاعات التي تمثل نشاط الاقتصاد الكلي وبالتالي أي فعل للسوق المالية يحدث أثراً في الحياة الاقتصادية والنشاط الاقتصادي العام.

وهذا ما يوضح ويوجه التركيز إلى أهمية هذه السوق ومراقبتها لتلافي حدوث أي انهيارات أو أزمات قد تعصف بالاقتصاد الكلي، وقد ظهرت العديد من الدراسات التي تظهر أهمية كفاءة الأسواق المالية وإمكانية تلك الأسواق في عكس واقع الاقتصاد وهو ما سوف نوضحه من خلال معرفة أنواع الأسواق المالية ومفهوم كفاءة هذه الأسواق:

- **نظرية كفاءة الأسواق المالية[1]:**

تطورت نظرية كفاءة الأسواق المالية سنة 1965 عن طريق يوجين فاما (FAMA) الذي عرف السوق الكفء بأنه السوق الذي يعالج المعلومات بكفاءة، بحيث يكون سعر الورقة المالية يعكس القيمة الحقيقية والصحيحة الناتجة عن دراسة كل المعلومات المتوافرة حتى تلك اللحظة أي أن أسعار الأوراق المالية في السوق المالي الكفء تعكس بشكل كامل المعلومات المتوافرة.

المقصود بكفاءة الأسواق أنه لا يمكن استغلال أي معلومة مهما كان نوعها للتغلب على السوق ذلك لأن كل المستثمرين يملكون نفس المعلومة وبالتالي سيتخذون نفس القرار مما يلغي أي أفضلية يكون سببها المعلومات[2].

مسلمات نظرية كفاءة الأسواق[3]:

تُبنى نظرية كفاءة الأسواق على عدة مسلمات وهي كما يلي:

1. يوجد عدد كبير من المستثمرين الذين يتميزون بالعقلانية، فهم يحللون، يقيمون ويتفاوضون بقوة على كل سهم.

2. لا يمكن لأي مستثمر وحده التأثير على سعر أي ورقة مالية.

3. المعلومات شبه مجانية والحصول عليها سهل من طرف كل المستثمرين وفي نفس الوقت تقريبا.

4. انخفاض تكاليف التداول.

5. المعلومات حول مختلف الأحداث القاهرة كالإضرابات الحوادث الصناعية، وتغير العرض والطلب التي تصدر بطريقة عشوائية.

---

1 - Elory Dimson, Massoud Mussavian (A brief History of Market Efficiency) WP, published in European financial Management, London, Business school, vol.4, N01, March 1998.

2- موصلي. سليمان، السلمان. حازم، دراسة الكفاءة السعرية لسوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية، مجلد29، العدد2، 2013.

3- الزيدانين. جميل، الأساسيات في الجهاز المالي، دار وائل للنشر والتوزيع، ط1، عمان، 1999.

6. المستثمرون يبدون ردود أفعال سريعة وصحيحة للمعلومات الجديدة مما يتسبب في تعديل السعر بسرعة.

إذن حسب نظرية كفاءة الأسواق فإن سعر السهم يتغير بعشوائية ولا يمكن التوقع بتطورها لمستقبلي وأي توقع صائب سيكون بمحض الصدفة فقط.

مستويات كفاءة السواق[1]: تقسم نظرية كفاءة السوق إلى ثلاثة مستويات هي:

المستوى الضعيف (الدول النامية): المستوى الضعيف لنظرية كفاءة الأسواق ينص على أن المعلومات الوحيدة المتاحة للمستثمرين هي تلك المعلومات حول أسعار وحجم التداول، وبما أن المعلومات تصل إلى المستثمرين عشوائياً فإن سعر السهم سيكون له مسار عشوائي، لا يخضع لأي نمط أو نموذج سابق، لذلك فإن التحليل الفني يفقد قدرته على التنبؤ بمستقبل سعر السهم.

المستوى نصف القوي (الدول الناشئة): بالنسبة للمستوى نصف القوي فإنه ينص على أنه بالإضافة للمعلومات السابقة (سعر وحجم التداول) فإن المستثمرين يحصلون على معلومات حول الأداء المستقبلي للمؤسسات المدرجة في البورصة وبالتالي تنتفي إمكانية الحصول على ربح عن طريق التحليل الأساسي، لأن كل المستثمرين يملكون نفس المعلومات.

المستوى القوي: هذا المستوى هو أعلى مستوى، حيث يضم ما تم ذكره في المستوى نصف القوي بالإضافة إلى المعلومات العامة والخاصة التي تمكن المستثمرين من تحقيق أي عوائد، إذ إن كل هذه المعلومات متوافرة لدى كل المستثمرين ولا يمكن تحقيق أي عوائد عن طريقها لأن كل المستثمرين يملكون نفس المعلومة مباشرة بعد صدورها.

الانتقادات الموجهة لنظرية كفاءة الأسواق[2]:

بالرغم من الصيغة القوية لنظرية كفاءة السوق المالي فإنها تعتبر غير واقعية على الإطلاق، ذلك لاستحالة حصول كافة المستثمرين على كافة المعلومات بالأخص تلك الداخلية منها. كما أن" يوجين فاما" صاحب نظرية كفاءة الأسواق أقر لاحقاً في ورقة بحث بعدم واقعية هذا الجزء من النظرية بالنسبة للصيغة الضعيفة التي تجزم بأن سعر السهم يتبع منحا عشوائياً ولا يمكن التنبؤ به باستخدام التحليل الفني، فإن العديد من الأبحاث التي تم إجراؤها في السنوات الأخيرة تشكك في مصداقية نظرية كفاءة الأسواق إجمالا، وتؤكد أن للسوق ولسعر السهم سلوكاً معيناً يتبعه، معارضين بذلك لفكرة العشوائية في تحرك سعر السهم. ما أدى إلى ظهور تيار بحث جديد يعرف بالسلوكية المالية والتي تفيد بأن القرارات الاستثمارية المتخذة من أجل شراء أو بيع الأسهم ليست عقلانية مئة بالمائة. وإن

---

[1] - Fama, Eugene (Efficient capital markets: A Review of theory and Empirical work journal of finance 25(2):383-417, 1970.

[2]- موصلي سليمان، السلمان حازم، دراسة الكفاءة السعرية لسوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية، مجلد29، العدد2، 2013.

هناك عدداً كبيراً من المستثمرين اللاعقلانيين الذين من شأنهم التأثير على حركة سعر السهم في الاتجاه المعاكس[1].

مما سبق تمكننا من معرفة مفهوم السوق المالية ومكوناته وما القطاعات التي تعمل بهذه السوق وتعرفنا الأدوات المستخدمة والمتداولة في السوق وقد أوضحنا اهمية هذه السوق في الاقتصاد الكلي وعرفنا السوق المالية الكفء وأنواع السوق من حيث الكفاءة وعرضنا الانتقادات التي تعرضت لها نظرية كفاءة الأسواق.

وفي ختام المبحث الأول نستذكر أهم نقاطه الأساسية فقد أدركنا بهذا البحث أهمية السياسة النقدية متمثلة بأهم أدواتها وهو سعر الفائدة في تحقيق الأهداف الاقتصادية، ووضحنا مفهوم سعر الفائدة من خلال عدة نظريات للمدارس الاقتصادية التي تحدثت عن سعر الفائدة بجميع اتجاهاته وانتقاداته، وقد لاحظنا أن سعر الفائدة لم يكن مجرد أداة عند السياسة النقدية إنما كان هدفاً تسعى السياسة النقدية إلى تحقيقه للتأثير على الاقتصاد الكلي بصورة عامة واستخدمته أداة لتوجه المؤشرات العامة، ومن ثم انتقلنا لنتعرف الأسواق المالية ونشأتها وأهميتها في المجتمعات المعاصرة وذلك لأن هذه الأسواق تعتبر صورة تعكس واقع الاقتصاد الكلي، وتعرفنا أهداف هذه الأسواق سواء للمدخرين أو للمستثمرين، والآن بعد أن قمنا برسم صورة عامة عن سعر الفائدة والسوق المالية سوف نتوجه بشكل أكثر تمعنا" لندرس ونوضح ماهية العلاقة التي تربط سعر الفائدة كأداة من أدوات السياسة النقدية بالسوق المالية التي تعتبر انعكاساً لوضع ومؤشرات الاقتصاد الكلي.

1- عبد اللطيف، هناء، قياس نشاط وكفاءة أداء أسواق الأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2001.

المبحث الثاني
الإطار النظري لعلاقة سعر الفائدة ومؤشر سوق الأوراق المالية

يعتبر سعر الفائدة من أهم أدوات السياسة النقدية التي تلجأ لها السلطة النقدية لتؤثر على المتغيرات المختلفة من أجل تحريك عجلة الاقتصاد، وقد تم حديثاً الاعتماد على مؤشر الأسواق المالية كمقياس لحركة السوق، ونتيجة لأهمية هذين المتغيرين تطرقت العديد من الأبحاث لدراستهما بطرق تفصيلية، ولكن قليلة الدراسات التي اعتمدت على دمج المتغيرين ودراسة آثر كل منهما بالآخر، ولذلك تسلط الضوء في هذه الدراسة على العلاقة التي تجمع المتغيرين السابقين من أجل استغلالها في اتخاذ قرارات تحقق أهداف اقتصادية معينة.

وفي هذا السياق تعرضت العديد من الدراسات السابقة لدراسة مدى مساهمة سعر الفائدة في الحفاظ على استقرار أسعار صرف العملات ولكنها لم تصل إلى نتيجة واضحة وثابتة حول ذلك، الى أن قدم الاقتصادي شيو شينغ شين دراسته المطبقة في تايوان، القائمة على أن معدلات أسعار الفائدة دائما مصحوبة بمعدلات تغيير وتذبذب أكبر في أسعار الصرف، أي أن سياسة رفع معدلات الفائدة غير قادرة على الدفاع عن استقرار معدلات أسعار الصرف، وليثبت هذه النتيجة قام بتطوير نموذج محاكاة رياضي يتضمن تحديد العوامل الدقيقة التي تؤثر بتغيير سعر الصرف[1]، وهذا ما قد تطرق آليه سابقاً الباحث جين روز وأوضح أن النظرية الاقتصادية الكلية الخاصة بتغيير أسعار الصرف ومدى قدرتها على تحديد نهج التداول العشوائية، لذلك لجأ شين إلى تعديل النموذج الرياضي السابق واستخدام النموذج التحليلي القائم على افتراض أن قاعدة أسعار الفائدة ستكون قادرة على تفسير مدى تأثيرها على تغيير أسعار الصرف، وبناء عليه تكون هذه الدراسة هي الأولى عملياً في مناقشة نظرية العلاقة بين معدلات أسعار الفائدة وفاعليتها في الدفاع عن نظام أسعار صرف أكثر استقراراً، وقد تضمنت هذه الدراسة وجود عدة مستويات تعادل بين المتغيرين السابقين ليتوصل للعلاقة الأمثل بين المتغيرين والتي يؤثر من خلالها كل عامل بالعامل الآخر وذلك من خلال عملية تبديل وتحويل بين مستويات الأزمة ومستويات الاستقرار[2].

علاوة على ذلك فإن إدخال عامل سعر الفائدة في النموذج الرياضي سيساعد في التحقق من مدى فاعلية وكفاءة السياسة النقدية، فلو فرضنا شروط اقتصادية معينة في هذا النموذج سنلاحظ أن تذبذب اسعار الصرف لمستويات أعلى دائما ما يكون مصحوبا بمعدلات فائدة أعلى. ففي حالة وجود سياسة نقدية مشددة (أي وجود ضابط وتشريعات وقوانين تحدد أسعار الصرف ومعدلات الفائدة وتمنع تذبذبها

1 - Chen, Shiu-Sheng, 2006. Revisiting the interest rate–exchange rate nexus: a Markov switching approach. Journal of Development Economics 79 (1), 208–224.

2 - Jeanne, Olivier, Rose, Andrew K., 2002. Noise trading and exchange rate regimes. Quarterly Journal of Economics 117 (2), 537–569.

بشكل كبير بما يعود بالضرر على الاقتصاد الكلي للبلد) فهذه السياسة تساعد على إحداث ضوضاء تجارية بمعني أنه يساعد على زيادة حجم الاستيراد التجاري وبالتالي زيادة مستويات التذبذب في اسعار صرف العملات بسبب وجود المتداولين في السوق المالية (متداولين يحاولون توفير القطع اللازم لتمويل وسداد قيمة العمليات التجارية).

وقد أوضحت هذه الدراسة مايلي:

1. **النموذج الخاص بتحديد وتقرير أسعار الصرف**[1].

وهو النموذج المعدل عن النموذج الذي قدمه كل من جين وروز في دراستهما الصادرة في العام 2002، بحيث يقدم توضيحات نظرية وهيكلية دقيقة عن اسعار الصرف. وسلط الضوء على وجود المتداولين (متداولي الضوضاء – المتداولين الذين يقومون ببيع وشراء القطع ومنتجات اسعار الفائدة في السوق لتحقيق منافع خاصة) في السوق المالية ودورهم في سوق صرف العملات الأجنبية وذلك من خلال اللحاق واتباع نتائج دراسة كل من جين وروز الصادرة في العام 2002. وحدد مدى أهمية سعر الفائدة في تحديد السياسة النقدية المتبعة من قبل المصرف المركزي. وبناءً على التجارب التي اجريت وفقا للنموذج الرياضي المعدل فقد ظهرت ذات النتائج ومستويات التعادل والتوازن التي توصل إليها كل من جين وروز في دراستهما المنشورة عام 2002[2]، ولكن بناء على دور معدل الفائدة في نموذج المحاكاة يمكننا التعمق اكثر في دراسة مدى فعالية تأثير معدلات الفائدة على اسعار وتذبذبات اسعار الصرف، فمن خلال الاستخدام المتكرر لهذا النموذج الرياضي المعدل قد توضح وجود عدة مستويات ومناطق تحتوي اسعار عالية ومنخفضة في اسعار الصرف بل واكثر، وبالتالي أن السياسة المتبعة في رفع معدلات الفائدة قد تساعد في تقليل وزعزعة استقرار اسعار الصرف حيث أن استخدام معدلات الفائدة كأداة للحفاظ على سعر صرف مستقر قد يدفع بمستوى سعر الصرف الى الانتقال الى مستويات ومناطق تتصف بتذبذب وتغير كبير في أسعار الصرف، فلو فرض جدلاً وجود تعامل مالي بين بلدين بلد محلي والبلد أجنبي بالإضافة لوجود متداولين وعاملين في الاسواق المالية في كل أنحاء العالم.

حيث انه عند التركيز على البلد المحلي سيفترض أن البلد الأجنبي يتمتع باستقرار وثبات في مستويات الاسعار (معدلات الفائدة وأسعار الصرف)، ويوجد هناك نوعين من السندات قد تم اصدارهما على التوالي، سندات محلية بالعملة الوطنية المحلية وسندات أجنبية بالعملة الأجنبية. وفي سوق السندات يحق ويمكن للمستثمرين الدوليين امتلاك والاحتفاظ بسندات مصدرة بالعملة المحلية (وهي السندات المتمثلة بسندات البيزو عوضاً عن السندات المحلية) وأيضاً يحق لهم امتلاك

---

1 - Shiu-Sheng Chen (A note on interest rate defense policy and exchang rate volatility) Economic Modelling 24 Taiwan university, February 2007.

2 - Jeanne, Olivier, Rose, Andrew K., 2002. Noise trading and exchange rate regimes. Quarterly Journal of Economics 117 (2), 537–569.

والاحتفاظ بسندات مصدرة بالعملة الأجنبية (وهي السندات المتمثلة بسندات الدولار بدلاً من السندات الأجنبية)، فمن الطبيعي أن المتداولين الدوليين في الأسواق المالية يهتمون بشكل كبير بالعوائد المحققة من المحافظ المالية التي بحوزتهم (اي المحافظ المالية التي يقومون بإدارتها والاستثمار فيها) ويهتمون بأن تكون عوائدهم من هذه المحافظ قابلة للقياس والمقارنة، حيث أن العوائد مثلاً غالبا ما تكون بالعملة الأجنبية من حيث المبدأ وعلى افتراض أن سعر صرف العملة الأجنبية يكون ثابتاً، وأن البلد الأجنبي يمثل المركز والنظام المالي الدولي (أي انه يمثل النظام المالي والمركز الاستثماري الذي يقصده المستثمرون الدوليين للاستثمار فيه) وأن البلد المحلي هو الذي يمثل الاقتصاد المحلي الصغير وبناءً على هذا الافتراض البسيط وجد أن الطلب على سندات الدولار (سندات البلد الأجنبي) سيكون العرض عليها مرن جداً (نتيجة لاستقرار سعر الصرف وأن البلد المصدر هو مركز النظام المالي – ويتمتع باقتصاد كبير ومستقر).

على الطرف الأخر فإن المستثمرون الراغبين بالاستثمار في سندات البيزو (السندات المصدرة بالعملة المحلية والتي تعود للبلد المحلي ذو الاقتصاد الصغير) سيطلبون بدورهم علاوة مخاطرة (أي زيادة في اسعار الفائدة لتعوضهم عن المخاطر المترتبة عن الاستثمار في السندات المحلية) حيث أن المستثمرين غالبا ما يكونوا كارهين للمخاطر ويعملون على تجنبها ويكون سعر الصرف ستوكاستيك (مؤشر آسيوي – ماليزي) حيث يمكننا الافتراض أن العرض على سندات البيزو سيكون مستقراً عند المستوى الثقة[1].

1.1. إعداد نظرية البناء المجهرية والخاصة بنموذج التداول المعدل:

تحديد سلوك التداول[2]:

فلو فُرض وجود حلقة متداخلة من العوامل المحددة التي ترتبط بأنواع مختلفة من المتداولون حيث أننا سنجد أن متداولي الاسواق المالية (المرموز إليهم بالرمز N) ولكارهين لتحمل أي مخاطرة قد ولدوا ولهم القدرة على البقاء اقوياء في التداول والوقوف عند أي شعور بالمخاطرة عن التداول ولهم قدرة على الدخول إلى الاسواق المالية اي لهم جرأة في اتخاذ القرار ولكن في نفس الوقت لهم القدرة على التوقف عند أي مستوى تداول في حاله شعورهم بخطر كبير نتيجة تمتعهم بموهبة فطرية حيث يقفون عند التداول عند الفترات الخطر وهم فعلياً لا يقومون بـ الاستهلاك في مراحلهم الأولى (أي انهم لا يستهلكون جميع أرباحهم المحققة من التداول في فترات التداول الأولى التي يقومون بها) بل هم يقومون باتخاذ قرارات خاصة بمحافظهم المالية يعملون من خلالها على تحقيق عوائد مالية أكبر لهذه المحافظ حيث تؤدي قراراتهم المتخذة إلى زيادة الثروة والمنافع المحققة لهم في فترات التداول التالية

1 - Shiu-Sheng Chen (A note on interest rate defense policy and exchang rate volatility) Economic Modelling 24 Taiwan university, February 2007.

2 - DeLong, J. Bradford, Shleifer, Andrei, Summers, Lawrence H., Waldmann, Robert J., 1990. Noise trader risk in financial markets. Journal of Political Economy 98 (4), 703–738.

التي يقومون بها حيث يقومون بعدها أي بعد هذه الفترة بتمويل نفقات استهلاكهم عن طريق الارباح المحققة عن هذا التداول الخاص بالمرحلة الثانية.

حيث لا توجد اي تكلفة تنتج عن الاستثمار في سندات الدولار، فيقوم المتداولون في الاسواق المالية بتخصيص فترتين زمنيتين وتخصيص محافظهم المالية بين سندات الدولار وسندات البيزو في الفترة الأولى (أما الفترة الثانية فغالباً ما تكون لتحقيق عوائد أكبر على سندات الدولار).

حيث من الملاحظ وجود نوعين من المتداولين في الاسواق المالية والذين يقومون بالتداول في سوق سندات البيزو حصرياً، بعض منهم يدعى بالمتداولين المستنيرين (يمتلكون معرفة وبصيرة ومعلومات) والذين يستطيعون تحديد توقعات صحيحة على المخاطرة والعائد المرتبط بالاستثمار في هذا النوع من السندات بما يعوض المخاطرة بدون تحمل أي تكاليف إضافية نتيجة الاستثمار في هذا النوع من السندات. البعض الآخر من المتداولين لديهم توقعات مضطربة وغير مستقرة (توقعات ضوضائية – غير واضحة) ويحتاجون لدفع وسداد رسوم دخول للأسواق الخاصة بسندات البيزو سواء أكانت رسوم فعلية تدفع للدخول إلى هذا السوق للاستثمار أو تكاليف الخسائر التي يتحملها المتداولين الذين لا يمتلكون الخبرة في الاستثمار في هكذا نوع من السندات ريثما يصبح لديهم خبرة في هذا المجال.

لذلك فأن كلا الطرفين المتداولين المستنيرين أو الفاقدين للخبرة والضوضائيين لديهم نفس الذوق والرغبة في الاستثمار في هذا النوع من السندات ولهم القدرة والموهبة أيضاً على التوقف إلا أن عامل الحسم هنا هو خبرة اي من الطرفين في تحقيق توقعاته الصحيحة[1].

فإذا افترضنا الدالة التالية والخاصة برغبة اي من المتداولين السابقين على دخول سوق سندات البيزو أو عدم دخولها من خلال تحديد المتغير n_t^j حيث إن المتغير

$$n_t^j = \{1,0\} = \{enter, not\ enter\}$$

يمثل مجال من الواحد حتى الصفر، حيث يعكس الرقم 1 القدرة والرغبة على الدخول في الاستثمار في سوق سندات البيزو، بينما الرقم صفر يعكس عدم الرغبة والقدرة على الاستثمار في سوق سندات البيزو، وبناءً عليه يتوقف قرار كل متداول من حيث الدخول إلى السوق أو عدمه على المعادلة التالية:

$$\eta_t^j = \begin{cases} 1 & \text{if } E_{t-1}^j(U_t^j|\eta_t^j = 1) \geq E_{t-1}^j(U_t^j|\eta_t^j = 0), \\ 0 & \text{otherwise.} \end{cases}$$

حيث أن مدلولات المعادلة أعلاه هي كالتالي: تمثل الدالة U_t^j المتداول $j^{'}s$ في سعيه لتحقيق الفائدة خلال الفترة الزمنية $t,$.

[1] - Jeanne, Olivier, Rose, Andrew K., 2002. Noise trading and exchange rate regimes. Quarterly Journal of Economics 117 (2).

1. الدالة F_{t-1}^{j} تمثل المتداول $j's$ وتوقعاته بتحقيق الارباح والمشروطة بحجم المعلومات والبيانات المتوفرة في الفترة الزمنية $t-1$.

وبافتراض ان قرار دخول المتداول إلى هذا السوق هو قرار قد اتخذ فعليا قبل الفترة الزمنية t والخاصة بفترة كشف الصدمة (كما يسميها الباحث). فلنفترض أن المتداول سيقوم باستثمار العامل (مبلغ أو جزء مالي محدد) يرمز له بالرمز b_t^j في سوق سندات البيزو عندما تقوم باتخاذ القرار بالدخول إليه، بناءً عليه فإن المتداول $j's$ سيعاني من مشكلة التعظيم (سواء تعظيم المخاطرة أو تعظيم الارباح نتيجة استثماره في سندات البيزو) والتي يمكن كتابتها وتفسيرها بالمعادلة التالية:

$$\max_{b_t^j} U_t^j = E_t^j\left(-e^{-aw_{t+1}^j}\right), s.t. W_{t+1}^j = (1+i^*)\, w + n_t^j\left(b_t^j p_{t+1} - c_j\right) \quad (2)$$

حيث أن مدلولات المعادلة أعلاه هي كالتالي:

1. تمثل الدالة C_j التكلفة الخاصة باتخاذ المتداول قرار الدخول إلى سوق سندات البيزو للاستثمار فيها (أي أن التكاليف الإضافية تمثل المخاطر أو اي مشاكل أو عراقيل قد تظهر لدى المتداول نتيجة الاستثمار في سندات البيزو المتمثلة بمخاطر تقلبات العملة المحلية وما يصاحبها من تقلبات أسعار الفائدة).

2. تمثل الدالة W_{t+1}^j الأرباح أو العوائد المحققة من تداول المضارب $j's$ (المتداول في سوق سندات البيزو) وذلك خلال الفترة الثانية من التداول (على افتراض أن المتداول استمر في الاستثمار في سندات البيزو لأكثر من فترة طمعا في كسب مزيد من الأرباح).

3. الدالة a هي عامل موجب ثابت (قد تكون أي قيمة موجبة ثابتة يتم إعطائها في سياق تحليل العائد والمخاطرة بموجب العلاقة الرياضية السابقة للحصول على البيانات المطلوبة).

4. إن العائد الإضافي الذي يطلبه المتداول نتيجة استثمار في سندات البيزو (العائد على المخاطرة) يرمز له بالدالة: p ويتم الحصول عليه من العلاقة الرياضية التالية:

$$p_{t+1} \triangleq i_t - (e_{t+1} - e_t) - j^*, \quad (3)$$

حيث أن مدلولات المعادلة أعلاه هي كالتالي:

1. تمثل الدالة i_t العائد المحقق من الاستثمار في سندات البيزو.

2. تمثل الدالة i^* معدل الفائدة المحقق نتيجة الاستثمار في سندات الدولار. حيث إن سعر الفائدة على القطع الأجنبي (عملة سندات الدولار أو العملة الأجنبية التي تنتمي لها سندات الدولار) والذي سنفترض ثباتها مع مرور الزمن وأن اسعار الفائدة لا تتغير، حيث افترضنا مسبقاً أن البلد المصدر لهذه السندات مستقر ويتمتع بازدهار اقتصادي.

3. هنالك العديد من المتداولين في الاسواق المالية على مر الأجيال وفي كل الاوقات، حيث يصنفون وفقاً لما يلي:

a. المتداولين المستنيرين N_1 يرمز لهم بالدالة: $(j = 1, \dots, N_1)$

b. المتداولين الضوضائيين أو الغير خبراء في التداول N_N يرمز لهم بالدالة: $(j = N_1 + 1, \dots, N)$.

c. إن إجمالي المتداولين المستنيرين N_1 مع إجمالي المتداولين الغير مستنيرين N_N يشكلوا إجمالي المتداولين في السوق المالية N (أي أنهم يشكلون إجمالي حركة التداول في كامل السوق المالي) والذي يعبر عنهم بالمعادلة التالية: $N_1 + N_N = N$

ويمكن التمييز بين هذين النوعين من المتداولين أيضاً من خلال التكلفة المترتبة على كل منهم في حالة رغبتهم في الحصول على المعلومات الكفيلة بتحديد قرارهم بالدخول إلى السوق المالية للاستثمار أو لا (تكلفة الحصول على معلومات وبيانات) حيث أن المتداولين المستنيرين يستطيعون اتخاذ قرارهم بالدخول إلى السوق بناءً على توقعاتهم المنطقية والعقلانية (توقعات مبنية على بيانات ومعلومات متاحة لهم مسبقاً) وبناءً عليه فهم لا يتحملون أي تكاليف لاتخاذ مثل هذا القرار ويتم الاستدلال على ذلك من خلال المعادلة الرياضية التالية[1] (التي توضح عدم تكبد المتداولين المستنيرين لأي تكاليف إضافية نتيجة استثمارهم في الاسواق المالية الخاصة بسندات البيزو):

$$\forall j \leq N_I, \begin{cases} E_t^j(\rho_{t+1}) = E_t(\rho_{t+1}), \\ \mathrm{var}_t^j(\rho_{t+1}) = \mathrm{var}_t(\rho_{t+1}), \\ c_j = 0, \end{cases}$$

حيث أن مدلولات المعادلة أعلاه هي كالتالي:

1. تمثل الدالة $E_t^j(p_{t+1})$ والدالة $var_t^j(p_{t+1})$ القيم المتوقعة (القيم المالية المتوقعة والناتجة عن الاستثمار) والانحراف المشروط والناتج عن الفائض المحقق من الاستثمار في سندات البيزو (الانحراف المقصود هنا هو انحراف العائد مقارنة بسندات الدولار حيث انه يحصل لدينا عائد أعلى نتيجة الاستثمار في سندات البيزو – هذا هو الانحراف المقصود بالانحراف المشروط بتحقق جميع العوامل التي أدت إلى اتخاذ القرار بالاستثمار في سندات البيزو).

2. تمثل الدالة E_t والدالة var_t تمثلان العامل الرياضي المشروط للمعلومات المتاحة خلال الفترة الزمنية t (تساعدنا الدالتين السابقتين في تحليل البيانات والمعلومات المتوفرة خلال الفترة الزمنية الخاصة باتخاذ القرار بدخول سوق سندات البيزو والاستثمار فيه أم لا من خلال معالجة هذه البيانات وفق منظومة رياضية صمم بموجبها النموذج الرياضي المطور.

[1] - J. Bradford De Long; Andrei Shleifer; Lawrence H. Summers; Robert J. Waldmann (Noise Trader Risk in Financial Markets) the Journal of Political Economy, Vol. 98, No. 4. (Aug. 1990), pp. 703-738.

ولو حدثت الحالة المعاكسة وافترضنا أن متداولي الضوضاء يتلقون الفترة الثانية من الاستثمار بتوقعات صحيحة ولديهم فوائض مالية تتحقق نتيجة هذه التوقعات (أي أن المتداولون تعلموا من أخطائهم في المرة الأولى ويتفادوا الخطأ في مراحل استثمارهم التالية) لكن هذا الإدراك الخاص بالمرة الأولى للاستثمار يبقى متأثرا بالضوضاء وقلة البيانات الغير متعلقة وغير مرتبطة بأي أسس اقتصادية، والمعادلة التالية توضح ذلك:

$$\forall j > N_I, \begin{cases} E_t^j(\rho_{t+1}) = \bar{\rho} + \tau_t, \\ \mathrm{var}_t^j(\rho_{t+1}) = \mathrm{var}_t(\rho_{t+1}), \\ c_j \geq 0, \end{cases}$$

حيث أن مدلولات المعادلة أعلاه هي كالتالي:

1. تمثل الدالة $\bar{P}$ الوسط غير الشرطي للفائض الإضافي عن العائد (بمعني تعبر عن وسطي القيم المالية المحققة الإضافية نتيجة الاستثمار في سندات البيزو – أي إنها الفرق الناتج عن العائد المحقق نتيجة علاوة الخطر).

2. تمثل الدالة τ_t نموذج ستوكاستيك والذي يعبر عن الصدمة الطبيعية

3. يفترض أن تمثل الدالة τ_t ولو بشكل جزئي الحقيقة في الانحراف الغير مشروط والناتج عن تغير اسعار الصرف (ان هذه الدالة هي تعبير حقيقي جزئي وليست بشكل مطلق عن اي انحراف في العوائد يمكن ان يتحقق في زمن ما نتيجة شروط غير محددة في سعر الصرف) والتي يستدل عليها من العلاقة:

$$\mathrm{var}(\tau) = \lambda(\mathrm{var}(e)),\ \lambda > 0.^4$$

كما اننا فرضنا مسبقاً أن متداولي الضوضاء يتلقون أوامر بزيادة مستويات الدخول وتكلفة الدخول للاستثمار في سوق سندات البيزو من قبل المستثمرين الراغبين في دخول السوق وبالتالي يقومون بدفع تكاليف أكبر وأعلى نتيجة هذا الدخول وهي ليس بمبالغ صغيرة أبداً وسنعبر عنها خلال العلاقة الرياضية التالية:

$$\forall j > N_I, \begin{cases} \mathrm{d}c_j/\mathrm{d}j > 0, \\ c_j > \dfrac{1}{2a}\ln(1+\lambda). \end{cases}$$

2.2. السياسة النقدية[1]:

فلنفترض أن البلد الأم (المصدر للسندات) قد تبنى قاعدة سعر فائدة وفقاً للصيغة والمعادلة الرياضية التالية:

$$i_t = \gamma(e_t - \tilde{e}_t) + \omega_t,$$

حيث أن مدلولات المعادلة أعلاه هي كالتالي:

1. تمثل الدالة γ معياراً للقياس.
2. تمثل الدالة $\tilde{e}_t$ سعر الصرف المستهدف.

أن السلطات النقدية تمتلك المرونة في التحرك ضد الأهتلاك في اسعار الصرف (أي أنها تمتلك القدرة على التحرك وفقاً لمصالحها وسياساتها النقدية ضد اي انخفاض وتآكل في اسعار الصرف الخاصة بالعملة المحلية مقارنة مع العملة أو العملات الأجنبية) بحيث دائما تكون دالة المعيار وفقاً للشكل التالي: $(\gamma > 0)$، فلو اتبعت الحكومة سياسة رفع اسعار الفائدة في محاولة منها للمحافظة على استقرار اسعار الصرف الخاصة بالعملة، حيث نرى في المعادلة رقم 7 أن السند الطبيعي والمشار إليه بالدالة ω_t يحتوي على العديد من الشروط والمعطيات التي تم اهمالها والتي قد تؤثر على السياسة النقدية المتبعة وتؤثر بالتالي على الاهداف المرجوة منها.

2.3. النتائج الرئيسية:

سوف نقوم بتحديد نقاط التعادل ما بين أسعار الصرف ومستويات ومعدلات أسعار الفائدة وسنمثلها وفقاً لطريقتين.

الأولى أننا سنقوم بتحديد سعر التعادل الخاص بأسعار الصرف من خلال أخذ عدد المتداولين المستثيرين المعطى كما هو n ومن ثم نقوم بحل ذلك من خلال دراسة التطور الطبيعي لأعداد المتداولين المستثيرين، (النتائج الرئيسية لنموذج المحاكاة المصمم والمعدل كما ورد سابقاً سوف تلخص تباعاً بكل تفصيل في الملحق رقم A.)

✓ الخطوة الأولى: عندما يكون عدد المتداولين الضوضائيين معطى ومتوفر لدينا نستطيع حل المعادلة الخاصة بمتوسط عائد المخاطرة والانحراف الخاص بأسعار الصرف وذلك وفق المعادلتين التاليتين:

[1] - Asankha Pallegedara (Dynamic relationships between stock market performance and short-term Interest rate Empirical evidence from SriLanka) 18. August 2012

$$\bar{\rho} = \frac{a\bar{B}}{N_I + n}\mathrm{var}(e),$$

$$\mathrm{var}(e) = \frac{\gamma^2 \mathrm{var}(\tilde{e}) + \mathrm{var}(\omega)}{(1+\gamma)^2 - \lambda\left(\frac{n}{N_I}\right)^2}.$$

- بعض الملاحظات التي لابد من الانتباه لها:

a. يجب العلم بداية أنه عند الزيادة في الانحراف الأساسي والذي يرمز له بالرمز: $(var(\tilde{e})$ و$var(\omega))$ ستكون النتيجة ارتفاع في تذبذب وانحراف أسعار الصرف كنتيجة طبيعية لذلك.

b. ثانياً عند الزيادة الخارجية (التي تكون عواملها المسببة لهذه الزيادة خارجة عن العاملين المذكورين أعلاه) في أعداد المتداولين الضوضائيين n سيؤدي ذلك بطبيعة الحال إلى زيادة في انحراف اسعار الصرف أيضاً.

c. أخيراً إن تأثير زيادة عدد المتداولين الضوضائيين n على متوسط عائد علاوة المخاطرة هو تأثير غير رتيب (بمعني أنها لا تتحرك صعوداً أو هبوطاً أي أن تأثيره تأثير محدود)

- من ناحية أخرى إن زيادة أعداد المتداولين المستنيرين n سيؤدي بالتبعية إلى انخفاض العامل $\bar{p}$ بشكل مباشر كما هو واضح في المعادلة رقم 8.
- من ناحية أخرى إن هذه الزيادة في أعداد المتداولين n تجعل المتغير $var(e)$ الخاص بالعائد على المخاطرة يزداد، ولذلك سيؤدي إلى زيادة العامل $\bar{p}$ وبعبارة أخرى يمكن الاستنتاج أن متداولي الضوضاء يلعبون دورين رئيسيين في هذا النموذج الرياضي وهما على التوالي:

1. يقومون بخلق المخاطرة (من خلال زيادة الاستثمار – غالبا في سندات البيزو).

2. يقومون بمشاركة هذه المخاطرة مع الغير في نفس الوقت (من خلال ادخال عناصر ومتداولين جدد للاستثمار – غالبا في سندات البيزو).

✓ الخطوة الثانية: في هذه المرحلة سنأخذ بعين الاعتبار قرارات الدخول بالنسبة لكل من المتداولين المستنيرين والمتداولين الضوضائيين على حد سواء إلى سوق سندات البيزو ومن بعدها سنقوم بتحليل نوضح فيه طبيعة العلاقة الرياضية في حالة كون أعداد المتداولين المستنيرين طبيعية (بمعنى أنها طبيعية من حيث طبيعة النمو – لا توجد عوامل خارجية تؤثر عليها لا زيادة ولا نقصان) وذلك من خلال النقطتين التاليتين:

a. النتيجة البسيطة الأولى والتي من السهل ملاحظتها هي في كون المتداولين المستنيرين دائما يدخلون سوق سندات البيزو للاستثمار فيه في نقطة التعادل على اعتبار أنهم لا يتحملون اي تكاليف

إضافية نتيجة لدخولهم لهذا السوق (بمعنى أنهم دائما ما يدخلون السوق عندما يوجد تعادل في أسعار الفائدة وأسعار الصرف بحث انهم يستغلون جميع البيانات والمعلومات المتوفرة لهم لتحقيق العوائد المالية كما أنهم يدخلونها ايضاً في نقطة التعادل بناءً على المعطيات السابقة).

b. النتيجة الثانية أن المتداولين الضوضائيين j يدخلون سوق الاستثمار في سندات البيزو فقط في حالة كون السوق في نقطة تعادل وبالتالي يسمح لهم بتحقيق عائد إجمالي ($^{(GB)}$ Gross Profit) أعلى يغطي جميع التكاليف المصاحبة للدخول إلى السوق، ويمكن تمثيل ذلك بالعلاقة الرياضية التالية:

$$\mathrm{GB}(\bar{\rho}, \mathrm{var}(e)) = \frac{1}{2a(1+\lambda)} \frac{\bar{\rho}^2}{\mathrm{var}(e)} + \frac{1}{2a} \ln(1+\lambda) \geq c_j.$$

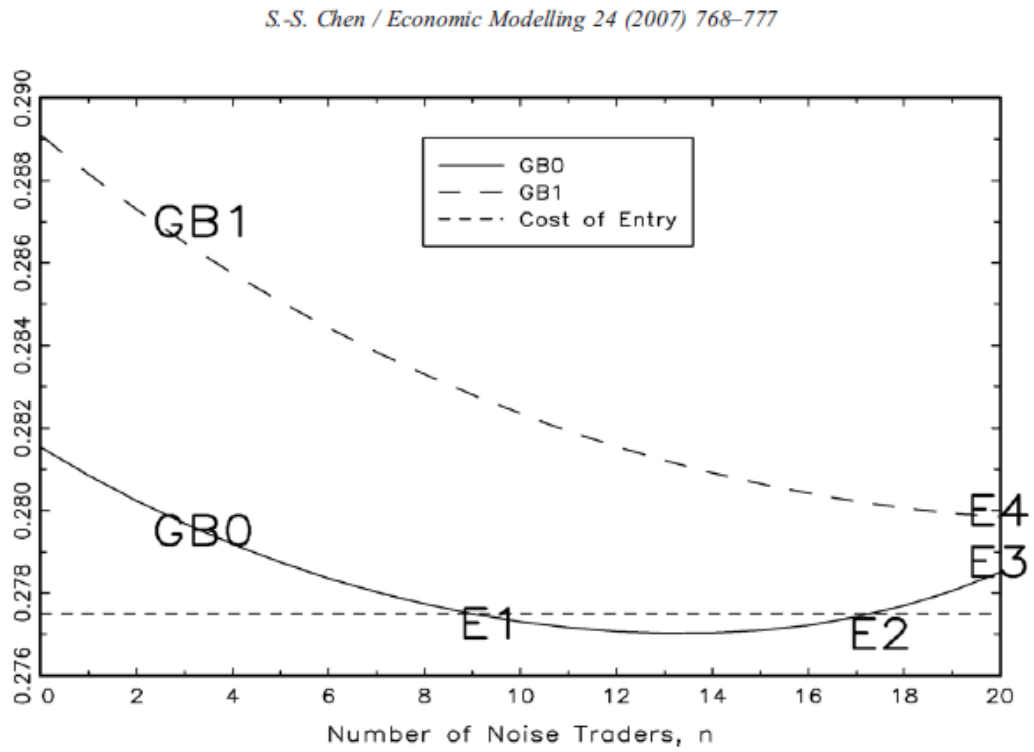
(يرجى مراجعة التفاصيل والاقتراحات في المحلق رقم A).

1. بالنسبة لبعض مستويات الانحرافات الأساسية وتكاليف الدخول نلاحظ انه يوجد عدة مستويات من مستويات التعادل مع تعدد مستويات الدخول لكل مستوى (من مستوى منخفض إلى مستوى أعلى) وذلك من قبل المتداولين الضوضائيين، كما انه وفقا لقرارات الدخول نستطيع الدخول على عدة مستويات من التعادل في النموذج المعدل (أي أن المتداولين الضوضائيين أو الغير مستنيرين لا يدخلون السوق مرة واحدة، بل يدخلونه على مستويات ووفقا لقرارات متباينة الامر الذي يخلق لدينا عدة مستويات من التعادل)[1]. هذا ولكي نقوم بعرض ميزة التعادل في هذا النموذج المعدل سنعرض وضع المنحنى البياني الذي يمثل الربح أو العائد الإجمالي وتكاليف الدخول في الرسم والمنحنى البياني رقم 1. حيث نلاحظ أن نقطة التقاطع الناتجة عن منحنى الربح الإجمالي ومنحنى تكاليف الدخول إلى السوق والذي يعطينا نقطة التقاطع التي تمثل الربح الصافي أو المنفعة الصافية والخاصة بهامش التداول الذي يعود للمتداولين الغير مستنيرين (الضوضائيين).

بداية لنقوم بالتحقق من المعيار في حالة كون العامل والدالة $y = 0.5$ أي إجمالي المنفعة عند النقطة صفر (GB0 in Fig. 1) حيث نستطيع ان نجد من هذا الرسم أن كلاً من النقطتين $E1$ والنقطة $E3$ هما نقطتين تعادل مستقرتين وأن النقطة $E2$ تمثل نقطة تعادل غير مستقرة، حيث أن الانحراف الخاص بأسعار الصرف هو انحراف رتيب الوظيفة بناءً على أعداد المتداولين الضوضائيين. حيث إن النقطة $E1$ تمثل نقطة تعادل يكون عندها التذبذب والتغير في اسعار الصرف عندها عند أدنى مستوى في حين أن علاوة العائد الخاص بالمخاطرة لا يمكنها عند هذه النقطة أن تجذب اي متداولين ضوضائيين جدد للاستثمار في السوق بسبب انخفاض العائد المرتبط بانخفاض التذبذب في

[1] - Shiu-Sheng Chen (A note on interest rate defense policy and exchang rate volatility) Economic Modelling 24 Taiwan university, February 2007.

اسعار الصرف كما هو موضح أعلاه (بمعنى أنه لا يوجد محفز لدخول السوق طالما هناك نقطة تعادل يكون عندها الانحراف والتذبذب في اسعار الصرف في ادنى مستوياته – أي أن العائد على المخاطرة يكون منخفض لعدم وجود مخاطرة من الأساس)، على النقيض من ذلك إن النقطة $E3$ تمثل وتستجيب لمستويات تذبذب عالية عند هذه النقطة من التعادل حيث إن الكثير من المتداولين الغير مستنيرين ينجذبون للاستثمار في سندات البيزو عن هذه النقطة لارتفاع العائد على المخاطرة نتيجة ارتفاع احتمالات التذبذب في اسعار الصرف وبشكل طبيعي أيضاً بسبب ارتفاع تكاليف الدخول إل السوق المصاحب لدخول الكثير من هؤلاء المتداولين للسوق المالية نتيجة جاذبية العائد (أي أن العلاقة طردية بحيث يزادا العائد وتزداد الرغبة بالدخول فتزداد التكاليف المصاحبة لهذا الدخول بطبيعة الحال مع ارتفاع المتداولين الراغبين بالدخول) – (يرجى مراجعة التفاصيل والاقتراحات رقم 2 في المحلق رقم A).



الشكل (10) عدد المتداولين الضوضائيين

2. بالنسبة لمستويات الكفاءة والتي تتميز بانحرافات اساسية تمثلها الدالتين: $(var(\hat{e})$ والدالة: $var(\omega)$ نجد أن هناك نقطة تعادل فريدة تمثل جميع المتداولين الضوضائيين الداخلين إلى سوق سندات البيزو. حيث نجد انه بالنسبة لمستويات الكفاءة ذات مستوى الانحراف المنخفض نجد أنه توجد نقطة تعادل بدون وجود متداولين ضوضائيين في سوق سندات البيزو، أما بالنسبة للمستويات المتوسطة من الانحرافات الأساسية نجد أنه توجد عدة مستويات من التعادل مصحوبة مع مدخلات منخفضة ومرتفعة من قبل المتداولين (المقصود بالمدخلات مستويات تذبذب تنخفض وترتفع وتكون

مرتبطة بأسعار الصرف) وهكذا نجد أن دمج مستويات التوازن الخاصة بالمستويات المتوسطة من الانحرافات الأساسية والخاصة بالنموذج الرياضي المعدل سيعطينا بعض التداخلات المهمة.

- بداية نجد أنه لا توجد علاقة بسيطة بين التذبذب في الانحرافات الأساسية والأسعار الصرف. حيث أنه يمكن لبلدين مختلفين أن يظهرا مستويات مختلفة من التذبذب في أسعار الصرف (بالنسبة لعملة كل منهما مقابل عملة البلد الآخر) على الرغم من امتلاك كل منهما لنفس الانحرافات الرياضية الأساسية (أي أن كل بلد وإن تشارك مع البلد الأخر بمجموعة من الخاصيات الرياضية إلا أنه يتميز عنه بخصائص أخرى تجعلها تؤثر في اسعار الصرف وفي مجالات التذبذب الخاصة بعملتها وبما يقابلها من عملات أخرى).
- ثانياً إن حالة الاقتصاد وطبيعته الخاصة يمكن أن تدفع به للتأرجح والقفز بين عدة مستويات من التعادل بناءً على التغيرات المشاهدة أو المعايير والمقاييس المحددة مسبقاً تماما كما هي في حالة عدم ارتباط أفعال السياسة النقدية الخاصة بالبلد مع غيرها من المتغيرات موضوع الدراسة (أي أننا نفترض أنه ليس لكل عوامل الاقتصاد ضمن البلد والسياسات النقدية المتبعة سواءً للتأثير في سعر الفائدة أو على أسعار الصرف بالضرورة ارتباط ببعضها البعض). (يرجى مراجعة التفاصيل والاقتراحات رقم 3 في المحلق رقم A).

3. في هذا النموذج الرياضي الكاتب يفترض أن الدالة γ الموجودة في المعادلة الرياضية رقم 7 كمعيار متبع يعطي مؤشراً يوضح أن اتباع سياسة التغير في أسعار الفائدة تستجيب للتغيرات الحاصلة في أسعار الصرف. في حالة كون الدالة $\gamma > 0$ فإن ذلك يعني أن السلطات النقدية تميل وتتجه نحو اتباع سياسة اهتلاك أسعار الصرف. إنه لمن المهم أن نسأل فيما إذا كانت أو لم تكن للسياسة الدفاعية المرتبطة بالتغيير في أسعار الفائدة القدرة على المحافظة على استقرار أسعار الصرف، هذا بغض النظر عن إمكانية أو عدم إمكانية السياسة الدفاعية لأسعار الفائدة من أن تقود لمستوى تعادل يكون مصحوباً بتذبذبات منخفضة وقليلة في أسعار الصرف.

أيضا نجد أنه تحت معطيات وشروط معينة بشرط أن تكون الدالة $\gamma > 0$ كيف ان القيم الخاصة بالدالة γ يمكن ان تقود إلى مستويات تذبذب أعلى في أسعار الصرف، بل ويمكن أن تنتهي بمستوى تعادل فريد بحيث يكون فيه كل متداولي الضوضاء (أي المتداولين غير المستنيرين) قد دخلوا إلى سوق سندات البيزو مما أدى إلى مستوى أعلى من التذبذب في أسعار الصرف.

من الممكن توضيح ذلك من خلال الرسم البياني رقم 1 أعلاه، حيث نجد أنه بوجود قيمة عالية للدالة γ تتراوح من القيمة (0.5 to 1.1) (وهي قيم موجبة دائماً كما تم افترضناها مسبقاً) سيؤدي إلى انحراف ونقل كامل منحنى المنفعة الكلية أو الإجمالية (GB) من النقطة GB0 إلى النقطةGB1 حيث يحثه ويحفزه على الانتقال إلى مستوى تعادل جديد يتمتع بتذبذب أكبر، وهي التي تمثلها النقطة E4، لذلك نجد أن النموذج الرياض يتوقع ويتنبأ بذلك ولكن تحت شروط محددة آخذين بعين

الاعتبار أن صناع السياسات (النقدية والمالية) يوظفون سياسة سعر الفائدة كسياسة دفاعية (أي أن صناع السياسات النقدية والمالية يستخدمون عدة استراتيجيات وأساليب اقتصادية للمحافظة على استقرار اسعار الصرف من بينها التحكم في سعر الفائدة)[1].

وكلما كانت استجابتها لعوامل الاهتلاك في اسعار الصرف أكثر عدائية (بمعنى أكثر تشدداً في تطبيق السياسة) كلما كانت القيمة الخاصة بالدالة γ أكبر أي كلما كان التذبذب في أسعار الصرف أعلى.

(يرجى مراجعة التفاصيل والاقتراحات رقم 4 في المحلق رقم A).

يلاحظ أنه في حالة رفع أسعار الفائدة لتشكل آلية حماية للدفاع عن العملة يمكن أن يؤدي إلى دفع العملة إلى نظام (هو نظام خاص باتباع سياسات نقدية ومالية جديدة) يتمتع بتذبذبات وتقلبات أسعار أعلى وكمثال على ذلك: يمكن أن يؤدي اتباع هذه السياسة (السياسة الدفاعية عن طريق أسعار الفائدة) إلى الإخلال باستقرار أسعار الصرف. إن الحدس والبديهة التي تفترض أن وجود سعر فائدة أعلى يحث على عائد مخاطرة أعلى والتي تؤدي بدورها إلى رفع العائد الإجمالي (زيادة الأرباح) بالنسبة للداخلين غلى السوق المالية من متداولي الضوضاء (المتداولين غير المستنيرين) والذي بدوره وبشكل طبيعي سيؤدي إلى جذب المزيد من المتداولين غير المستنيرين إلى الدخول للسوق تحت إغراء تحقيق عوائد مالية كبيرة، والذي بدوره سيؤدي إلى رفع علاوة المخاطرة لمستويات أعلى بكثير (نتيجة هذا التدفق لدخول السوق وزيادة الاستثمار).

أخيراً نلاحظ أنه يمكن أن ينتهي الحال بأسعار صرف تتمتع بتذبذبات أعلى مع عوائد مخاطرة أعلى وذلك ضمن مستوى جديد يضم بداخله جميع المتداولين الضوضائيين الذين دخلوا السوق المالية للاستثمار في سندات البيزو.

باختصار وكخلاصة يمكن القول بأنه في حالة اتباع سياسة نقدية متشددة يؤدي ذلك لحث التدفقات النقدية الرأسمالية بشكل تقليدي لتكون الإطار العام لأسعار الفائدة الغير كفؤة والغير مغطاة (غير كفؤة وغير مغطاة من حيث تلبيتها للمتغيرات الاقتصادية ودفاعها عن تذبذبات أسعار الصرف) والتي تكون متوقعة ضمن هذا السياق.

على كل حال، إذا كان كلاً من المتداولين العقلانيين والغير عقلانيين (أي المستنيرين والضوضائيين) قد وجدوا فعلياً في السوق المالية سيؤدي ذلك إلى أن أسعار الفائدة سترفع بدورها العائد الإضافي (العائد الصافي بعد خصم جميع تكاليف الدخول إلى السوق) والذي بدوره سيؤدي إلى اجتذاب المزيد والمزيد من المتداولين الضوضائيين الأمر الذي يؤدي بدوره إلى المبالغة وتعظيم التذبذب في أسعار الصرف.

[1] - Chen, Shiu-Sheng, 2006. Revisiting the interest rate–exchange rate nexus: a Markov switching approach. Journal of Development Economics 79 (1), 208–224.

ومن خلال الشرح السابق لدراسة شين نتوصل إلى أن تأثير وفعالية أسعار الفائدة كأداة دفاعية عن تقلبات أسعار الصرف قد تم اختبارها والتحقق منها نظرياً قد وثق تكرار عملي وتجريبي يفيد بأن معدلات الفائدة العالية دائما تكون مصحوبة بفواصل زمنية ذات فترات طويلة المدى تتميز بكون أسعار الصرف فيها متذبذبة بشكل عالي وكبير وأيضاً بفواصل زمنية ذات فترات قصيرة المدى تتميز بكون أسعار الصرف متذبذبة بشكل منخفض، لذلك اقترح شين بأن أي نموذج وهيكل رياضي (نموذج محاكاة رياضية مشابهة للنموذج المعدل في الدراسة – نموذج مبني رياضيا وفق صيغة وهيكلية رياضية معينة) خاص ببيان أثر اسعار الفائدة وأسعار الصرف يجب ان أن تكون لديه القدرة على التنبؤ بهذه العلاقة بين أسعار الصرف وتذبذب أسعار العملة (أي تحديد طبيعة العلاقة بين هذين المتغيرين). من الواضح أن النموذج الرياضي المصمم والمقدم من قبل شين هو في توافق مع التكرارات التجريبية والعملية التي تم توثيقها كما ورد أعلاه وبالتالي فهي تزودنا وتعطينا السبب والتأثير (أي ان النموذج الرياضي يعطي تفسيراً منطقيا لكل المشاهدات والتجارب التطبيقية لكل ما سبق بحيث ان النموذج يحدد الأسباب وتأثيرها وكيفية حدوثها).

الملحق A.

في هذا الملحق، سنوضح كيف يمكن أن نحصل على النتائج الأساسية والخاصة بالنموذج المحدد في القسم رقم 2، لكن بداية وقبل كل شيء سوف نحدد معنى التعادل في هذا النموذج الرياضي.

– التعادل – التعادل يتألف من طريق أو مسار من عمليات ستوشاستيك والخاصة بأسعار (معدلات) الصرف والتي تمثلها الدالة: $\{e_t\}$، وعلاوة المخاطرة تمثلها الدالة: $\{p_t\}$، وقرار المتداولين الأمثل (الأمثل في توقيت الدخول والاستثمار) تمثله الدالة: n_t^j والدالة: b_t^j حيث نجد معناها كالآتي:

a. n_t^j دالة تلبي شروط الدخول إلى السوق المالية للاستثمار (كما ورد سابقاً في البند رقم: 1).

b. b_t^j دالة تحل مشكلة التعظيم (كما ورد سابقاً في البند رقم: 2).

c. شروط التسوية في السوق والخاصة بسندات البيزو يتم تمثيلها بالمعادلة الرياضية التالية:

$$\bar{B} = \sum_{j=1}^{N} \eta_t^j b_t^j$$

وكما نجد في رسالة البحث الخاصة بجين وروز والصادرة في العام 2002، سنقوم بحل النموذج الرياضي من خلال اتباع أسلوب التخمين والتأكد (أي سنقوم بالتحقق من دقة البيانات المعطاة وفقا لنموذج جين وروز من خلال التخمين في إدخال البيانات ومن ثم التحقق من مدى مطابقة النتائج مع المتوقع من التحليل). حيث أن كل الصدمات يفترض أن تكون مستقلة ومتطابقة من حيث التوزيع وذلك من خلال المؤشرات التالية:

$$\omega_t \sim \text{ i.i.d. } \mathcal{N}(0, \text{var}(\omega)), \tilde{e} \sim \text{ i.i.d. } \mathcal{N}(E(\tilde{e}), \text{var}(\tilde{e})),$$

حيث سنقوم بالتخمين بأن الحل للفرض السابق سيكون وفقاً للصيغة الرياضية التالية:

a. $e_t \sim$ i.i.d. $\mathcal{N}(\bar{e}, \text{var}(e))$, and $\rho_t \sim$ i.i.d. $\mathcal{N}(\bar{\rho}, \text{var}(\rho))$;

b. بحيث أن كل المتداولين المستثيرين وعدد ثابت من المتداولين الضوضائيين والذين تمثلهم الدالة: $n \leq N_N$ يقومون بالدخول إلى سوق سندات البيزو في كل فترة زمنية (اي يدخلونها بشكل منتظم ودوري).

وبناءً عليه فإن التعادل سيتم تمثيله وفقاً لخطوتين أو مرحلتين هما:

1. بداية يتم تحديد أسعار صرف التعادل (معدلات صرف التعادل) مع الأخذ بالاعتبار أن الرقم: n هو معطى فرضاً.

2. ثم يتم استخدام شرط الدخول في حل الرقم المعطى: n.

A.1. تحليل رياضي عندما يكون لدينا عدد متداولي الضوضاء في السوق معطى مسبقاً، وكانت علاوة الإصدار تمثل بالدالة: p_t والتي هي موزعة توزيعاً طبيعياً، عندئذ فإن مشكلة التعظيم أو المبالغة يمكن إعادة صياغتها أو كتابتها (يعني حلها رياضياً وفق صيغة جديدة) من خلال المعادلة التالية:

$$\max_{b_t^j} U_t^j = E_t^j(W_{t+1}^j) - \frac{a}{2}\text{var}_t^j(W_{t+1}^j), \quad \text{s.t.} \quad W_{t+1}^j = (1+i^*)W + \eta_t^j(b_t^j \rho_{t+1} - c_j).$$

ومن خلال ما عرضناه سابقا " نتوصل لأهمية متغير سعر الفائدة في تأثيره على سعر الصرف والذي من خلاله توضح لنا التأثير الباطني على السوق المالية لذلك نجد ان آثر سعر الفائدة هو رئيسي ولكنه غير مباشر على السوق المالية إنما يحدث آثره عن طريق قناة سعر الصرف التي كانت قناة مهمة في هذا البحث، لذلك لابد لنا من التركيز على سعر الفائدة في أي سياسة نقدية من أجل أحداث تغيرات رئيسية ومهمة في السوق المالية.

المبحث الثالث
سعر الفائدة ومؤشر السوق دراسة تطبيقية على سوق عمان للأوراق المالية

كما هو الحال لدى البنوك المركزية في العالم، أصبح تحقيق الاستقرار النقدي يعتلي سلم أولويات السياسة النقدية للبنك المركزي الأردني في المرحلة الحالية. ونقصد بالاستقرار النقدي هنا، استقرار المستوى العام للأسعار، واستقرار سعر صرف الدينار وتوفير هيكل أسعار فائدة ملائم. فالاستقرار النقدي يعتبر أحد أهم أركان البيئة الجاذبة للاستثمارات سواءً أكانت محلية أم أجنبية، وهذه الاستثمارات هي المحرك الرئيس للنشاط الاقتصادي. وبهذا يكون الدور الذي يلعبه البنك المركزي في النمو الاقتصادي دوراً غير مباشر[1].

وإذا كان تحقيق الاستقرار النقدي يمثل المرتكز الرئيس للسياسة النقدية في الوقت الراهن، فإن البنك المركزي لم يغفل الجانب التمويلي للأنشطة الاقتصادية وإنما غيّر من منهجية التعامل معه. فبدلاً من التركيز على توفير التمويل اللازم للاستثمارات بأسعار فائدة تفضيلية، والتي غالباً ما كانت تتم من خلال إجراءات إدارية تحد من كفاءة تخصيص الموارد، فقد أصبح الاهتمام في الوقت الراهن يرتكز على توفير البيئة المصرفية المناسبة التي تساعد على تسهيل عمليات الوساطة المالية[2].

يتمثل الاستقرار النقدي في تحقيق استقرار في مستوى الأسعار وتحقيق استقرار في سعر الصرف وخلق هيكل أسعار فائدة ينسجم مع الظروف الاقتصادية والتطورات المالية بحيث يلجأ البنك المركزي إلى التحكم بسعر الفائدة من أجل تنظيم نمو السيولة في الاقتصاد بما يتناسب مع النشاط الاقتصادي[3].

-المبحث الأول: تطور أسعار الفائدة تدريجياً

واجهت سياسة تحديد سعر الفائدة في الأردن العديد من التغيرات منذ القرون الماضية إلى وقتنا الحاضر، وذلك نتيجة لحدوث العديد من الأزمات التي عصفت بالاقتصاد العالمي عامة" والاقتصاد الأردني بشكل خاص فكان لابد للبنك المركزي الأردني من العزوف عن سياسات تعتبر متخلفة ومواكبة السياسات الحديثة لحماية الاقتصاد الأردني من الانهيارات التي من المحتمل أن يعاني منها لذلك سوف نتخصص في هذا البحث سياسة تحديد سعر الفائدة منذ 1990 إلى وقتنا الحالي:

---

[1]- البنك المركزي الأردني، الجهاز المالي والمصرفي في الأردن، 1986.

[2]- علي. عبد المنعم السيد، تقييم السياسة النقدية في الأردن، 1970– 1999، مجلة دراسات الأردنية، عمان، 2001.

[3] - Mishkin, frederics. (2000). The Economics of Money, Banking and financial Markets. Sixt Edition.

- سياسة تحديد سعر الفائدة منذ عام 1990:[1]

قام البنك المركزي في شهر شباط من عام 1990 بانتهاج سياسة تعويم أسعار الفائدة الدائنة والمدينة في السوق المصرفي. وبالتالي، فإن أسعار الفائدة في السوق المصرفي تتحدد وفقاً لقوى العرض والطلب. ويتمثل دور البنك المركزي في إعطاء إشارات للبنوك المرخصة عن أسعار الفائدة من خلال تبنيه للإدارة غير المباشرة للسياسة النقدية.

- سياسة تحديد سعر الفائدة لغاية عام 2004:

بعد أن انخفضت أسعار الفائدة على الدينار الأردني لأدنى مستوياتها في النصف الأول من عام 2004، أخذت هذه الأسعار بالارتفاع مؤخراً تماشياً مع ارتفاع أسعار الفائدة على الدولار، كما أخذ الفرق بين العائد على السندات الصادرة عن الحكومة الأردنية وتلك الصادرة عن الحكومة الأميركية ذات آجال الاستحقاق المختلفة بالاتساع التدريجي عاكسة معدلات تضخم أعلى محلياً مقارنة مع نظرتها في الولايات المتحدة. والسبب في ذلك يعود إلى ارتفاع أسعار الواردات من أوروبا واليابان والزيادة المتحققة في بداية هذا العام على ضريبة المبيعات العامة من 13% إلى 16%.

تتأثر توجهات أسعار الفائدة على الدينار الأردني بعدة عوامل داخلية وخارجية، تشير معظمها إلى إمكانية متابعة هذه الأسعار ارتفاعها التدريجي خلال الأشهر القادمة. ويعتبر أهم عامل مؤثر على توجهات أسعار الفائدة المحلية هو التغيير في أسعار الفائدة على الدولار بسبب ارتباط سعر صرف الدينار الأردني بالدولار الأميركي[2]. وفي الماضي كانت دائماً أسعار الفائدة المحلية أعلى من مثيلتها على الدولار وهذا الفرق لم يكن ثابتاً بل متغيراً تبعاً للأوضاع الاقتصادية في المملكة وحجم احتياطاتها من العملات الأجنبية، أضف إلى ذلك معدلات التضخم المحلية مقارنة بنظيرتها في الولايات المتحدة ومدى تخوف المتعاملين في أسواق الصرف من مخاطر تخفيض قيمة الدينار مقابل الدولار. بيد أن وجود فارق في أسعار الفائدة لصالح العملة المحلية ساعد في الحفاظ على جاذبية الودائع بالدينار ودعم ثبات سعر صرف العملة المحلية مقابل الدولار[3].

1- الطاهر. عبد الله، الخليل. موفق علي الخليل (2004). النقود والبنوك والمؤسسات المالية. مركز يزيد للنشر، ص402.

2 - Jbili, Abdelali and Vitali Kramarenko. 2003. "Shoud MENA Countries Float or Peg", Finance and Development, March 2003, 40(1), International Monetary Fund, Washington D.C.

3- الفرحان، اسامة. (2002). محددات معدل الفائدة في الاقتصاد الأردني، دراسة تطبيقية 1990-2000، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية. عمان، الأردن.

ومع تحسن المؤشرات الاقتصادية في الأردن خلال السنوات الماضية استطاعت السلطات النقدية أن تخفض أسعار الفائدة المحلية لكي تجاري التراجع الذي سجل في أسعار الفائدة على الدولار. ولقد شهد الأردن نمواً اقتصادياً قوياً خلال الأعوام الأربعة الماضية تراوح ما بين 3% و5% سنوياً، كما ارتفع احتياطي المملكة من العملات الأجنبية ليصل مؤخراً إلى 7.4 بليون دولار، ولقد شجع هذا كل من مؤسسة ستاندر آند بورز[1] (S&P) ومؤسسة موديز (Moody`s) لتصنيف الائتمان على رفع درجة تصنيف الأردن الائتمانية خلال النصف الثاني من العام الماضي. غير أن هناك حدوداً لمدى إمكانية تقليص الفرق بين أسعار الفائدة على الدينار مقارنة بنظيرتها على الدولار، إذ يجب أن يبقى سعر الفائدة على العملة المحلية أعلى بسبب المخاطر المرتبطة بإمكانية تراجع سعر صرف الدينار مقابل الدولار[2]، سواء أكانت هذه المخاطر فعلية أم وهمية، وأيضاً للحفاظ على القدرة الشرائية للودائع بالدينار حيث إن معدلات التضخم في الأردن أعلى من مثيلاتها في الولايات المتحدة. ولقد استمرت أسعار الفائدة على شهادات الإيداع الصادرة عن البنك المركزي الأردني ذات آجال استحقاق ثلاثة أشهر بالانخفاض التدريجي منذ عام 2000 متراجعة من 6% في كانون الأول عام 2000 إلى 5.3% في كانون الأول عام 2001، ثم انخفضت إلى 3% في كانون الأول عام 2002 لتصل إلى 2.2% في نهاية عام 2003 وأقل من2% في منتصف عام 2004. كما تقلص الفرق بين أسعار الفائدة على شهادات الإيداع الأردنية ذات آجال استحقاق ثلاثة أشهر وبين أذونات الخزينة الأميركية لنفس الفترة من 9.5% في نهاية عام 1998 لتصل إلى 3.1% في نهاية عام 2003، وأقل من 1% في منتصف عام 2004[3].

ومن الملاحظ ان تقليص الفرق بين أسعار الفائدة على الودائع بالعملة المحلية ونظيرتها على الدولار قد جاء في الوقت الذي ارتفع فيه مؤشر غلاء المعيشة في الأردن من 8.1% في عامي 2001و2002 إلى 3.2% عام 2003، ليصل إلى 8.3% خلال الأشهر الثمانية الأولى من عام 2004، بينما بقيت معدلات التضخم في الولايات المتحدة حول مستوياتها المنخفضة بحدود 5.1%، والتي هي أعلى بقليل من أدنى مستوى وصلت إليه عام2003 والذي بلغ 1%[4].

1- مؤشر ستاندر أند بور 500: هو مؤشر في سوق المال يتكون من 500 شركة رائدة وكبيرة الحجم تتواجد في التداول العام في سوق الأسهم بالولايات المتحدة الأميركية

2- صالح العُمر. إبراهيم ، العلاوين. محمد عبدالهادي والحصري. ديانا بولس . (2013). أثر عجز الموازنة العامة على معدل الفائدة في الأردن (1996-2008). دراسات، العلوم الإدارية، المجلّد40، العدد1، ص5.

3- دائرة الإحصاءات العامة، 2003، الكتاب الإحصائي السنوي، العدد 54، دائرة الإحصاءات العامة، عمان.

4 -Taylor, john B, the Robustness and Efficiency of Monetary Policy Rules as Guidelines for Interest Rate Setting by the European Central Bank, Stanford university, February 1999.

والسبب الرئيسي لارتفاع معدلات التضخم في الأردن يعود إلى الزيادة التي سجلت في أسعار الواردات من أوروبا وبريطانيا واليابان والتي عكست ضعف سعر صرف الدولار والدينار الأردني المرتبط به مقابل كل من اليورو والجنيه الإسترليني والين الياباني. كما أن التوسع في عمليات الإقراض وارتفاع مستويات السيولة وزيادة ضريبة المبيعات أدى كله إلى رفع معدلات التضخم محلياً. وفي الوقت الذي سجل فيه الاقتصاد الأردني معدلات نمو قوية وصلت إلى 2.7% في النصف الأول عام 2004، وارتفاع في معدلات التضخم نجد بأن السياسة النقدية المتبعة ما تزال توسعية تعكسها أسعار فائدة حقيقة سالبة، أي أن سعر الفائدة على الودائع وشهادات الإيداع بالدينار هو أقل من معدلات التضخم في البلاد. ومثل هذه السياسة لن تساعد على الحد من عمليات المضاربة في السوق العقاري وسوق الأسهم التي اشتدت وطأتها مؤخراً[1].

ويعتبر العائد على سندات الخزينة الأميركية والأوضاع في سوق الائتمان المحلي من العوامل الرئيسية التي تحدد سعر الفائدة على السندات التي تصدرها الحكومة الأردنية. وتجدر الإشارة هنا إلى أن الفرق بين أسعار الفائدة على السندات الصادرة عن الحكومة الأردنية مقارنة بسندات الخزينة الأميركية لا تتعدى اليوم 1% للسندات ذات آجال الاستحقاق قصيرة الأجل أي أقل من عام واحد، و2% للسندات ذات آجال الاستحقاق المتوسطة، والتي تصل إلى خمس سنوات. وفي 18 آب 2004، قامت الحكومة الأردنية ولأول مرة بإصدار سندات ذات آجال استحقاق لسبع سنوات بسعر فائدة ثابت معدله 7.05% ويبدو للوهلة الأولى أن الفرق بين أسعار الفائدة هذه وتلك التي على سندات الحكومية الأميركية لنفس فترة الاستحقاق والذي يصل إلى 29.3% مرتفع، وقد يكون أعلى مما يجب إذا ما قارناه بالفرق بين أسعار الفائدة على السندات السيادية بالدينار والدولار لفترة 5 سنوات والذي لا يتعدى 14.2%، ولقد كانت هناك إمكانية إصدار السندات الحكومية لسبع سنوات بأسعار فائدة أقرب إلى 5.6%[2]، غير أن الحكومة ارتأت دفع أسعار فائدة أعلى للتأكد بأن أو أي إصدار لها لفترة سبع سنوات سيكون ناجحاً، آخذة بالاعتبار أيضاً الارتفاع الذي سجل مؤخراً في معدلات التضخم في السوق المحلية إضافة إلى أن المخاطر الائتمانية تكون أعلى كلما كانت فترة الاستحقاق أطول. ولقد أصبح سعر الفائدة هذا الآن هو المرجع لتسعير أي سندات صادرة عن الشركات الأردنية ذات آجال استحقاق سبع سنوات[3].

1- الطيب. سعود ، الحجايا. سليم ، شحاتيت. محمد ، تأثير سعر الفائدة لأجل على الاستهلاك الخاص حالة الأردن خلال 1976-2004. دراسات علوم إدارية، مجلد38، عدد2، 2011، ص9.

2- التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني، 2007.

3- البنك المركزي الأردني، 2004، بيانات إحصائية سنوية، 1964-2004، عدد خاص، تشرين الأول، البنك المركزي الأردني، عمان.

أما بالنسبة للسندات التي تصدرها الشركات الأردنية، فإن أسعار الفائدة عليها تحددها ثلاثة عوامل رئيسية هي: أولاً أسعار الفائدة للسندات التي تصدرها الحكومة وهذه تعطي مرجعاً للتسعير، إذ إن كافة الشركات الأردنية تعتبر ذات مخاطر ائتمانية أعلى من تلك العائدة للحكومة الأردنية، وبالتالي ينبغي أن تكون أسعار الفائدة على السندات التي تصدرها هذه الشركات أعلى من تلك العائدة للسندات الحكومية لنفس فترة الاستحقاق. والعامل الثاني الذي يحدد سعر الفائدة على السندات التي تصدرها الشركات هو درجة الائتمان لهذه الشركات وقدرتها على خدمة الدين والتسديد عند الاستحقاق. فعلى سبيل المثال، خلال الأعوام العشرين الماضية كانت أسعار الفائدة على السندات التي تصدرها الشركات الأميركية ذات التصنيف الائتماني المرتفع (AAA) تقل بنسبة 1% عن السندات التي تصدرها الشركات ذات التصنيف الائتماني المتوسط (BBB). أما العامل الثالث فهو فترة استحقاق السند، أي أن أسعار الفائدة على السندات طويلة الأجل لا بد أن تكون في الغالب أعلى من الفائدة على السندات قصيرة الأجل، خاصة عندما يكون اتجاه أسعار الفائدة تصاعدياً، كما هو عليه الحال الآن[1].

وإذا أعطيت الشركة المصدرة حق تسييل هذه السندات قبل تاريخ استحقاقها (Call Option)، أو إذا كان الإصدار هو لسندات مساندة لرأس المال (Subordianted Bonds) أي أن حاملي سندات القرض هذه يتم الدفع لهم بعد أن يدفع للمقرضين الآخرين في حال تصفية الشركة، عندها تكون أسعار الفائدة على هذه السندات أعلى مقارنة مع السندات التي ليس لها مثل هذه المميزات. أما السندات التي يتم إصدارها مقابل ضمان رهن سواء أكان عقاراً أم إيرادات مستحقة أو غيرها، فهذه أيضاً تكون أسعار الفائدة عليها أقل من سابقاتها. وتبعاً لذلك، فيجب أن تكون أسعار الفائدة حالياً على السندات التي تصدرها الشركات الأردنية ذات التصنيف الائتماني الأعلى (Prime borrower) في حدود 50.5% لآجال استحقاق ثلاث سنوات، و30.6% لآجال استحقاق خمس سنوات، و8% لآجال استحقاق سبع سنوات. وتعكس أسعار الفائدة هذه أوضاع السوق وبالتالي فإن أي تغيير يطرأ على عوائد سندات الخزينة الأميركية، أو أي تحسن أو هبوط في تقييم مخاطر الأردن أو على التصنيف الائتماني للشركات التي تصدر السندات، فإن هذا سينعكس على هيكل أسعار الفائدة طويلة الأجل في السوق الأردني.

– سياسة تحديد سعر الفائدة خلال فترة الأزمة وما بعدها:

عانى الاقتصاد الأردني من انخفاض في معدل نمو إجمالي التسهيلات الائتمانية نتيجة الأثر بتداعيات الأزمة المالية العالمية (بحيث تأخر جانب الطلب على حساب جانب العرض) وأحجام

[1]- عزام. هنري، هيكل الفائدة في الأردن، جريدة الرأي. 2004.

البنوك الأردنية عن منح تسهيلات من خلال الإبقاء على أسعار فائدة مرتفعة على القروض، والقيام باستثمار السيولة الفائض لدى البنك المركزي من جانب آخر (تأثر جانب العرض)[1].

حيث قامت جميع البنوك باستثمار مجمل الفائض من السيولة لدى البنك المركزي ضمن فائدة الإيداع لليلة واحدة على الرغم من إبقاء البنك المركزي على تخفيض الفائدة الممنوحة للبنوك، أما فيما يتعلق بالودائع فحافظت على مستويات مرتفعة مما يدل على أن المشكلة ليست في توفر السيولة إنما في سياسة تحوط البنوك، أما فيما بعد قام البنك المركزي من أجل تعويض الانخفاض في سعر الفائدة قام البنك المركزي بتخفيض سعر الفائدة على الودائع مقابل إبقائها مرتفعة على التسهيلات الائتمانية، أي أن البنوك تباطأت في تخفيض سعر الفائدة الأمر الذي كان عائقاً أمام فاعلية السياسة النقدية في تحفيز النمو الاقتصادي الذي يترجم بحدوث توسع في هامش سعر الفائدة لدى البنوك، ونتيجة للتباطؤ في نمو عرض النقود كردة فعل للسياسات النقدية الانكماشية فقد انخفضت التسهيلات الائتمانية التي مارسها البنك المركزي خلال فترات ما قبل الأزمة المالية العالمية أي خلال فترة الانتعاش الاقتصادي في محاولة لكبح الضغوط التضخمية مما أدى إلى نقص السيولة اللازمة لتمويل النشاط الاقتصادي، حيث كانت معدلات النمو في السيولة المحلية أقل من معدلات النمو في النشاط الاقتصادي[2].

فخلال تلك الفترة اتبع البنك المركزي سياسة نقدية انكماشية متشددة خلال فترة الانتعاش الاقتصادي، لقد اعتقد أن هذه السياسة كانت أحد الأسباب في حدوث المشكلة الاقتصادية التي عانى منها الاقتصاد الأردني والتي تمثلت بأن نسب النمو الاقتصادي في الناتج المحلي الإجمالي الاسمي بحدود 27% عام 2008 ولكن النمو في العرض النقدي بحدود 17% مما أدى إلى حدوث فجوة سلبية عبر عنها بتباطؤ معدلات النمو الاقتصادي التي عانى منها الاقتصاد الأردني[3] لذلك لابد من قيام البنك المركزي بتعديل سياسته الاقتصادية في فترة الانتعاش ويجب أن يقوم بضخ السيولة حتى لا يتحول هذا الانتعاش إلى كساد اقتصادي من خلال تسريع الدورة الاقتصادية، لذلك نلاحظ أن السيولة تكون متوفرة بشكل كبير وفائض في أوقات الركود وهنالك شح كبير في السيولة في أوقات الانتعاش نتيجة السياسات الانكماشية التي تتبع في أوقات الانتعاش الاقتصادي لذلك على البنك المركزي أن يعيد النظر في سياسته النقدية كي لا يكون مسبباً في تعجيل الدورات الاقتصادية[4].

---

[1]- الطيب. سعود موسى ، أثر السياسات المالية والنقدية التي اتخذتها الحكومة الأردنية للحد من تداعيات الأزمة المالية العالمية، جامعة مؤتة، 2011.

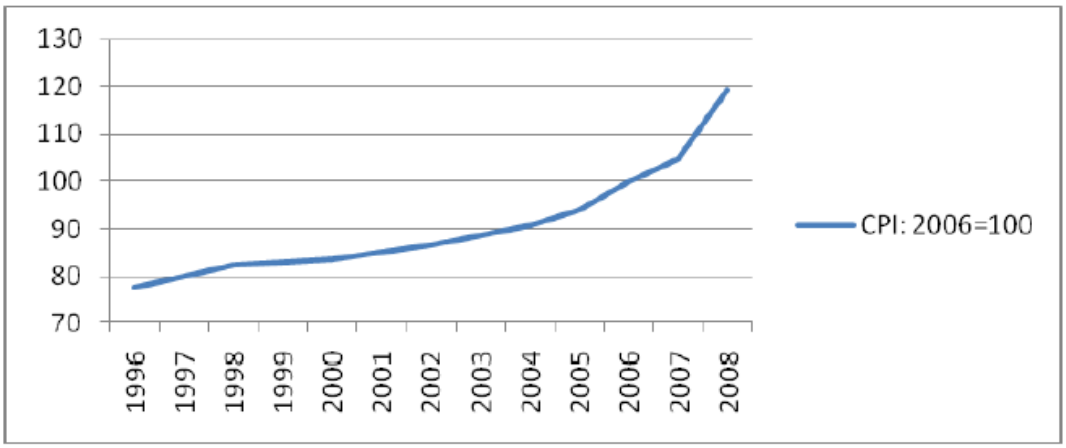
[2]- طوقان، أمية. (2005). مؤتمر حول دور البنوك المركزية في إرساء السياسة النقدية، ورقة عمل جاءت بعنوان "مستجدات العمل المصرفي في سورية في ضوء التجارب العربية والعالمية 2-3 تموز، 2005.

[3]- تقرير البنك المركزي الأردني، 2011.

[4]- شرف، فارس، المركزي يحدد ملامح وأبعاد سياسته النقدية للمرحلة المقبلة، 2001.

على الرغم من أهمية سعر الفائدة في السياسة النقدية لبنك المركزي الأردني ولكن من المهم توضيح معدلات التضخم التي كانت تسود تلك الفترات لنستطيع فهم التطور لمعدل سعر الفائدة الحقيقي الذي يرتبط ارتباطاً وثيقاً بسعر الفائدة، حيث إن معدل التضخم يجعل من الصعب التخطيط المستقبلي للأفراد أو للمشروعات، وبالتالي فإنه عند وجود بيئة تضخمية يصعب على المشروعات إحداث عمليات تمويل للاستثمارات المستقبلة مما يتسبب بخلل وعدم استقرار في عمليات الإنتاج، وكذلك الأمر فيما يتعلق بالأفراد المدخرين فهم يسعون للحصول على معدل فائدة لتعويض التدني في القيمة الشرائية لمدخراتهم في حال ارتفاع معدل التضخم، وبالتالي ارتفاع معدل الفائدة[1].

- لقد أسهمت السياسات الاقتصادية الأردنية الكلية في تحقيق الاستقرار السعري منذ عام 1996، حيث تحققت زيادة معتدلة في مستوى الأسعار نتيجة إعادة توجه الحكومة لدعم بعض المواد الأساسية في المجتمع منها القمح والأعلاف، إضافة لزيادة نسبة الضريبة على المبيعات وشموليتها منذ عام 1995، وذلك بهدف امتصاص المعدلات التضخمية، ولكن في عام 2004 بدأت مستويات التضخم تفوق الحد المقبول[2]، وفي 2008 بلغت نسبة التضخم 14% نتيجة التأثر بالعوامل الخارجية والمحلية، المتمثلة بارتفاع أسعار النفط والغذاء والسلع الأساسية في الأسواق الدولية وتحرير أسعار معظم المشتقات النفطية في السوق المحلية، يظهر المنحنى البياني التالي المستويات المختلفة لمعدل التضخم منذ عام 1990 ولغاية 2010:

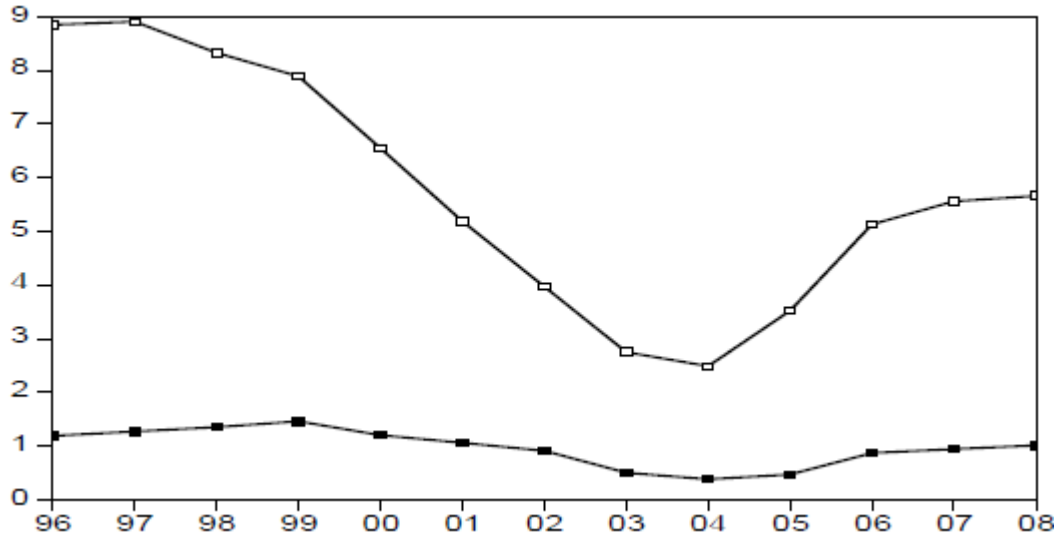


الشكل (11) الرقم القياسي لتكاليف المعيشة (CPI)

[1]- صالح العُمر. إبراهيم ،العلاوين. محمد عبدالهادي والحصري. ديانا بولس ، (2013). أثر عجز الموازنة العامة على معدل الفائدة في الأردن (1996-2008). دراسات، العلوم الإدارية، المجلّد40، العدد1، ص6.

2- الطيب. سعود ، الحجايا. سليم ،شحاتيت. محمد ، تأثير سعر الفائدة لأجل على الاستهلاك الخاص حالة الأردن خلال 1976-2004. دراسات علوم إدارية، مجلد38، عدد2، 2011، ص12.

ونتيجة لمعدلات التضخم التي كانت سائدة في تلك الفترة، فسنتوجه لتحديد أسعار الفائدة الحقيقة التي كانت تصدر عن البنك المركزي الأردني نظراً لأهميتها وتفاعلها بشكل جيد مع المؤشرات الاقتصادية وكذلك مع المدخرين والمستثمرين وسوف نوضح التغيرات التي طرأت على أسعار الفائدة الحقيقة بين فترتي 1990– 2010 كما في الشكل البياني التالي:



الشكل (12) معدل الفائدة على الودائع تحت الطلب والودائع لأجل (%)

مما سبق يتضح لدينا الاختلاف في السياسة المتبعة من قبل البنك المركزي من خلال تغيير الأسلوب المتبع في تحديد معدلات سعر الفائدة، فمن الضرورة أن يتخذ البنك المركزي الحذر في سياسته ويتبع التطورات التي تطرأ على مستوى الاقتصاد المحلي والدولي، لأن الاقتصاد الاردني ليس بمعزل عن التغيرات الدولية، لذلك تغيرت السياسات النقدية المتبعة وتطورت وسائل تحديد معدلات الفائدة والتضخم ولكن السؤال الذي لابد لنا من البحث عن إجابة له:

هل السياسة النقدية المتبعة من قبل البنك المركزي الأردني لها فاعلية أم لا؟

فعالية السياسة النقدية في الأردن:

- قام البنك المركزي الأردني بإحداث تغييرات في أدواته النقدية المتمثلة بـ (المجامع النقدية وأسعار الفائدة وسعر الصرف) من أجل تحقيق آثار في الاقتصاد الحقيقي، وقد أثبتت الدراسات فعالية السياسة النقدية المتبعة من قبل البنك المركزي في تأثيرها على النشاط الاقتصادي الكلي ولكن بطريقة غير مباشرة، لذلك أصبح الدور الرئيسي للسياسة النقدية هو التأثير على الطلب الفعال من خلال آلية سعر الفائدة بحيث تتحقق فعالية السياسة النقدية من خلال منحنى تفضيل السيولة ومنحنى الكفاية الحدية لرأس المال، فمرونة منحنى تفضيل السيولة بالنسبة لمعدل الفائدة حساسة للتغير في عرض النقود فتكون السياسة النقدية فعالة اذا كان التغيير في معدل الفائدة أكبر من التغيير في كمية النقد والعكس صحيح، أما في ما يتعلق بمنحنى الكفاية الحدية لرأس المال تكون السياسة النقدية فعالة كلما كانت حساسية الاستثمار بالنسبة لسعر الفائدة ذات مرونة أكبر أي تغيير في معدل الفائدة بنسبة

معينة يؤدي إلى زيادة الاستثمار بنسبة أعلى، ومن هنا تبرز أهمية الدراسة لتعرّف على آثار السياسة النقدية المتبعة من قبل البنك المركزي التي تكفل إيجاد مستوى ملائم يوائم النمو الاقتصادي وذلك من خلال تأثير سعر الفائدة على حجم السيولة والودائع والتسهيلات وقد أوضحت الدراسات السابقة فعالية السياسة النقدية في التأثير على أسعار الفائدة في السوق النقدية، حيث يقوم البنك المركزي بتغيير أسعار الفائدة على أدواته استجابة للظروف الاقتصادية المحلية والعالمية، ولكن هذا الأثر يعتمد على مدى استجابة السوق وفترة الإبطاء بحيث إن آثار السياسة النقدية لا تظهر بشكل مباشر إنما تحتاج لفترة زمنية[1].

سياسة البنك المركزي في الأردن:

تتمثل سياسة البنك المركزي بما يلي:

- يهدف البنك المركزي للتأثير على التضخم والإنتاج كأهداف نهائية والتي تتحقق من خلال قناة تأثير أسعار الفائدة المركزية وأسعار الفائدة على مستوى البنوك التي تؤثر بدورها على المجاميع النقدية ومتغيرات الاقتصاد الكلي ولكن حتى هذا الأثر يختلف باختلاف فترة الإبطاء، حيث إن استجابة أسعار الفائدة على الودائع هي أسرع من استجابة أسعار الفائدة على التسهيلات[2].

أثر السياسة النقدية للبنك المركزي:

لتوضيح أثر السياسة النقدية للبنك المركزي الأردني سوف نتوجه لتوضيح آلية انتقال الأثر النقدي من أسعار الفائدة المركزي إلى أسعار الفائدة في السوق المركزية وبعدها إلى المتغيرات الكلية بحيث تنقسم إلى ما يلي[3]:

- دراسة الاستجابة في أسعار الفائدة في السوق المصرفية والمتغيرات الاقتصادية الكلية (التضخم والإنتاج).
- دراسة الاستجابة في سعر الصرف لتحركات أسعار الفائدة على أدوات السياسة النقدية وذلك من خلال دراسة استجابة المجاميع النقدية (عرض النقود، وإجمالي التسهيلات، وإجمالي الودائع) وأسعار الفائدة في السوق المصرفية والمجاميع النقدية.
- استجابة المتغيرات الكلية لتحركات أسعار الفائدة على أدوات السياسة النقدية[4]:

1- عوض، طالب. كفاءة السياسة النقدية والمالية في الأردن، مجلة دراسات، الجامعة الأردنية، عمان، 1995.

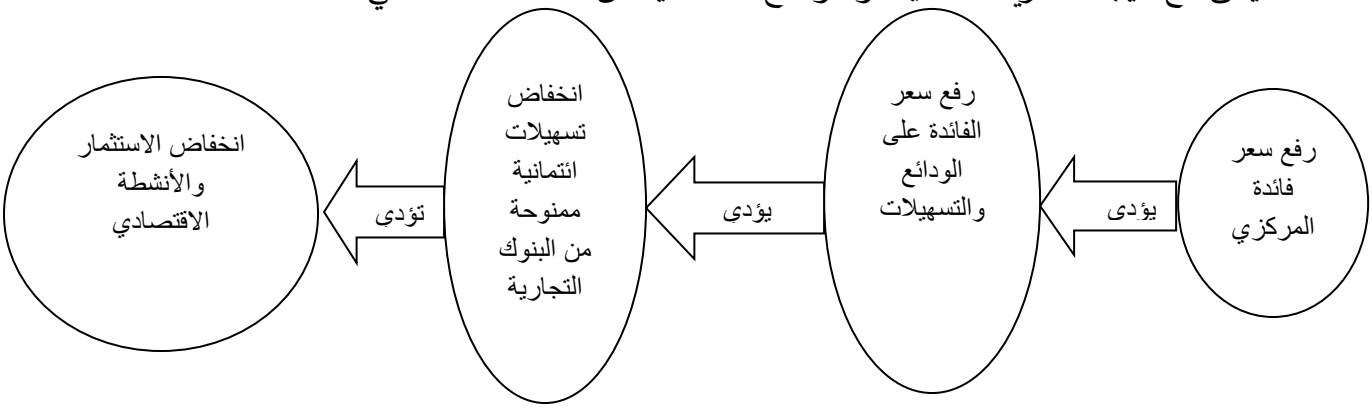
2- البنك المركزي الأردني، الجهاز المالي والمصرفي، الأردن، 1986.

3- الوزني. خالد، الجهاز المصرفي والسياسة النقدية في الأردن 1989-1995، مركز الدراسات الاستراتيجية، الجامعة الأردنية، 1996.

4- الجامعة الأردنية، المرصد الاقتصادي، السياسة النقدية وسياسة أسعار الفائدة والصرف الأجنبي في الأردن تشرين الأول، 2010، ص17.

إن التغييرات التي يحدثها المركزي على أدواته النقدية تؤثر في أسعار الفائدة قصيرة الأجل وبعدها طويلة الأجل وثم المجاميع النقدية وأخيراً المتغيرات الاقتصادية الكلية.

لقد أوضحت الدراسات المختلفة حدوث استجابة متوسطة في المتغيرات الكلية للتغيرات التي يحدثها المركزي على أدواته النقدية، أي أن هناك فعالية في السياسة النقدية المتبعة من قبل المركزي في التأثير على المتغيرات الكلية، ولكن لا يظهر أثرها بشكل مباشر إنما بشكل غير مباشر، أي أن أي تغيير مفاجئ في سعر الفائدة سوف يؤثر بشكل عكسي على كل من السيولة المحلية (عرض النقود) والودائع والتسهيلات بينما تحدث آثراً ايجابياً على كل من أسعار الفائدة على الودائع والتسهيلات وهذا ما يتفق مع نتيجة النظريات النقدية[1] وسنوضح هذه الآلية من خلال الشكل التالي:



- أما فيما يتعلق باستجابة أسعار الفائدة في السوق المصرفية والمجامع النقدية فإن هناك استجابة أقوى من استجابة المتغيرات الكلية لتغيرات أسعار الفائدة من المركزي.

- استجابة المتغيرات لتحركات أسعار الفائدة في السوق المصرفية (الودائع والتسهيلات):

إن حدوث أي تغييرات أي مفاجئة في سعر الفائدة على الودائع لأجل يؤثر بشكل مباشر وعكسي على السيولة المحلية والودائع والتسهيلات[2].

- استجابة المتغيرات الكلية لتحركات المجامع النقدية:

إن حدوث أي تغيرات في المجامع النقدية المتمثلة بما يلي (سيولة محلية، إجمالي الودائع، إجمالي التسهيلات الائتمانية) أي أن أي تغيير مفاجئ في سعر الفائدة على الودائع يؤثر بشكل مباشر وعكسي على السيولة المحلية والودائع والتسهيلات إنما هي إيجابية على كل من سعر الفائدة على الودائع والتسهيلات.

---

[1] - Poddar, tushar, randa sab, and Hsmik Khachatran. (2006). the Monetary Transmission Mechanism in Jordan. IMf working paper, wp/06/48.

[2]- السياسة النقدية وسياسة أسعار الفائدة والصرف الأجنبي في الأردن، المرصد الاقتصادي، الجامعة الأردنية، تشرين الأول، 2010، ص19.

ومن خلال السياسة النقدية التي اتبعها البنك المركزي خلال سنوات طويلة وخاصة فيما يتعلق بسعر الفائدة فقد توصلنا إلى بعض النقاط الهامة في فيما يتعلق بالاقتصاد الأردني:

– هناك كفاءة نسبية في إجراءات السياسة النقدية (من جانب أسعار الفائدة) وذلك بالتأثير على المتغيرات النقدية التي تتكون من أسعار الفائدة في السوق المصرفية والتي يتم قياسها من خلال سعر الفائدة على القروض والسلف والودائع لأجل وإجمالي الودائع والتسهيلات والتي تؤثر بدورها على المتغيرات الكلية المتمثلة بمعدل التضخم ومستوى الإنتاج، أي أن الأثر ينتقل بطريقة غير مباشرة أي أن التغيير في أسعار الفائدة كان له أثر أكبر على المجامع النقدية وأثر المجامع النقدية على المتغيرات كان أكبر من أثر التغيير في أسعار الفائدة مما يعني انتقال الأثر بطريقة غير مباشرة (أي أن أسعار الفائدة تؤثر على المتغيرات النقدية وهذه المتغيرات النقدية تؤثر على المتغيرات الكلية)[1].

– إن آثار السياسة النقدية تظهر بشكل سريع وتحتاج لفترة ستة أشهر.

– إن هنالك تباطؤاً من قبل البنك المركزي في جانب توسع العرض النقدي في أوقات الانتعاش الاقتصادي، بحيث أدى هذا التباطؤ إلى عدم توفر السيولة في أوقات الانتعاش، وهذا قد يكون سبباً في كون آثار السياسة النقدية التغيرات التي يحدثها البنك المركزي في أسعار الفائدة تحتاج إلى فترة زمنية لكي تظهر نتائجها على المتغيرات الكلية، بالإضافة إلى أنها قد تكون سبباُ رئيسياً في تعجيل الدورات الاقتصادية وبالتالي حدوث نتائج سلبية كبيرة على المؤشرات الاقتصادية الكلية.

المبحث الثاني: التطور التاريخي لمؤشر سوق عمان للأوراق المالية

– أصبحت الأسواق المالية ضرورة من الضرورات الأساسية لكل اقتصاد حيث تنبع أهمية إنشاء السوق من الدور الذي تمارسه في المواءمة بين وحدات الفائض ووحدات العجز أي بين القطاعات المدخرة التي ترغب في استثمار أموالها والقطاعات التي بحاجة لتلك الأموال بحيث تقوم الأسواق المالية بجذب الفوائض المالية وتهيئتها للإقراض وتتم تلك العملية عن طريق ما يسمى بالأوراق المالية بما تتضمنه من سندات ملكية أو سندات دين بآجال مختلفة[2].

يأتي الأردن في مقدمة البلدان العربية التي وعت أهمية السوق المالية في إنعاش الاقتصاد وهذا ما سنتحدث عنه في الفصل الحالي:

– نشوء السوق المالية الأردنية وأهميتها[3]:

1– علي. عبد المنعم السيد، تقييم السياسة النقدية في الأردن 1970–1999، مجلة دراسات، الجامعة الأردنية، عمان، 2001.

2 – VALDONĖ DARŠKUVIENĖ. (2010). Financial Markets. LEONARDO DA VINCI Transfer of Innovation. P7.

3– الطاهر. عبد الله ، موفق علي الخليل (2004). النقود والبنوك والمؤسسات المالية. مركز يزيد للنشر، ص411.

تم إحداث شركات مساهمة عامة في الأردن وقد تمت عملية التداول بأسهم تلك الشركات قبل أن يتم إحداث سوق مالية متخصصة حيث بدأ الاكتتاب على أسهم البنك العربي الذي تأسس عام 1930 ومن ثم شركة التبغ والسجائر عام 1931، وغيرها من الشركات إلى أن تم في التسعينات إصدار أول إسناد دين للشركات، ونتيجة لهذه السندات تم إحداث سوق غير منظمة يتم فيها تداول الأوراق المالية بحيث تتم هذه العملية عن طريق مكاتب غير متخصصة، كل هذه الأسباب وغيرها أدت إلى توجه الحكومة الأردنية لإنشاء سوق منظمة تقوم بإصدار الأوراق المالية، وهذا ما حدث في 1977/3/16 حيث تم تأسيس ما عرف بسوق عمان المالية والتي باشرت عملها في 1978/1/1 بأهداف مختلفة عما كان عليه قبل التنظيم ومن أهم أهداف هذه السوق[1]:

- تشجيع الاستثمار ضمن هذه السوق المالية.
- توجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني.
- تنظيم إصدار الأوراق المالية.
- توفير البيانات والإحصائيات اللازمة لتحقيق أهداف السوق.

لقد تجاوزت السوق مراحل طويلة عديدة ومهمة منذ بداية تأسيسها حتى تأسيس بورصة عمان للأوراق المالية، فقد ارتفع حجم التداول في السوق الثانوية من 7,9 مليون دينار عام 1978 ليصل إلى 2 مليار دينار عام 2012 وتجاوزت القيم السوقية 1,19 مليار دينار وارتفع عدد الشركات المدرجة من 66 شركة إلى 243 شركة في عام 2012[2].

ونتيجة الأحداث التي شهدها السوق المالية والتطورات التي لحقت بهذه السوق بالإضافة لظهور العديد من المشكلات التي استدعت الحكومة للقيام بالعديد من الإصلاحات، وهذا ما حدث فعلاً في عام 1997 حيث تبنت الحكومة الأردنية سياسة إصلاح شاملة لسوق رأس المال تتضمن تعزيز نمو القطاع الأهلي وتوسيع وتنويع قاعدة الاقتصاد الأردني لترتقي إلى المعايير الدولية وذلك من خلال استخدام أنظمة التداول والتسوية والتقاص بالشكل الذي يتناسب مع الانفتاح على العالم الخارجي، فأحدثت الحكومة الأردنية قانون الأوراق المالية عام 1997 الذي يتضمن ثلاث مؤسسات مالية تحل محل سوق عمان المالية:

1- هيئة الأوراق المالية:

تهدف هذه الهيئة إلى مراقبة إصدار الأوراق المالية من التعامل بها وتهدف إلى تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات التي تخضع لرقابتها وتتمثل تلك الجهات بالبورصة ومركز الإيداع ومعتمدي المهن

---

[1]- التميمي.ارشد فؤاد وسلام. أسامة ، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2004، ص156.

2–دائرة الأبحاث والعلاقات الخارجية، بورصة عمان، النشرات الدورية.

المالية وبالتالي تهدف إلى تنظيم ومراقبة الإفصاحات التي تتعلق بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها، تتصف هذه الهيئة بالاستقلال المالي والإداري[1].

2- مركز إيداع الاوراق المالية:

تم إنشاء هذا المركز بتاريخ 1999/5/10 وذلك بهدف الحفظ الآمن لملكية الأوراق المالية وتسجيلها وبالإضافة لنقل ملكيتها في البورصة وتسوية أثمان الأوراق المالية بين الوسطاء بحيث يتمتع هذا المركز بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري ولا يهدف هذا المركز لتحقيق الربح وتتم إدارته من خلال القطاع الأهلي.

3- إنشاء بورصة عمان[2]:

برزت بتاريخ 1999/3/11 أضواء بورصة عمان كمؤسسة أهلية مستقلة إدارياً ومالياً غير هادفة للربح وتقوم بمزاولة عملها كسوق نظامية، يتم من خلالها تداول الأوراق المالية وهي تخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية[3]، ومن ثم شكلت هيئة الأوراق المالية كهيئة رقابية حكومية على سوق رأس المال، وتم إنشاء البورصة بهدف تحقيق العديد من الأهداف المتمثلة بالآتي[4]:

– خلق مناخ مناسب لضمان تفاعل قوى العرض مع قوى الطلب على الأوراق المالية المتداولة ولتحقق البورصة هذا الهدف لابد لها من ترسيخ أسس التداول السليم والواضح والشفاف والعادل.

– تقوم بنشر جميع المعلومات التي تتعلق بأسعار التداول بشكل يومي وذلك من أجل كسب ثقة العملاء.

– تنشط التداول في السوق الثانوية للإصدارات في السوق الأولية وذلك من خلال الوسطاء بالإضافة لكونها تقوم بتنويع أساليب التمويل للشركات.

– تحقق نمو المدخرات من خلال تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية.

– تحقق العدالة باستخدام أسلوب رفع الدخل للشرائح الدنيا في المجتمع.

بالإضافة لتحقيقها الأهداف السابقة قامت بورصة عمان بتحديد الشروط والمتطلبات لتتمكن الشركات من أدراج أسهمها وتتلخص هذه الشروط بما يلي:

1- أن تكون الشركة قد أمضت فترة زمنية وهي سنة ميلادية واحدة منذ منحها حق مزاولة العمل.

2- أن يكون عدد المساهمين 100 مساهم على الأقل.

---

[1]- حسين بن هاني، الأسواق المالية، دار الكندي، الأردن، الطبعة الأولى، 2002، ص122.

[2]- الموقع الرسمي لسوق عمان المالي www.ase.com.jo

[3]- التميمي. ارشد فؤاد وسلام. أسامة ، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2004، ص158.

[4]- صافي. وليد والبكري. أنس ، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص74-75.

3- ألا يقل صافي حقوق المساهمين في السنة المالية السابقة لطلب الأدراج عن رأس المال المدفوع.

4- أن تحقق تداول 10% على الأقل من مجموع الأسهم المكتتب بها في السوق الموازية وألا يقل عدد أيام تداول أسهم الشركة عن 100 يوم في السنة.

تتضمن بورصة عمان العديد من الشركات التي حددها قانون تنظيم التداول والتي تتمثل بما يلي[1]:

- البنوك التجارية المحلية.
- البنوك المتخصصة.
- مؤسسات الإقراض الزراعي المتخصصة.
- جميع الشركات المساهمة العامة الأردنية التي بلغ رأس مالها المدفوع مئة ألف دينار أردني.

أما فيما يتعلق بالوسطاء التي تتم من خلالهم عملية البيع والشراء للأوراق المالية فهم يعتبرون حلقة وصل ما بين المتعاملين بالأوراق المالية فهم عادةً أشخاص طبيعيون أو اعتباريون مرخصون بموجب القانون وينقسم الوسطاء إلى ثلاثة أنواع[2]:

- السماسرة: وهم الذين يقومون ببيع وشراء الأوراق المالية لصالح العملاء بناء على أوامر بيع وشراء مقابل عمولة تحددها إدارة البورصة.
- صانعو السوق: وهم الوسطاء الذين يقومون بالبيع والشراء لصالح محفظتهم.
- متعهدو تغطية الإصدارات المالية: فهم حلقة وصل بين مصدري الأوراق المالية الجديدة كالأسهم والسندات وبين المستثمرين الراغبين بالحصول على تلك الأوراق مقابل عمولة لتسويق كامل الإصدار[3].

يتم في بورصة عمان تداول الأوراق المالية المتمثلة بالأسهم وأدوات الدين العامة وسندات الشركات والمؤسسات العامة والعقود الآنية والآجلة إضافة إلى عقود خيار البيع والشراء، كانت تتم عمليات التداول في هذه البورصة بشكل يدوي إلى أن تحولت إلى تداول الكتروني، هذا الأمر ساعد على رفع الكفاءة وإحداث سرعة في التعامل بالأوراق المالية وتوفير الشفافية وبحيث يتم إدخال أوامر التداول من قبل الوسطاء على النظام لتظهر هذه الأوامر أمام العملاء جميعاً بشكل علني وشفاف وتقسم الأوامر إلى ما يلي[4]:

1- صافي. وليد والبكري. أنس، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للمشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص77.

2- حسين بن هاني، الأسواق المالية، دار الكندي، الأردن، الطبعة الأولى، 2002، ص128-129.

3- بورصة عمان 2011/08/16 www.ase.com.jo

4- التميمي. ارشد فؤاد وسلام. أسامة ، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2004، ص163.

1- أوامر من حيث السعر: تشمل أمر السعر المفتوح والذي يتم في مرحلة ما قبل الافتتاح وأمر سعر السوق الذي يدخل في مرحلة التداول، وأوامر محددة السعر والتي لا يتم تنفيذها نتيجة لعدم مطابقة السعر المحدد مع السعر في السوق.

2- أوامر من حيث مدة الصلاحية: بحيث تشمل الأوامر لمدة يوم واحد ففي نهاية الجلسة يتم إلغاء هذا الأمر أو يتم تحديد مدة محددة بعد انقضائها.

وفي نهاية التداول يقوم نظام البورصة بتحديد عدد الصفات التي تمت وقيمة الأسهم وغيرها من المعلومات التي تفيد المستثمر.

-مؤشرات بورصة عمان للأوراق المالية[1]:

يعتبر المؤشر عبارة عن أداة يستخدمها المستثمر ليستطيع من خلالها الحكم على نشاط السوق وذلك من خلال مقارنتها بالأسواق المالية الأخرى، كذلك يعتمد المستثمر على المؤشر لبناء محافظ مالية وتقييمه لأدائها، وتأتي أهمية المؤشر بكونه يعطي فكرة عامة عن اتجاه أسعار الأسهم المتداولة في السوق بحيث يتمكن المستثمر من خلال قيمة المؤشر أن يحدد اتجاه أسعار الشركات من حيث الارتفاع أو الانخفاض وتقوم بورصة عمان باحتساب المؤشر يومياً وذلك بناء على عينة عشوائية من أسهم الشركات والتي يتم تداولها، ويتم اختيار العينة من خلال الأشهر التالية (آذار وحزيران وأيلول وكانون الثاني) من كل عام بحيث تقوم إدارة البورصة بإجراء مراجعة ربعية للرقم القياسي وتتم إعادة ترتيب الشركات بناء على معياري القيمة السوقية وعدد أيام التداول، ويتم اختيار الشركات بعد الأخذ بالاعتبار المعياريين السابقين، تحتسب بورصة عمان ثلاثة أنواع من المؤشرات وهي كما يلي:

- المؤشر المرجح بالقيمة السوقية:

يتم الاعتماد في هذا المؤشر على جميع الأسهم المدرجة في السوق في البورصة للشركات سواء أكانت متاحة للتداول أم لا مضروبة بسعر إغلاقها أي أن كامل القيمة السوقية للشركات تدخل في قيمة المؤشر.

- المؤشر المرجح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة:

لنفهم آلية احتساب هذا المؤشر لابد بداية من شرح ماهية الأسهم الحرة، هي عبارة عن عدد أسهم الشركات المتاحة فقط للتداول أي أننا نستثني من الأسهم مجملة ما يلي:

- الأسهم المملوكة من قبل أعضاء مجلس الإدارة.
- الأسهم المملوكة من قبل الشركات الأم أو التابعة أو الحليفة.
- الأسهم المملوكة من قبل مساهمين يملكون 5% أو أكثر من رأس مال الشركة.

1- جابو. سليم ، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية، الدراسة التطبيقية لحركة أسعار الأسهم في بورصة عمان 2001-2010، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر، ص123.

– الأسهم المملوكة من قبل الحكومات والمؤسسات العامة.

– أسهم الخزينة.

بعد التعرف إلى الأسهم الحرة يتم احتساب هذا المؤشر بناء على أسهم الشركات المتاحة للتداول (الأسهم الحرة) مضروباً بسعر إغلاقها وبالتالي فإن القيمة السوقية للأسهم الحرة للشركات هي التي تدخل عند احتساب المؤشر.

–المؤشر المرجح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة حسب الأسواق:

هو عبارة عن مؤشر مبني على أساس القيمة السوقية للأسهم أو للشركات ويقيس أداء كل سوق من الأسواق الثلاثة (السوق الأول – السوق الثاني – السوق الثالث) لذلك تقوم بورصة عمان بإعداد المؤشرات المالية التي تقيس أداء السوق بشكل عام بالإضافة لإعداد ونشر تقارير وإحصاءات يومية.

التطورات التي لحقت بأداء المؤشرات المالية خلال الفترة 2000–2010[1]:

شهدت كل المؤشرات الرئيسة في بورصة عمان تطوراً ملحوظاً خلال فترات نشأتها بالإضافة لحدوث مراحل انخفاض ارتبطت بعوامل خارجية كالأزمات التي تعرضت لها كل المؤسسات المالية ومن خلال الجدول المرفق نلاحظ أهم مؤشرات تطور أداء سوق عمان، وهناك العديد من المؤشرات الرئيسية التي تتبناها بورصة عمان وهي:

***–مؤشر تطور أداء سوق عمان:**

يتضمن هذا المؤشر الرئيسي عدة مؤشرات فرعية وهي كما يلي:

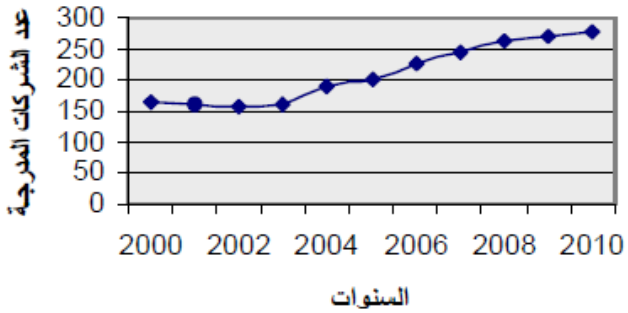
1- مؤشر عدد الشركات المدرجة، وعدد الأسهم المتداولة والقيمة السوقية

2- مؤشر سيولة السوق كمعدل دوران الأسهم الذي يعبر عن سهولة تداول الأوراق المالية بالإضافة لمؤشر حجم التداول.

– مؤشر عدد الشركات المدرجة:

لقد شهدت بورصة عمان ارتفاعاً في عدد الشركات المدرجة بحيث بلغت 277 في نهاية 2010 بعد أن كانت 163 عام 2000 أي بمعدل نمو بلغ 45.5 بالمئة، وكان سبب حدوث هذا الارتفاع خصخصة الشركات العمومية بالإضافة إلى تسهيل إجراءات بالإدراج بالبورصة سواء أكانت الشركات محلية أو خارجية بالإضافة لتحسن البيئة الاستثمارية ونتيجة الظروف السابقة تحسنت نسبة الأرباح وزادت فرص الربح، لكن هذا المؤشر يفقد قيمته إذا ما ترافق باستخدام مؤشر القيمة السوقية فقد يكون عدد الشركات المدرجة كبير ولكن القيمة السوقية لهذه الشركات صغيرة.

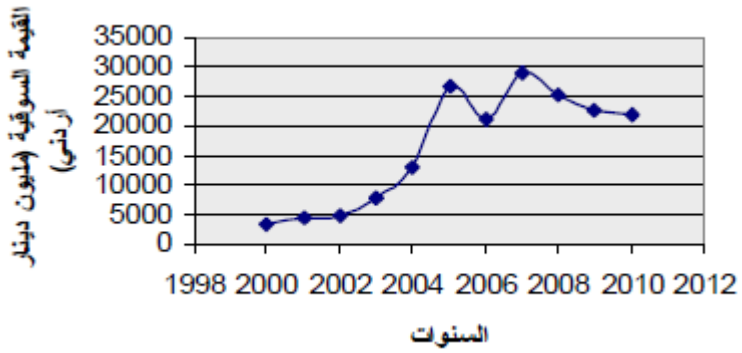
1– قاعدة بيانات أسواق المالية العربية، صندوق النقد الدولي للسنوات 2000–2010



الشكل (13) مؤشر عدد الشركات المدرجة

- مؤشر القيمة السوقية:

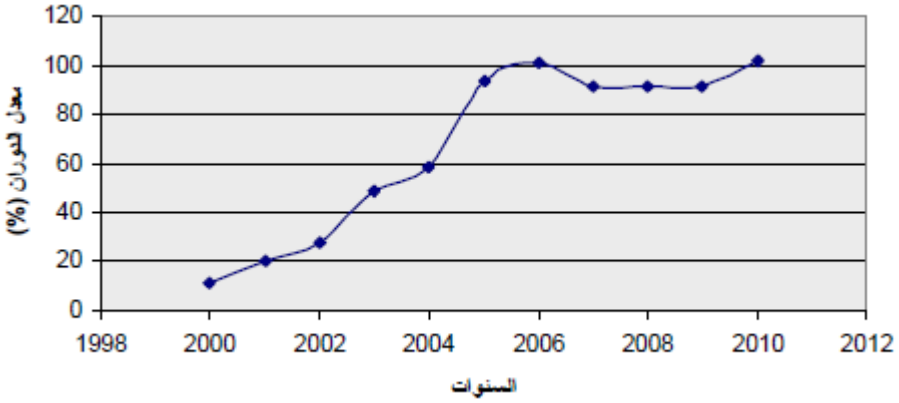
يعبر هذا المؤشر عن مجموع الأسهم المدرجة في البورصة بمتوسط أسعار إغلاقها في نهاية المدة المحددة، فهو يعكس مستوى نشاط السوق، فكلما ارتفعت قيمة المؤشر دلت على ارتفاع حجم السوق سواء ارتفع عدد الأسهم وعدد الشركات المدرجة أو ارتفاع الأسعار نتيجة انعكاس حجم المعاملات المالية، وقد تطور هذا المؤشر وارتفع بسبب التطور الذي شهده مجال الاتصالات والثورة التكنولوجية بالإضافة لتمتع السوق بالشفافية والاستقرار وقد لاحظنا أيضاً انخفاض المؤشر بالرغم من ارتفاع عدد الأسهم المتداولة ولكن نتيجة انخفاض القيمة السوقية بسبب الأزمة العالمية عام 2008.



الشكل (14) مؤشر القيمة السوقية

- مؤشر معدل دوران الأسهم:

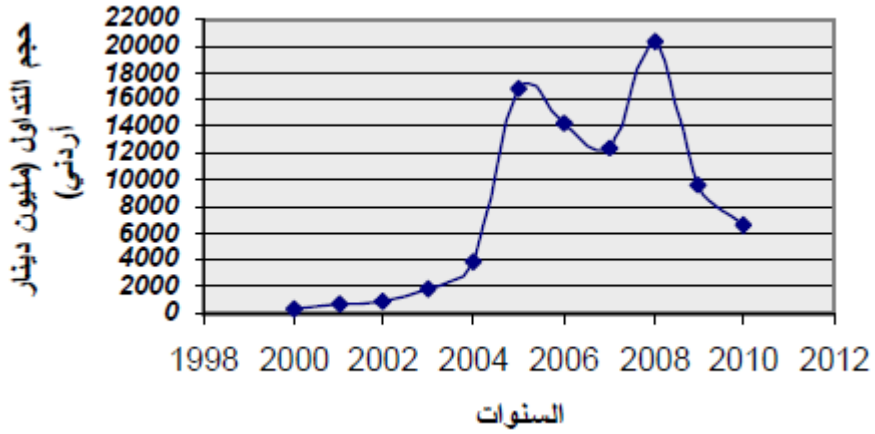
يعبر هذا المؤشر عن قيمة الاوراق المتداولة كنسبة من القيمة السوقية للبورصة خلال مدة زمنية، فهو يعبر عن سيولة السوق المتمثلة بسهولة تداول الأوراق المالية بيعاً وشراءً، تعتبر هذه النسبة من أهم النسب ولذلك لأنها تشكل عاملاً هاماً في جذب المستثمرين، وقد شهد هذا المؤشر ارتفاعاً نتيجة انخفاض تكاليف الصفقات وتقليل المخاطر، يعتبر هذا المؤشر مكملاً لمؤشر رسملة السوق.



الشكل (15) مؤشر معدل دوران الأسهم

- مؤشر حجم التداول:

يكمل هذا المؤشر مؤشر القيمة السوقية لذلك نأخذ بنتائج كلا المؤشرين، فمؤشر حجم التداول يعبر عن القيمة الإجمالية للأوراق المتداولة خلال مدة زمنية ليعكس سيولة الاقتصاد وقد تطور هذا لغاية عام 2005 وبعد ذلك شهد تذبذباً في تغيير قيمته إلى أن بدأ بالانخفاض عام 2008، إن حجم التداول يعبر عن القوى المحركة التي تدفع الأسعار للتحرك في اتجاه معين أي أن حجم التداول يزداد كلما كانت الأسعار تسير باتجاه رئيسي.



الشكل (16) مؤشر حجم التداول

ـــ الرقم القياسي لأسعار الأسهم في بورصة عمان[1]:

قامت بورصة عمان منذ عام 1992 باحتساب رقم قياسي مرجح بالقيمة السوقية واعتبرت عام 1991 عام أساس بقيمة 100 نقطة وبعدها تغيرت إلى 1000 نقطة في بداية 2004 حيث تم احتساب عينة مكونة

1- المهيلمي. عبد المجيد ، التحليل الفني للأسواق المالية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، الطبعة السادسة، 2007، ص302.

من خمسين شركة ممثلة للسوق وتم زيادتها إلى سبعين وبعدها إلى مئة شركة في عام 2007، تتم عملية اختيار العينة وفق خمسة معايير تعكس حجم الشركات ومدى سيولتها:

1- مؤشر الرقم القياسي المرجح لأسعار الأسهم الحرة[1]:

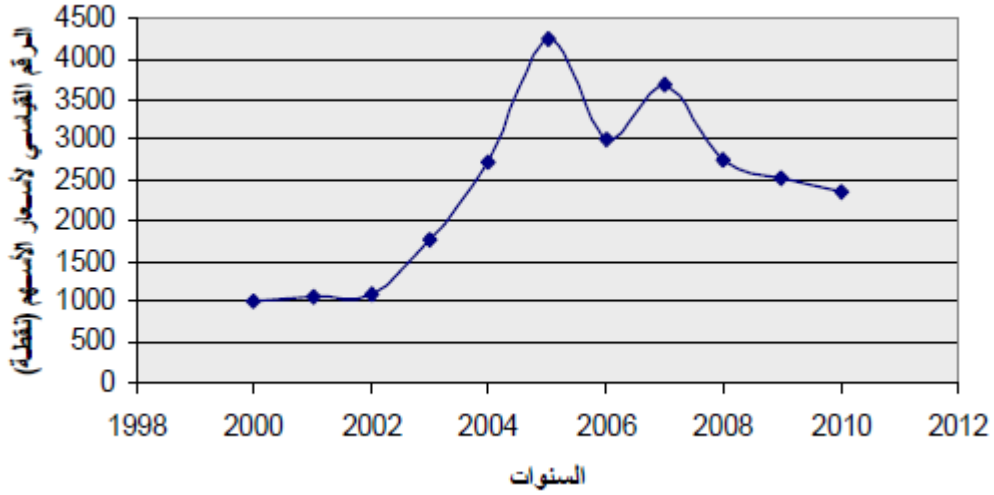
بعد أن حدثت تطورات عالمية في احتساب الأرقام القياسية وكان الهدف من تلك التطورات زيادة قدرة الأرقام على عكس واقع السوق، فقامت بورصة عمان بتطوير رقمها القياسي بحيث يصبح مبنياً على الأسهم الحرة ليعطي تمثيلاً أفضل لتحركات أسعار الأسهم في السوق ويخفف حدة تأثير الشركات ذات القيمة السوقية العالية وذلك من خلال تخفيض ثقلها، وقد تم احتساب هذا الرقم من خلال ترجيح القيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول وليس بعدد الأسهم الكلية المدرجة لكل الشركات، لقد تم اعتماد أغلب الشركات العالمية الكبرى على هذا الأسلوب، لذلك قامت بورصة عمان بتطبيق معايير مؤشر داو جونز[2] في اختيار عينة الشركات بحيث شمل المؤشر جميع الشركات المحلية والمدرجة في بورصة عمان وقد تم استثناء الشركات التي قيمتها أقل من 1% من القيمة السوقية الإجمالية للبورصة وكذلك استثنت الشركات التي تزيد نسبة أيام تداولها على 3,33 بالمائة من أيام التداول الكلية في كل ربع، يتكون المؤشر من 100 شركة من الشركات التي استوفت الشروط من حيث القيمة السوقية في المؤشر الجديد، وتحدد أوزان الأسهم الفردية بنسبة 10% كحد أقصى بهدف منع هيمنة الأسهم الخاصة بشركة معينة على المؤشر، وبعدها تم اعتبار عام 1999 أساساً للرقم القياسي بقيمة 1000 نقطة، وقد تميز هذا الرقم بقدرته على عكس أفضل التحركات للأسهم في السوق وبالإضافة لقدرته على التخفيف من أثر الشركات ذات القيمة السوقية الكبيرة ويقدم فرصة أكبر للشركات الصغيرة والمتوسطة على تحركاته، وتتم عملية احتساب الرقم القياسي بناء على آخر سعر إغلاق متوفر للشركات ضمن العينة وتحسب هذه الشركات بشكل يومي وتتم مراجعة العينة كل ثلاثة شهور ليعكس الرقم القياسي الصورة الحقيقية لتغيرات أسعار الأسهم للشركات ويوضح لنا الجدول والشكل البياني المرفق منحنى مؤشر الرقم القياسي المرجع.

1- جابو. سليم ، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية، الدراسة التطبيقية لحركة أسعار الأسهم في بورصة عمان 2001-2010، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر، ص139.

2- مؤشر داو جونز: هو المؤشر الأول وقد أحدث عام 1884 ويعبر عن قطاع الصناعة في أميركا ويضم هذا المؤشر 30 شركة صناعية فقط لا غير.

2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
2373.6	2533.5	2758.4	3675.0	3013.7	4259.7	2729.1	1761.5	1090.9	1060.6	999.6

المصدر: صندوق النقد العربي، **مرجع سبق ذكره**، 2001-2011.



الشكل (17) مؤشر الرقم القياسي المرجح لأسعار الأسهم الحرة

ولنتمكن من فهم هذا الرقم القياسي بصورة أوضح لابد لنا من معرفة كيفية احتسابه:

- طريقة احتساب الرقم القياسي المرجح بأسعار الأسهم الحرة:

تقوم بورصة عمان باحتساب رقمها القياسي وذلك بداية تحتسب القيمة السوقية لكل شركة وذلك عن طريق العدد الكلي للأسهم المدرجة مضروباً بآخر سعر إغلاق لسهم الشركة ومن ثم ضربه برقم يسمى المعامل، إن قيمة المعامل تتراوح بين الصفر والواحد يتم احتسابه بناء على نسبة الأسهم الحرة في الشركة والتي تمثل مجمل الأسهم مطروحاً منها المملوك لأعضاء مجلس الإدارة والمساهمين الذين يمتلكون 5% فأكثر ويطرح ملكيات الحكومة من الأسهم، ويتم تغيير هذا المعامل كل ربع سنة بهذه الطريقة تحتسب بورصة عمان مؤشرها الذي تعتمده في الوقت الحالي.

من خلال ما سبق نستطيع القول إن الأردن كان من سباقي الدول العربية في تنبهه لأهمية السوق المالية في الاقتصاد وأهمية أنشائه فسن التشريعات التي حكمت هذه السوق لتجعله من الأسواق الرائدة على الصعيد العربي وقد استفاد من تجارب الدول المتطورة ونقل تجربتها للبورصة في عمان وبخاصة في كيفية تحديد المؤشر فمر المؤشر في بورصة عمان بالعديد من التغيرات إلى أن استقر على قيم المؤشر في السوق المبني على الأسهم الحرة فهو مصمم بطريقة جيدة ويعتبر مرآة عاكسة للتغيرات في السوق وكذلك يخفف من تأثير الشركات ذات القيمة السوقية الكبيرة ويعطي فرصة للشركات الصغيرة والمتوسطة للتأثير على تحركاته ونتيجة لهذه الإيجابيات المتحققة يمكننا الاعتماد

على المؤشر في بورصة عمان لتبيان حركة السوق عامةً ويمكننا من الحكم على أداء السوق والتنبؤ بالحركة المستقبلية كونه يعكس حركة الأسعار الحالية.

المبحث الرابع
سعر الفائدة ومؤشر السوق دراسة تطبيقية على سوق دمشق للأوراق المالية

يقوم القطاع النقدي بمهام رئيسة في إدارة الاقتصاد الوطني وذلك من خلال أدواته المختلفة وبخاصة السياسة النقدية بالإضافة لقيامه بتمويل الاستثمار والتشغيل في جميع القطاعات الاقتصادية المحلية، فكل ذلك ألقى على القطاع النقدي وظائف بالغة الأهمية والحساسية تتطلب من أجل نجاحها تفعيل كافة أدوات السياسة النقدية والمالية سواء أكانت من خلال رفع سوية المؤسسات المصرفية والمالية غير المصرفية بالإضافة لمحاولة هذا القطاع الإبقاء على وجود علاقات منطقية بين الأجور والأسعار وخلق علاقة حساسة ما بين مخرجات الإنتاجية السلعية والإنتاجية الخدمية من جانب ومن جانب آخر الكتلة النقدية القابلة للتداول.

نتيجة لأهمية ما ذكرناه من أهداف نؤكد أنه من أجل إعادة بناء وتنمية الاقتصاد السوري لابد لنا من العمل على تطوير القطاع النقدي والمصرفي والذي يتمثل بالسياسة النقدية التي تعد وتجهز من قبل مجلس النقد والتسليف الذي تم إعادة تفعيل دوره في إدارة السياسة النقدية بعد أن كان غائباً عن الساحة الاقتصادية وذلك من خلال المرسوم التشريعي الذي صدر عام 2002 والذي تم تعديله ليمنح المجلس صلاحيات أوسع تمكنه من تحقيق دوره ومبتغاه، فأصبح يتولى مهمة العمل على تنظيم مؤسسات النقد والتسليف في سورية بالإضافة لمراقبتها من أجل تحقيق أهدافها التي تخدم التوجهات الاقتصادية العامة للدولة ومنها[1]:

– تحقيق استقرار المستوى العام للأسعار المحلية.

– الحفاظ على الاستقرار النقدي والمصرفي بالشكل الذي يخدم المحافظة على القوى الشرائية للعملة الوطنية.

– دعم سياسة الحكومة بتحقيق نمو مستدام والتشغيل بإطار أهداف البنك المركزي السوري.

ولكن لا يمكن أن يكتمل دور وأهمية مجلس النقد والتسليف ولا تلقى السياسة النقدية وجودها في الاقتصاد السوري إلا بوجود مؤسسة مالية مهمتها الرئيسية تنفيذ ما حدده مجلس النقد على أرض الواقع وهذا ما حققته الحكومة السورية عند إحداث البنك المركزي السوري الذي يعتبر مؤسسة عامة ذات استقلال مالي وإداري مهمته تنفيذ السياسة النقدية المقررة من قبل مجلس النقد والتسليف، ويعمل البنك المركزي تحت إشراف الدولة وبضمانتها بما يخدم التوجهات العامة للسياسة الاقتصادية[2].

1– بيان الحكومة إلى مجلس الشعب، جريدة تشرين، 2004/12/16، ص3.

2– حساني، عبد الرزاق، الواقع الراهن لاقتصادنا النقدي والمهمات الرئيسية للسياسة النقدية في الجمهورية العربية السورية، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة دمشق، 1993، ص68.

- السياسة العامة للبنك المركزي السوري:

قامت الحكومة السورية بتفعيل المصرف المركزي السوري وإعادة الحياة له من خلال صدور قانون النقد الأساسي عام 2002 والذي عدل عام 2011 ليحقق الكمال في إحيائه ويجدد انطلاقته بطريقة فعالة وذلك من خلال وضع المصرف المركزي تحت إشراف رئيس مجلس الوزراء ولكن تم تعزيز سياسة التابعية، فيقوم البنك المركزي بتنفيذ سياسته من أجل تحقيق أهدافه، وقد تم تحديد سياسة البنك المركزي من خلال المرسوم التشريعي رقم (21) عام 2011 الذي تضمن ما يلي:

- استمرار مصرف سورية المركزي بالحفاظ على استقرار قيمة الليرة السورية مقابل العملات الرئيسية بما يناسب حجم المبادلات السلعية والخدمية وبشكل ينسجم مع استراتيجية السياسة النقدية ومتطلبات الاقتصاد الوطني، بحيث تكون تلك التوجهات جميعها خلال المدى القصير أما فيما يتعلق بالمدى الطويل فهناك أهداف استراتيجية يجب تحقيقها من خلال تفعيل الأدوات النقدية المباشرة وغير المباشرة وهي[1]:

- تعميق استقلالية مصرف سورية المركزي، من خلال الاستمرار في تطوير الإطار القانوني لمصرف سورية المركزي.
- الحفاظ على استقرار المستوى العام للأسعار بوصفه الهدف النهائي لمصرف سورية المركزي.
- ضمان إقامة سوق مالية تتسم بالاستقرار والتنافسية، مبنية على قواعد السوق وآلياتها، من خلال إصدار أوراق مالية حكومية (أذونات وسندات خزينة) تمكن مصرف سورية المركزي من إدارة السيولة في السوق، وتكزن أداة تمويلية بديلة بيد الحكومة، من خلال عمليات السوق المفتوحة.
- يدعم مصرف سورية المركزي السياسات الاقتصادية على المستوى الكلي في مجال تعزيز النمو الاقتصادي والتشغيل.
- استكمال إلغاء ما تبقى من أنظمة الرقابة على النقد.
- الاستمرار بالتحرر التدريجي والمضبوط للحساب الرأسمالي من ميزان المدفوعات.

ولكي يتمكن البنك المركزي من تنفيذ السياسة النقدية المقررة لابد له من الاعتماد على أدواته المباشرة والتي سنخص بالذكر منها سعر الفائدة.

- سعر الفائدة في سورية[2]:

يعبر سعر الفائدة عن تكلفة الأموال المستثمرة ومكافأة على الأموال المدخرة، ولكن هذا السعر لا بد أن يكون فعالاً، ولكي نتمكن من تفعيل هذا السعر، يجب أن يكون هناك ترابط ما بين سعر الفائدة ومعدل

1- بيان الحكومة إلى مجلس الشعب، جريدة تشرين، 2004/12/16، ص3.

2- مايرون. توماس وآخرون، النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة: السيد أحمد عبد الخالق، دار المريخ، 2002، ص352.

التضخم، لذلك يجب عند قيامنا بتحديد معدل للفائدة من معرفة معدلات التضخم السائدة، ومعالجة الفوارق الموجودة وبخاصة عندما تكون معدلات التضخم أعلى من معدل الفائدة الاسمي[1].

لذلك قام مجلس النقد والتسليف عند تحديده لمعدلات الفوائد التركيز على المعطيات المحددة من قبل النظام المصرفي والاقتصاد الكلي والتوجه الاقتصادي، ليتمكن من تحديد سعر فائدة يشجع على الادخار الوطني والاستثمار المحلي والأجنبي، بالإضافة لإعادة هيكلية ودائع الليرة السورية باتجاه ودائع طويلة الأجل، فكانت جميع قرارات المجلس بخصوص سعر الفائدة تطبق على جميع المصارف العامة والخاصة بدون أي استثناء أو مميزات تخص مصرف دون سواه، نتيجة لما سبق نتوصل إلى أن تحديد سعر الفائدة كان يتم بناء على الأوضاع الاقتصادية ودون أي سياسة تحكم تحديده[2].

المبحث الأول: التطور التاريخي لسعر الفائدة

مرت أسعار الفائدة بمراحل عديدة سنقوم بتجزئتها استناداً إلى أهم الأحداث التي غيرت مجريات تلك الأسعار وسنتخصص بالفترات الحديثة نتيجة لأهمية الأزمات التي عصفت بالاقتصاد السوري وهي:

1-سعر الفائدة في سورية قبل الأزمة المالية العالمية (2007):

اتسمت سياسة البنك المركزي بتلك الفترة بتحديده لمعدلات الفائدة بطريقة تسهم في إعادة تموضع ودائع الليرة السورية حسب الأجل لدى القطاع المصرفي، ولذلك بالشكل الذي يسهم في استقرار مصادر التمويل والتقليل من عدم الموائمة بين مصادر واستخدامات الأموال، فكانت معدلات الفائدة في مجملها تفوق معدلات التضخم السائدة.

ولو عدنا للتاريخ النقدي لسورية وقمنا بالتركيز على تطور سعر الفائدة في تلك الفترات ولغاية عام 2003 للاحظنا أن معدلات أسعار الفائدة كانت ثابتة 9%، أما ما بعد عام 2003 فنلاحظ أن البنك المركزي قام بتحريك سعر الفائدة[3]، فعمل على إحداث تغيرات على أسعار الفائدة، فقام بتخفيض معدل الفائدة إلى أن وصل حتى 4% وقد اتصفت تلك المرحلة بمرحلة الانهيار، ولكن بعد ذلك الانهيار صدرت عدة قرارات عن مجلس النقد والتسليف تضمنت تارةً تخفيض في سعر الفائدة وتارةً ارتفاع وذلك بمعدل (1- 2)% بالإضافة للقرارات التي منحت مزايا للودائع للأجل من خلال إعطاء معدلات أعلى من الفائدة، وقد تم منح هامش يقدر بحدود نقطة واحدة لسعر الفائدة للمصارف العامة والخاصة بحسب طبيعة السوق والأوضاع الاقتصادية السائدة، وذلك بسبب توجه السياسة للدعم القطاعات

1- Jan – Loum, the Monitary theory in changing world. Exford Uni – 1999 – P. 63.

2- الحوراني. أكرم محمود ، انعكاسات تحريك أسعار الفائدة في إطار عملية الإصلاح الاقتصادي، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، ص4.

3- المرجع السابق، ص12.

الخدمية على حساب القطاعين الصناعي و الزراعي، فاتسمت تلك المرحلة بالتخبط في سياسة تحديد سعر الفائدة[1].

2-سعر الفائدة في سورية ما بين عام 2007 ولغاية 2011:

بناءً على أهمية سعر الفائدة كأداة من أدوات السياسة النقدية التي لها فاعلية في النشاط الاقتصادي ونتيجة لحدوث الأزمة المالية العالمية التي عصفت باقتصاديات الدول سارعت معظم دول العالم إلى تخفيض أسعار الفائدة في محاولة منها لدعم السيولة من جهة[2]، وتشجيع الإقراض المصرفي بالإضافة لتمويل الطلب من جهة أخرى، وهذا فعلياً ما قام به البنك المركزي السوري الذي اتبع سياسة القطيع، فقام بتخفيض أسعار الفوائد متناسياً واقعنا الاقتصادي ومعتبراً أننا نسير ونعمل ونؤثر ويتأثر اقتصادنا بأدوات السياسة النقدية المتبعة من قبل الدولة[3]، ولم يكتف البنك المركزي باتخاذ إجراءات لا تتناسب مع واقعنا الاقتصادي إنما انتظر الفريق الاقتصادي نتيجة لذلك الإجراء أن يحد من تأثير الأزمة المالية على اقتصادنا، وبعد ذلك قام البنك المركزي بإعادة النظر في أسعار الفائدة الإلزامية والتأشيرية لتستقر كما يلي[4]:

- على الودائع الجارية من 1% إلى 2%.
- على ودائع التوفير الذي حدها الأقصى مليون من 4% إلى 6%.
- على الودائع لأجل من 5% إلى 8%.
- على ودائع التوفير بالقطع الأجنبي من 2% إلى 3%.
- على الودائع الجارية بالقطع الأجنبي من 0% إلى 1%.

فلو قمنا بالتعمق في المؤشرات الصادرة عن المكتب المركزي للإحصاء للاحظنا أن معدلات التضخم في تلك الفترة أعلى من معدلات سعر الفائدة، أي أن اتخاذ قرار تخفيض سعر الفائدة من قبل المركزي في تلك الفترة كان له تأثير سلبي على المدخرات الموجودة ما قبل الأزمة، إضافة لمعدل التضخم نلاحظ عدم استقرار الظروف والأوضاع الاقتصادية والنقدية وبخاصة أسعار النفط التي ارتفعت بمعدل 300% عام 2008 ومعدلات النمو وحالات الركود والكساد، لذلك نلاحظ أن توجه المركزي لتخفيض سعر الفائدة لم يحقق أي أهداف تذكر، إنما هو إجراء تقليدي، واتباع لسياسة القطيع[5].

1- سماق. محمد توفيق ، تحريك أسعار الفائدة، تردد في القرار واهتزاز في المصداقية، أبيض وأسود 2004/1/12.

2- كبارة. محمد ، جريدة تشرين 2004/1/7. ص2.

3- البنك المركزي السوري www.banquecentral.gov.sy

4- المكتب المركزي للإحصاء، 2010.

5- الاقتصاد العالمي بين الواقع والتوقعات، المركز الاقتصادي السوري، إعداد: رامز باذيب، الإصدار رقم 36، حزيران 2006، ص166.

وإذا ما قارنا سعر الفائدة في سورية مع أسعار الفائدة في دول العالم يتضح لنا ارتفاع سعر الفائدة في سورية عن سعر الفائدة في الدول الأخرى، ولكن الهدف ما الهدف من وجود هذا الفارق من وجهة نظر المصرف المركزي؟ فهل كان هدف المركزي جذب أموال ورساميل أجنبية لإيداعها في المصارف المحلية[1]، ولكن مصارفنا المحلية تتصف بفائض في السيولة غير موظف، لذلك لم يحقق المركزي أي هدف من هذا الفارق إنما حقق من خلال السيولة المعطلة توجهاً سلبياً تمثل برفع المستوى العام للأسعار، فمن خلال ما سبق نلاحظ أن طبيعة الاقتصاد السوري مختلفة عن طبيعة اقتصاديات باقي الدول ومحفزات الاستثمار في تلك الدول تختلف عن محفزاته في سورية، لذلك فإن تخفيض سعر الفائدة في سورية لم يكن محفزاً للاستثمار، بقدر ما هو عقاب للمدخرين لذلك قرار تخفيض سعر الفائدة في تلك الفترة كان قراراً غير صائب أدى لتخبط الوضع الاقتصادي وليس استقراره وحمايته من الأزمة المالية العالمية.

- سعر الفائدة في مرحلة الأزمة السورية 2011- 2014:

اتصف سعر الفائدة في مرحلة ما قبل الأزمة بارتفاعه عن معدل التضخم و معدل النمو و الربحية التجارية، في حين أنه بقي ثابتاً خلال فترة الأزمة على الرغم من ارتفاع معدل التضخم بشكل كبير، وهذا ما عكس ضعف السياسة النقدية للاستجابة لهدف استقرار المستوى العام للأسعار، ولكن مع اشتداد حدة الأزمة عام 2011 وبهدف دعم الطلب على الليرة السورية ودعم إيداعات الليرة السورية وزيادة الثقة بالليرة السورية، فقد اتبع المصرف المركزي سياسة رفع أسعار الفائدة على الإيداعات من خلال عدة قرارات اتخذت على عدة مراحل[2]، فقد تم رفع أسعار الفائدة على الودائع الآجلة بالليرة السورية نقطتين مئويتين من [5%-7%] إلى [7%-9%] بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم /5937/ تاريخ 2011/5/2، تبعه عدة قرارات داعمة لرفع سعر الفائدة على الليرة السورية اختتمت بقرار مجلس النقد والتسليف رقم /818/ تاريخ 2012/2/15، الذي حدد أسعار الفائدة التي تدفعها المصارف على الحسابات الجارية [0%-1%]، وعلى الودائع الآجلة [7%، 8%، 9%، 10%، 11%] لأجل (3-6- 9) أشهر، سنة، وأكثر من سنة على التوالي، وعلى ودائع التوفير [9%] شريطة ألا تزيد وديعة التوفير عن مليون ليرة سورية للمودع الواحد وشهادات الاستثمار [10%].

أما فيما يتعلق بالعملات الأجنبية فقد تم تحديد أسعار الفوائد كما يلي: تحدد أسعار الفائدة على الودائع لأجل بالدولار الأمريكي ضمن مجال (1%+labor - 2%+labor) سنوياً ويحدد معدل الليبور (سعر الفائدة قصيرة الأجل) على الدولار بما يتوافق مع أجل الوديعة، أما الودائع لأجل باليورو

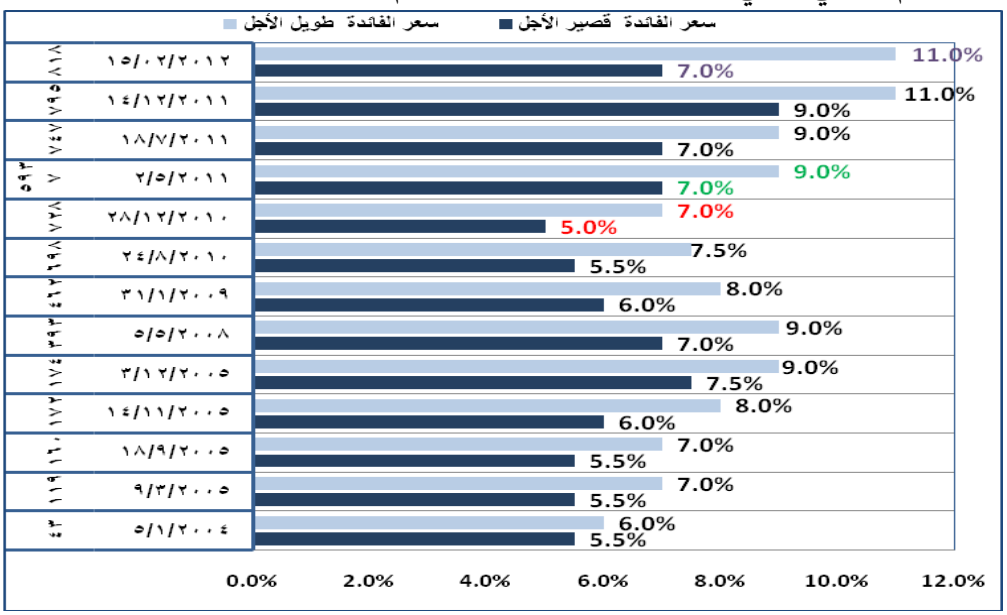
1- لجنة القطاع المالي لدى الهيئة العليا للبحث العلمي، مشروع السياسة الوطنية للعلوم والتقانة والابتكار. 2014، ص21.

2- المرجع السابق، ص17.

فتحدد أسعار الفائدة عليها بالليبور[1] على اليورو ضمن مجال (%1+labor – labor) بما يتوافق مع أجل الوديعة، بقرار مجلس النقد والتسليف رقم /747/ تاريخ 2011/7/18[2]، وذلك ضمن إطار دعم الليرة السورية مقابل العملات الأجنبية والتخفيف من حدّة عمليات المضاربة على الليرة السورية، مع الحفاظ على إمكانية الادخار بالعملات الأجنبية لدى المصارف العاملة في الجمهورية العربية السورية، فعلى الرغم من اتخاذ قرارات هامة وهادفة تمثلت برفع سعر الفائدة في تلك المرحلة بهدف تشجيع الادخار وزيادة السيولة ومحاربة التضخم، إلا أنه مازال سعر الفائدة متدنياً جداً إذا ما تمت مقارنته بمعدل التضخم في هذه الفترة.

نلاحظ من خلال المراحل السابقة التي مرت بها أسعار الفائدة أن المصرف المركزي يفتقد لوجود أسس واضحة في سياسة تحديد سعر الفائدة، بالإضافة لوجود العديد من التضارب بين آثار الأدوات النقدية التي من الممكن أن يلجأ المركزي للتحكم بها، حيث إن أثر بعض الأدوات قد يبطل مفعول أثر قناة أخرى، لذلك لابد من إعادة النظر في السياسة النقدية التي يتبعها البنك المركزي ليتمكن من التحكم بجميع التغيرات ومواجهة الأزمات التي تعصف بالاقتصاد السوري.

ومن خلال الرسم البياني التالي سنمثل أسعار الفائدة منذ عام 2004 ولغاية 2014[3]:



الشكل (18) أسعار الفائدة منذ عام 2004 ولغاية 2014

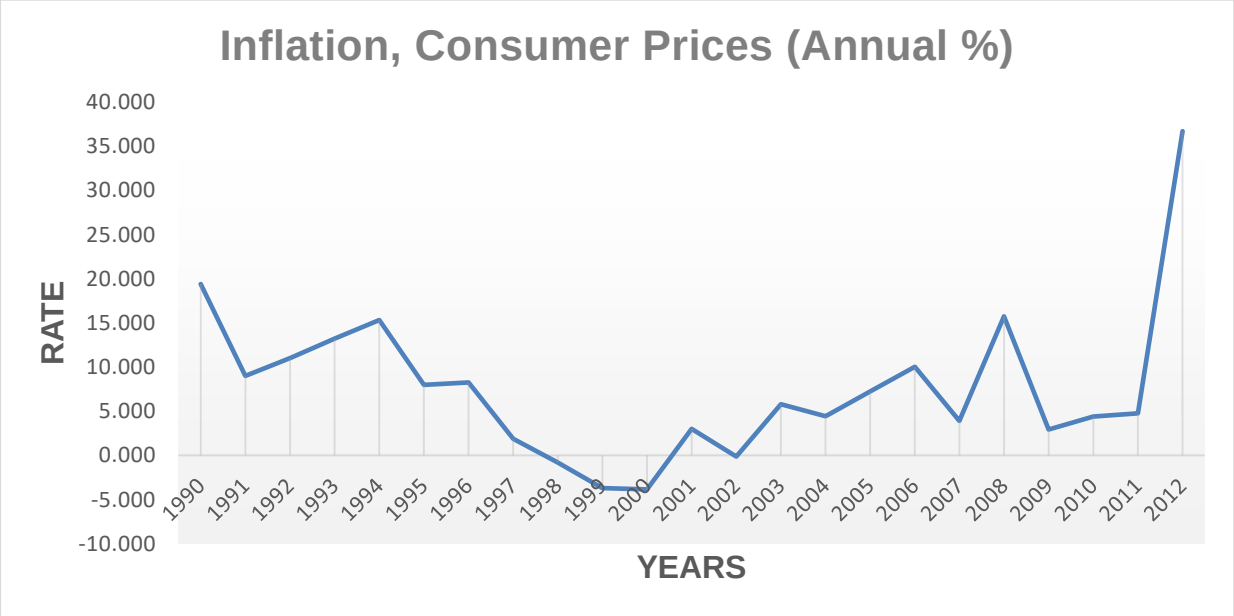
ولكن كما ذكرنا في بحثنا هذا أن معدلات التضخم في سوريا اتسمت بالارتفاع سواء ما قبل الأزمة وما بعد الأزمة التي عصفت بالبلد وألحقت الضرر بالاقتصاد السوري بشكل عام، لذلك لم تتبع سياسة

1- الليبور: وهو سعر الفائدة المعروض بين البنوك في لندن وهو عبارة عن متوسط سعر الفائدة على المدى القصير والذي تقوم عنده البنوك بالإقراض والاقتراض من بعضها البعض.

2- موقع البنك المركزي www.banquecentral.gov.sy.

3- مصدر الأرقام مصرف سورية المركزي

تحديد أسعار الفائدة نجاحاً عند البنك المركزي، وكانت معدلات التضخم تؤدي لتآكل أي زيادة تحدث ضمن السياسة النقدية فلو أمعنا النظر بمعدلات التضخم المتمثلة بالمستوى العام للاستهلاك لوجدنا ارتفاعها بشكل كبير، وهو ما يؤخذ على البنك المركزي بعدم التنسيق بين أهدافه المفترض تحقيقها[1].



الشكل (19) معدلات التضخم

مما سبق يتوضح لدينا ضرورة إعادة النظر بالسياسة النقدية في سورية لتتمكن من تلافي الخلل الموجود فيها وتوجيه تلك السياسة بما يخدم المواطنين وبالتالي يخدم الاقتصاد بشكله العام، وتوجيه نظر البنك المركزي للتنسيق مع السياسة المالية لتحقيق الأهداف الاقتصادية المحددة.

المبحث الثاني: التطور التاريخي لمؤشر سوق دمشق للأوراق المالية

تعد الأسواق المالية في العصور الحديثة محور اهتمام الاقتصاديين، وذلك نظراً لأهميتها في اقتصاد أي دولة، فهي تعتبر محطة هامة من أجل تداول رساميل كبرى للشركات في البلد، فهي تعتبر مرآة تعكس الوضع الاقتصادي لأي بلد[2]، وانطلاقاً من هذه الأهمية سعت دول العالم لإحداث أسواق مالية وخصصت أجهزة رقابة وإشراف على عمل هذه الأسواق هادفةً لمنع التلاعب من قبل المستثمرين ولتتلافى حدوث أي أزمات تعصف بهذه الأسواق وتسبب ضرراً يلحق بالاقتصاد، وبالتالي توصل الاقتصاديون لتحديد تعريف للأسواق المالية (فهي سوق يتم فيه تبادل الأصول المالية ومشتقاتها بيعاً

1- خضور. عفراء ، أثر التضخم المستورد على التضخم المحلي في سورية خلال الفترة (1990-2010). مجلة جامعة البعث، (37)1، 2015، ص191.

2 - Chen, N.F., Roll, R. and Ross, S.A. (1986), "Economic Forces and the Stock Market", Journal of Business, Vol. 59 No. 3, pp. 383-403.

وشراءً) بناءً عليه قامت معظم دول العالم بتأسيس أسواق مالية رسمية منظمة وظيفتها إيجاد وتطوير الأصول المالية وتنظيم عملية تبادله[1]، ويعتبر مفهوم السوق المالية عند الجمهور بأنه المكان الذي يلبي حاجات معينة مقابل التخلي عن مبلغ معين من النقود، فالأسواق المالية تلبي حاجة المستثمرين من خلال انتقال الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز مقابل أوراق مالية، ويشترك في هذا السوق مجموعة من الأفراد والمؤسسات تحكمها إجراءات معينة[2]، ونتيجة لهذه الاهمية التي تحققها الأسواق المالية فقد تطلعت الحكومة السورية لركب موج التطور من خلال إحداثها للسوق المالية السورية وهذا ما سوف نتحدث عنه في هذا الفصل:

- نشأة السوق المالية السورية وأهميتها:

انضمت سورية لمعظم دول العالم من خلال إنشائها السوق المالية بشكل قانوني وذلك من خلال المرسوم التشريعي رقم 55 لعام 2006 ليعلن هذا المرسوم[3] انطلاقة السوق المالية التي تعتبر نقلة نوعية في الاقتصاد السوري وهادفةً من هذا المرسوم تشجيع الاستثمار الوطني بالشكل الذي يخدم المصلحة الوطنية وذلك من خلال تحويل الشركات العائلية والفردية التي تعتبر ذات كمية كبيرة جداً في سورية إلى شركات مساهمة قادرة على الدخول للسوق المالية وقد تضمن المرسوم التشريعي إنشاء مجموعة من مؤسسات السوق المالية وهي:

أولاً: هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية[4]

تعتبر هذه الهيئة ناظمة لعمل الأسواق المالية وترتبط بمجلس الوزراء وتتمتع بشخصية اعتبارية واستقلال مالي وإداري وتتمتع بجميع الصلاحيات التي تساعدها في تحقيق أهدافها المتمثلة بما يلي:

- تعظيم وتطوير الأسواق المالية بما يضمن تحقيق العدالة والكفاءة والشفافية ويسهم في الحد من المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية.
- حماية المستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة كالغش والتدليس والتضليل.
- تشجيع النشاط الادخاري والاستثماري بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني.

ولكي تتمكن هذه الهيئة من تحقيق أهدافها السابقة فهي تقوم بمجموعة من العمليات المتمثلة بالآتي:

1- تنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية.

2- تنظيم ومراقبة إصدار الاوراق المالية.

3- تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاصة والتابعة لرقابة الهيئة وإشرافها.

4- مراقبة السوق المالية.

1- الحسين. محمد ، الأسواق المالية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2009.

2 - Asankha Pallegedara, (2012). Dynamic relationships between stock market performance and short term interest rate Empirical evidence from SriLanka.

3- المرسوم التشريعي رقم 2006/55

4- سوق دمشق للأوراق المالية، دليل المستثمر، 2009.

ومن خلال ما سبق نتوصل لأهمية هذه الهيئة في تحقيق نجاح السوق المالية ومتابعة أعمالها.

ثانياً: سوق دمشق للأوراق المالية

وهي سوق عادية تشبع حاجات معينة من خلال اللقاء بين البائع والمشتري مباشرةً أو من يمثلهما أو عبر التجارة الإلكترونية، تعتبر هذه السوق مؤسسة ذات استقلال مالي وإداري تتمتع بشخصية، وهي سوق ثانوية يتم فيها تداول الأوراق المالية التي تم إصدارها سابقاً في السوق الأولية[1]، تهدف هذه السوق لتوفير مناخ مناسب لتسهيل عملية استثمار الأموال وتوظيفها وتأمين رؤوس الأموال اللازمة لتوسيع النشاط الاقتصادي من خلال ترسيخ أسس التداول السليم والعادل للأوراق المالية[2]، وقد بدأ العمل في هذه السوق بتاريخ 2009/3/10 ومن مهام هذه السوق:

- وضع إجراءات وأساليب عمل تحقق تداول كفء وشفاف.
- وضع معايير مهنة شركات الخدمات والوساطة المالية.
- التحقق من قوة ومتانة الأوضاع المحلية لشركات الخدمات والوساطة المالية.
- توفير قواعد وإجراءات سليمة وسريعة وذات كفاءة من أجل نقل ملكية الأوراق المالية وقد تم تقسيم سوق دمشق للأوراق المالية إلى ثلاثة أقسام وهي[3]:

1- سوق نظامية: يتم فيها تداول أسهم الشركات التي تحكمها شروط إدراج خاصة.

2- سوق موازية: يتم من خلالها تداول أسهم شركات تحكمها شروط تتماشى مع طبيعة عمل هذه السوق إلى حين توفر الشروط الخاصة بإدراجها في السوق النظامية.

3- سوق السندات: يتم من خلال هذه السوق تداول:

- السندات الحكومية.
- إسناد القروض للشركات المساهمة الخاصة.

ثالثاً: مركز المقاصة والحفظ المركزي[4]

وهو مركز بيع لسوق دمشق للأوراق المالية يهدف إلى إيداع وتسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية من خلال التبادل الحاصل في أثناء جلسات التداول في السوق.

رابعاً: شركات الخدمات والوساطة المالية

لقد منحت هيئة الأوراق والأسواق المالية تراخيص لشركات الوساطة والتي قد وصل عددها إلى 38 شركة وحددت مهام تلك الشركات بما يلي[5]:

1- سلمان. حيان . "قراءة في سوق الأوراق المالية السورية". الاقتصادية، 17 أيار، 2009: 16-17.

2- سوق دمشق للأوراق المالية، دليل المستثمر، 2009.

3- المرجع السابق نفسه.

4- سوق دمشق للأوراق المالية، دليل المستثمر، 2009.

5 - Oxford Business Group. The Report (Syria 2009). London: Oxford Business Group, 2009.

1- تقديم الاستشارات.

2- عمليات السمسرة في الأسواق.

3- إدارة عمليات الإصدار.

4- إدارة الاستثمارات الخاصة.

يتم في سوق دمشق للأوراق تداول مجموعة من الأوراق المالية المصدرة من قبل الشركات المساهمة السورية المدرجة في السوق والتي تعود لقطاع الزراعة والتأمين والبنوك والقطاع الصناعي بالإضافة لقطاع الخدمات، ولكن يحتل القطاع المصرفي الحيز الأكبر من بين القطاعات، أما فيما يتعلق بكيفية تداول الأسهم في السوق فعملية التداول تتم وفق لمبدأ المزاد المستمر، ومن الممكن القيام بعملية التداول عن طريق النظم الإلكترونية المعتمدة من قبل السوق وذلك من خلال الوسطاء المعتمدين من قبل الهيئة فيقوم الوسطاء بإدخال أوامر البيع والشراء بناء على تفويض من قبل المستثمر، وتقسم أوقات الجلسات إلى الفترات التالية:

– فترة ما قبل الافتتاح: يتم في هذه الجلسة إدخال الأوامر فقط دون إمكانية تنفيذ أي صفقة.

– فترة التداول المستمر: وهي الجلسة التي يتم فيها تنفيذ الصفقات بمقابلة أوامر البيع مع أوامر الشراء المدخلة بشكل مسبق.

ويتم تحديد سعر التداول انطلاقاً من القيمة الدفترية بالإضافة لدراسة التقييم المعدة من قبل الشركة، ومن الممكن أن تتم عملية شطب وإلغاء لطلبات الشراء ولكن بطريقة تتناسب مع أنظمة السوق، أما فيما يتعلق بالبيع الأجل والبيع على الهامش فهو غير مسموح في سوق دمشق في الوقت الحالي، وبعد أن تتم عملية البيع والشراء للأسهم تتم عملية التسوية في السوق بعد يومين من عملية التداول، حيث تتم عملية التسوية مع بنك التسوية الوحيد في سورية وهو مصرف سورية المركزي[1].

وبناءً على ما سبق نجد أن سورية دخلت بمجاراة دول العالم بإنشائها السوق المالي على الرغم من تأخرها في اتخاذ هذه الخطوة، وعلى الرغم من حداثة هذه السوق إلا أنها حققت أرقام تداول وقيم تعتبر جيدة مقارنة" بأسواق العالم الأخرى، وقد احتلت سوق دمشق للأوراق المالية المرتبة الأولى على مستوى الأسواق العربية من حيث أرقام التداول، ولكن ما لبثت هذه السوق أن تدخل طور التطور فأحبطت الأزمة التي عصفت بسورية أمل تطور هذه السوق وكانت رادعاً أمامها فمنعت تقدمها وأحدثت خللاً في هذه السوق، ولكن على الرغم من هذه الصعوبات إلا أن الهيئة العامة تحاول جاهدةً لإبعاد أخطار الأوضاع عن هذه السوق بأقل الخسائر هادفةً لإبقائها في ملاذ الأمان من أجل إتاحة الفرص أمام الشركات والمستثمرين لتحقيق أهدافهم ضمن مناخ استثماري آمن ومستقر.

1– موقع سوق دمشق للأوراق المالية

- مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية DWX:

يشكل المؤشر بشكل عام بوصلة للمستثمرين في حسابات قياسية لمحافظهم الاستثمارية، فهو يعتبر مؤشر محفظة كبيرة ومتنوعة ومتكاملة[1]، لذلك يستطيع المستثمر من خلاله أن يدرس اتجاهات محفظته الخاصة والمحددة وذلك لأن محفظة السوق متنوعة جداً وعلى أساسها يستطيع المستثمر أن يرى ويحدد اتجاه حركة السوق، وبالتالي يتحكم بمحفظته الخاصة وفق اتجاه السوق، ويتم استخدام مؤشرات الأسعار في أسواق المال بصفة عامة لعرض قياس أداء السوق من ارتفاع أو انخفاض حيث إن انخفاض وارتفاع مؤشرات أسعار الأوراق المالية يرتبط بارتفاع أسعار الأوراق المدرجة وانخفاضها وبالتالي يقيس مؤشر السوق مستوى الأسعار في السوق[2]، ويتم تحديد المؤشر استناداً إلى عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها وغالباً ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي تكون عليها السوق[3]، ويوجد نوعان من المؤشرات[4]:

- المؤشرات التي تقيس حالة السوق بشكل عام: ومثالاً عليها مؤشر داوجونز.

- المؤشرات القطاعية: تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع محدد ومثال عليها مؤشر داوجونز للصناعة ومؤشر ستاندر أند بورز لقطاع الخدمات.

تتبع الأسواق المالية عدة طرق لبناء المؤشر على أساس الأوزان النسبية وهي:

- مدخل الوزن على أساس السعر[5]:

حيث يتم بناء هذا المؤشر على أساس نسبة سعر السهم الواحد للشركة على مجموع أسعار الأسهم، ولكن يؤخذ على هذا البناء أن الوزن النسبي يقوم على أساس سعر السهم وحده في أنه من الممكن عند حدوث مضاربة أن تتم عملية رفع أسعار للأسهم بدرجة كبيرة وبالتالي يصبح المؤشر غير معبر عن أهمية الشركة وحجمها.

- مدخل الأوزان المتساوية[6]:

حيث يتم إعطاء قيم نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر.

1- انظر الموقع الالكتروني لهيئة سوق المال السعودي: http://www.cma.org.sa

2- عبد الغفار. حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمارات، الخيارات)، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2000، ص77.

3- الموقع الالكتروني للمعهد العربي للتخطيط في الكويت http://www.arab-api.org

4- العربيد. عصام فهد ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الرضا للنشر، دمشق، ط2، 2008، ص38-39.

5- الحناوي. محمد صالح ، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، 266.

6- هندي. منير إبراهيم ، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999، ص253.

- مدخل الأوزان حسب القيمة[1]:

يتم إعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل شركة ممثلة ضمن المؤشر، وبناءً على هذه الطريقة تمكنا من تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر اذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي، فالشركات التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية تتساوى أوزانها النسبية داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة.

أما فيما يتعلق بسوق دمشق للأوراق المالية ونظراً لضآلة عدد الشركات المدرجة فقد تم الاكتفاء حالياً بمؤشر عام يعتمد على طريقة رسملة السوق دون ترجيحه بنسبة الأسهم الحرة، ولكي نوضح طريقة احتساب المؤشر في سوق دمشق للأوراق المالية[2]، سنقدم مثالاً من واقع السوق كما يلي:

ولو اعتبرنا أن السوق مكون من أربع شركات فقط

-الأهلية 1000 سهم وسعر السهم اليوم 500 <=== القيمة السوقية للشركة 500000

-عودة 2000 سهم سعر السهم اليوم 500 <=== القيمة السوقية للشركة 1000000

-سورية والمهجر 5000 سهم سعر السهم اليوم 500 <=== القيمة السوقية للشركة 2500000

-المصرف الدولي 500 سهم سعر السهم اليوم 500 <=== القيمة السوقية للشركة 250000

فتكون القيمة السوقية للبورصة هي مجموع القيم السوقية للشركات 4250000

وبثبات عدد أسهم الشركات (لأنه لم تدخل شركات جديدة في السوق وكذلك لم يتغير عدد أسهم الشركات) وتغير أسعارها في اليوم التالي كما يلي:

الأهلية 550 وعودة 520 وسورية والمهجر 480 والمصرف الدولي 510 فتكون القيمة السوقية للبورصة 4245000

فتكون قيمة المؤشر اليوم قسمة القيمة السوقية لليوم على القيمة السوقية لليوم السابق مضروباً الناتج بـ 100

(4250000 ÷ 4245000)×100 = 99,88نقطة

إذن تكون قيمة المؤشر 99.88 نقطة

ولنفرض أن أسعار الأسهم في اليوم التالي أصبحت كما يلي:

الأهلية 540عودة 550 سورية والمهجر 530 والمصرف الدولي 490 فتكون القيمة السوقية للبورصة 4535000

فتكون قيمة المؤشر اليوم (4535000 ÷ 4245000) × 100= 106,83 نقطة.

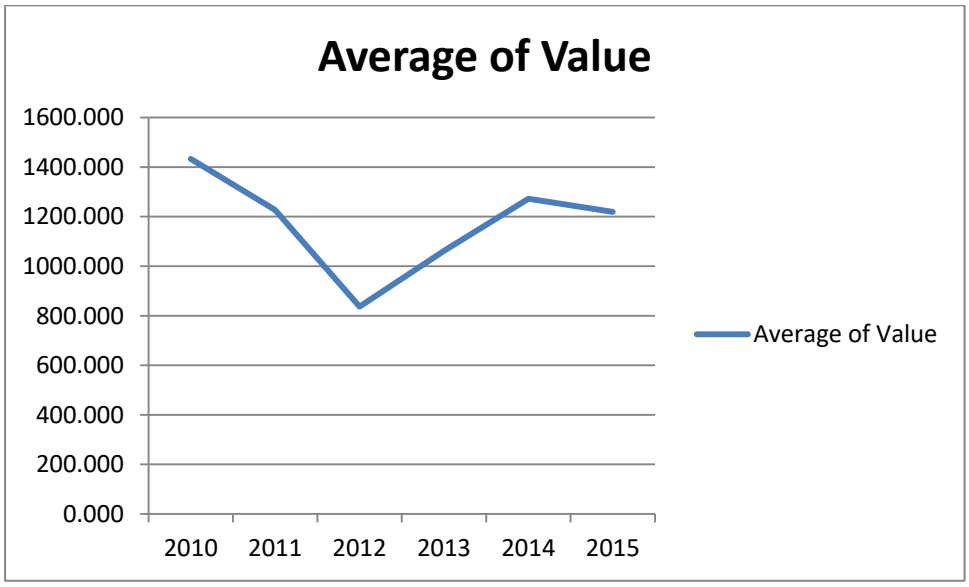
1- الموقع الالكتروني www.sa11.com

2- قبلان. حسين ، مؤشرات أسواق الأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد11، 2011. ص11.

إذن قيمة المؤشر 106.83 نقطة وعلى هذا الأساس نحسب قيمة المؤشر، ومن خلال المثال السابق نوضح ما يلي:

تطور أسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية[1]

تم الاعتماد على طريقة التثقيل بالقيمة السوقية الكلية للشركات المدرجة في السوق وذلك من خلال ضرب سعر الإغلاق اليومي للأسهم بعدد الأسهم الكلي للتداول، وقد تم اعتماد تاريخ 2010/1/1 كنقطة أساس واعتمدنا القيمة السوقية لفترة الأساس ومن ثم نضرب القيمة ب 1000 نقطة وتحدد قيمة التغيير ونسبة التغيير بمقدار زيادة النقاط، وتعتبر النقطة بمثابة وحدة قياس أي أن ارتفاع السوق بنقطة يعبر عن جزء القيمة السوقية لبعض أو جميع الشركات[2]، كما يوضح الشكل البياني التغيرات التي حلت بالمؤشر:



الشكل (20) التغيرات التي حلت بمؤشر دمشق للأوراق المالية

وقد نصادف في سوق دمشق حالات تتوضح فيها أن قيم المؤشر سالبة على الرغم من وجود تداولات ضخمة وقد تم تبرير هذه الظاهرة من قبل الاقتصاديين كما يلي، يتم احتساب نسبة التغيير أو قيمة التغيير بناء على اختلاف سعر السهم وليس على قيمة التداول فلو فرضنا أن إحدى الشركات قد سجلت قيمة تداول بملايين الليرات ولكن سعر سهمها كان في اليوم السابق 100 ليرة سورية وهبط في اليوم التالي ليصبح 98، وبالتالي فإن قيم المؤشر ستسجل انخفاضاً بالقيمة السوقية للسهم، وبالتالي ستؤثر على انخفاض المؤشر، ستكون نسبة التغيير 2% سالبة على الرغم من وجود تداولات ضخمة.

1- المرجع السابق نفسه.

2- قبلان. حسين ، مؤشرات أسواق الأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد11، 2011. ص101.

من خلال ما سبق نكون قد توصلنا إلى أن المؤشر يعتبر كمقياس للحرارة بالنسبة للسوق وبالتالي يظهر وضع السوق بشكل عام سواء من حيث ارتفاع أو انخفاض، ويتم تحديد هذا الارتفاع أو الانخفاض بناء على التغييرات بقيمة المؤشر، وبالتالي تكمن أهمية مؤشر السوق من خلال علاقته بالحالة الاقتصادية وبالتالي قدرته على تمثيل الحالة الاقتصادية، ويعتبر هذا المقياس ذو أهمية أكبر في البورصات التي توجد فيها كافة القطاعات المكونة للحياة الاقتصادية، وبالتالي يعبر مؤشرها عن حالة الاقتصاد بشكل عام، وهذا ما تفتقده بورصة دمشق[1] فهناك محدودية في عدد الشركات المدرجة بالإضافة لتركز أغلب الشركات في القطاع المصرفي، وبالتالي لا بد لنا من سن تشريعات جديدة تشجع الشركات من أجل إدراج أسهمها في سوق دمشق لتصبح هذه السوق مثالاً يعبر عن الوضع الاقتصادي ومرآة تعكس حالة الاقتصاد وتؤثر وتتأثر بمختلف مجالات الحياة الاقتصادية.

1- بورصة دمشق www.dse.sy

الفصل الثالث
الدراسة التطبيقية

الأردن:

1- مصادر بيانات متغيرات النموذج وفترة الدراسة:

لدينا سلسلة زمنية سنوية تمثل سعر الفائدة (Interest rate) سعر الصرف (Exchange rate)، والمؤشر العام لأسعار الأسهم (Index). وتضم هذه السلسلة (8) مشاهدة تمتد من عام 2010 حتى عام 2017. حيث تم الحصول على هذه البيانات من الموقع الرسمي لسوق عمان للأوراق المالية والموقع الرسمي للبنك المركزي الأردني.

بعد عدة محاولات لاختيار الأنموذج فقد تبين أفضلية الصيغة اللوغاريتمية، لذا قمنا بتحويل السلاسل المدروسة إلى الصيغة اللوغاريتمية لإجراء الاختبارات المناسبة، وكما هو شائع في الدراسات الاقتصادية يتم إدخال الصيغة اللوغاريتمية على المتغيرات، لأنها طريقة مناسبة لها إيجابيات منها إزالة الاتجاه الأسي للمتغير، أي الاتجاهات الحادة وكذلك منها تحويل صيغة النموذج إلى الصيغة الخطية إذا كان النموذج صيغته الأصلية غير خطية. كما هو مبين بالمعادلة التالية:

$$L\ Index = \beta_0 + \beta_1 LI + \beta_2 EX + \varepsilon$$

حيث أن:

I: سعر الفائدة قصير الأجل.

EX: وسطي سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار الأمريكي.

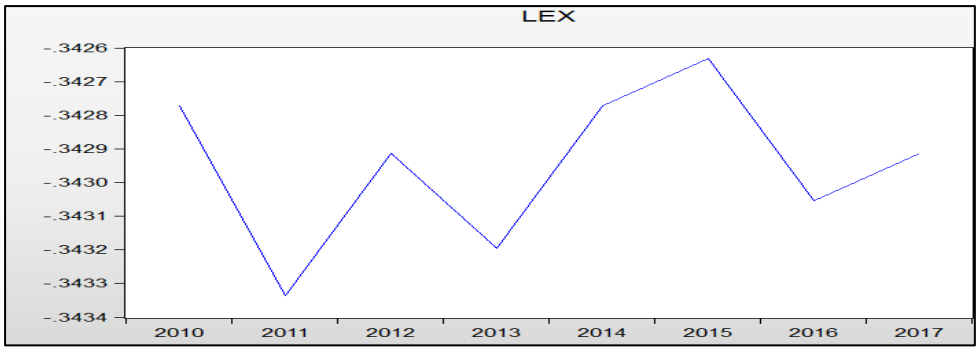
Index: المؤشر العام لأسعار الأسهم.

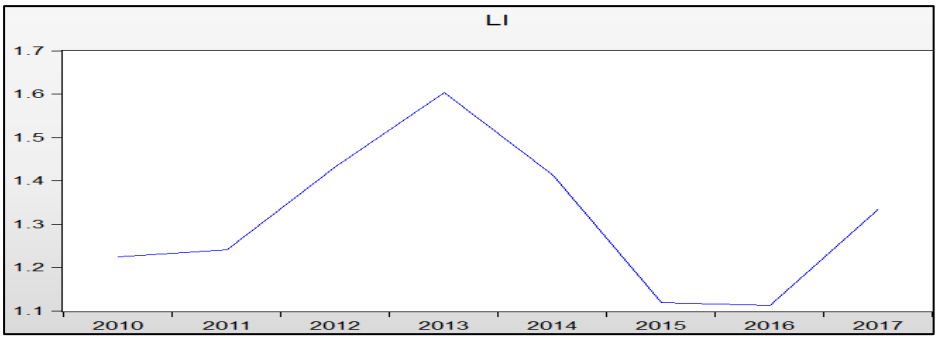
($\beta 0, \beta 1, \beta 2$): معاملات النموذج.

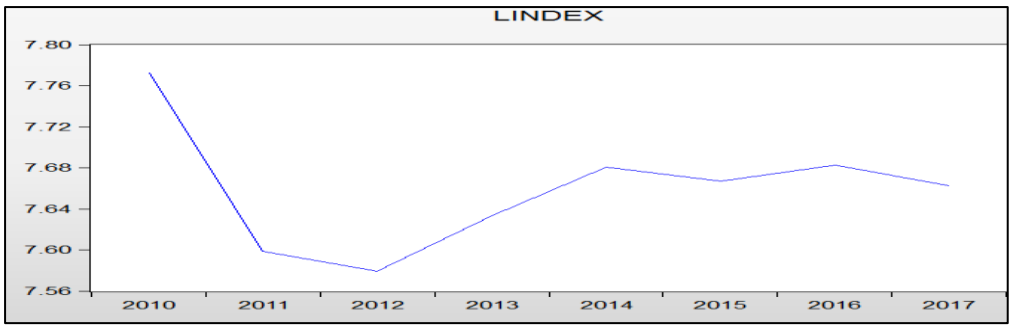
ε: الخطأ العشوائي.

إن الخطوة الأولى في عملية تحليل السلاسل الزمنية هو رسم مشاهدات المتغيرات لمعرفة الاتجاه العام لها[1]، والرسم البياني أدناه يبين الخصائص المهمة للسلاسل الزمنية المدروسة، حيث يلاحظ من الشكل (1) أنها غير مستقرة فهي متذبذبة، فتارة تأخذ اتجاهاً صاعداً وتارة أخرى تأخذ اتجاهاً هابطاً. ولتأكيد ذلك أو نفيه يتطلب الأمر إجراء الاختبارات الخاصة باستقرار السلاسل الزمنية.

[1] رشاد، ندوى خزعل، استخدام اختبار غرانجر في تحليل السلاسل الزمنية المستقرة، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، العدد 19، 2011، ص 267-288.







الشكل (21) الاتجاه العام للسلاسل الزمنية المدروسة

2- اختبار التحقق من التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة:

لاختبار توزع البيانات فيما إذا كانت هذه البيانات تتبع التوزيع الطبيعي أم لا. قام الباحث باستخدام إحصائية (Jarque-Bear)، وذلك من خلال البرنامج الإحصائي Eviews10، حيث أن القيمة المعيارية لهذا الاختبار هي (5,99)، وبالتالي تتبع البيانات التوزيع الطبيعي إذا كانت إحصائية (Jarque-Bear) $\leq$ 5.99 وكذلك Probability > 0.05[1]، وكما هو موضح بالجدول (1) فإن قيمة Jarque-Bear للمتغيرات المدروسة هي أصغر من (5.99) وكذلك قيمة الاحتمالية هي أكبر من (0.05)، وبالتالي تتبع هذه المتغيرات التوزيع الطبيعي.

[1] عبد الكريم، سماح غانم، ظاهرة التضخم الركودي في الاقتصاد السوري، رسالة دكتوراه منشورة، جامعة دمشق، 2015، ص 120.

جدول (1) اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة

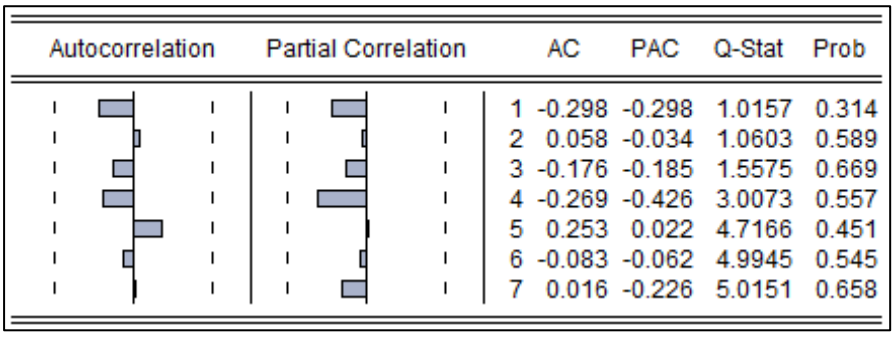
LIndex	LI	LEX	Variables
7.659449	1.309983	−0.342948	Mean
7.664602	1.288135	−0.342913	Median
7.772163	1.603420	−0.342631	Maximum
7.579475	1.111858	−0.343336	Minimum
0.059216	0.169283	0.000235	Std. Dev
0.513104	0.392412	−0.369828	Skewness
2.882834	2.131465	2.049467	Kurtosis
0.355610	0.456768	0.483534	Jarque−Bera
0.837106	0.795819	0.785239	Probability

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

3- **اختبار الارتباط الذاتي للسلاسل الزمنية المدروسة:**

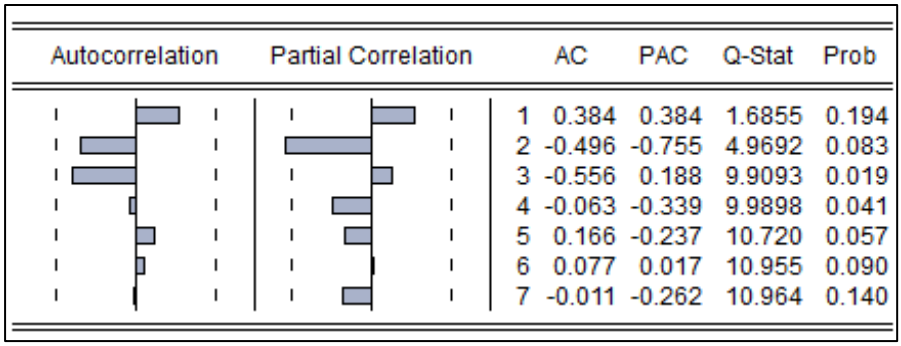
للكشف عما إذا كانت السلسلة محل الدراسة مستقرة أم لا نستخدم دوال الارتباط الذاتي Autocorrelation ودوال الارتباط الجزئي Partial correlation، وبعد أن تم استخراج هذه القيم لكل السلاسل كما هو موضح في الشكل (2)، تبين أن دوال المتغيرات المدروسة وعند مجموعة كبيرة من الفجوات تقع داخل مجال الثقة، وبالتالي لا يوجد ارتباط ذاتي بين المتغيرات والسلاسل المدروسة مستقرة، حيث نلاحظ أن قيمة احتمالية Q – Stat أكبر من 0.05.

دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (LEX)



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

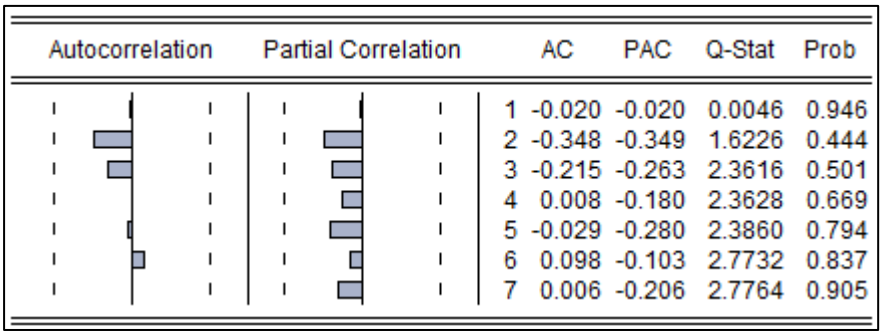
دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (LI)



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.384	0.384	1.6855	0.194
		2	-0.496	-0.755	4.9692	0.083
		3	-0.556	0.188	9.9093	0.019
		4	-0.063	-0.339	9.9898	0.041
		5	0.166	-0.237	10.720	0.057
		6	0.077	0.017	10.955	0.090
		7	-0.011	-0.262	10.964	0.140

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (LIndex)



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	-0.020	-0.020	0.0046	0.946
		2	-0.348	-0.349	1.6226	0.444
		3	-0.215	-0.263	2.3616	0.501
		4	0.008	-0.180	2.3628	0.669
		5	-0.029	-0.280	2.3860	0.794
		6	0.098	-0.103	2.7732	0.837
		7	0.006	-0.206	2.7764	0.905

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

الشكل (22) دوال الارتباط الذاتي لسلاسل متغيرات الدراسة

4- **اختبار جذر الوحدة** (Unit Root Test):

إن السلاسل الزمنية المتعلقة بالمتغيرات الاقتصادية الكلية تتسم بعدم الاستقرار ناتجاً عنها مشكلة الانحدار الزائف[1]. لذلك لابد من تحليل السلاسل الزمنية الساكنة، بهدف الوصول إلى نتائج واقعية وتحليل سليم ومنطقي للعلاقات الاقتصادية، وبالتالي تجنب النتائج المزيفة والمضللة التي يتم الحصول عليها في الغالب بطرق الانحدار التقليدية في حال عدم سكون السلاسل الزمنية، حتى وإن تم الحصول على قيم ذات دلالة إحصائية لاختبارات (T) و(F) و(R^2) ولكنها لا تعطي تفسيراً اقتصادياً ذا أهمية، وهو ما يعرف بالانحدار الزائف. وذلك بسبب عدم ثبات التباين أو لأن السلاسل الزمنية تعاني من صفة الموسمية (الدورية) أو عامل الاتجاه عبر الزمن الذي يعكس ظروفاً معينة تؤثر على جميع المتغيرات أما بنفس الاتجاه أو بعكسه[2]. وعليه لابد من التأكد من استقرار متغيرات الدراسة بالاعتماد على اختبار جذر الوحدة Unit Root Test عن طريق استخدام العديد مِنَ الاختبارات الَّتي

[1] آل طعمة، حيدر حسين، أثر تقلبات أسعار الصرف على سلوك أسواق الأسهم في الاقتصاد التركي، جامعة كربلاء، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد19، العدد73، 2013، ص363-381.

[2] سلمان، محمد صالح، تحليل العلاقة السببية الطويلة والقصيرة الأجل بين سعر النفط الخام العالمي وسعر الذهب وسعر صرف الدولار، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 20، العدد 75، 2014، ص ص332-353.

يُمكِن استعمالها لدراسة استقرار السلاسل الزمنية مثل اختبار Dickey–Fuller(DF)، أو Augmented Dickey–Fuller(ADF)، أو اختبار Phillips–Perron (PP)،أو اختبار Kwiatkowski–Phillips–Schmidt–Shin (KPSS). وسنكتفي باختبار (KPSS) لاختبار فرضية العدم القائلة بعدم وجود جذر الوحدة (السلسلة الزمنية مستقرة :H0)، وذلك عند المستوى (Level) وعند الفروق الأولى (First Difference) باستخدام الحد الثابت (Intercept) والثابت والاتجاه العام (Trend and Intercept)، وهذا الاختبار يعالج بعض أوجه الضعف في فعَّاليَّة الاختبارين (ADF) و(PP) في حال وجود ارتباط ذاتي للتباين حيث اقترح كل من (Schmidt–Shin) و(Kwiatkowski–Phillip) عام 1992 أنموذجاً باستخدام مضاعف لاغرانج LM يختبر استقرارية السلاسل.

فإذا كانت إحصائية LM المحسوبة أكبر من المجدولة (الحرجة) نرفض فرضية العدم والتي تنص على أن (السلسلة المستقرة)، وقد أظهرت نتائج اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test)، كما هو موضح بالجدول (2) يمكن رفض فرضية العدم بالنسبة للمتغيرات عند المستوى، أي أن المتغيرات بها جذر وحدة وهي غير مستقرة عند المستوى، ولا يمكن رفضها بالنسبة للفروق الأولى لنفس هذه المتغيرات مما يعني أن هذه المتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى I~(1).

جدول (2) اختبار استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة

السلسلة		المستوى		الفروق الأولى		درجة التكامل
		ثابت فقط	ثابت واتجاه عام	ثابت فقط	ثابت واتجاه عام	
LEX	إحصائية LM	0.463	0.3934	**0.4281	**0.1460	I~(1)
	القيمة الحرجة	0.1621	0.1460	**0.4630	**0.3832	
LI	إحصائية LM	0.4630	0.3158	**0.5000	**0.1460	I~(1)
	القيمة الحرجة	0.2053	0.1460	**0.7390	**0.5000	
LIndex	إحصائية LM	0.4630	0.4375	**0.2490	**0.1460	I~(1)
	القيمة الحرجة	0.4375	0.1460	**0.4630	**0.1530	

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

5- **معادلة الانحدار المتعدد باستخدام طريقة المربعات الصُغرى العادية بين المتغيرات المستقلة وبين المتغير التابع:**

الفرضية الأولى: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر الفائدة وأسعار الأسهم في سوق عمان للأوراق المالية.

للتأكد من صحة الفرضية تم إجراء انحدار بطريقة المربعات الصغرى العادية (OLS)، حيث يبين الجدول (3) نتائج تقدير مُعادلة الانحدار للعلاقة بين المتغيرات المستقلة متمثلة بـ (سعر الفائدة،

وسعر الصرف) وبين المتغير التابع (المؤشر العام لأسعار الأسهم)، وذلك بعد أخذ كلاً من المتغيرات المستقلة والمتغير التابع بالفروق الأولى، وذلك باستخدام طريقة المُربعات الصَّغرى العادية OLS حيثُ يتضحُ مِنّ خلال الجدول (3) ما يلي:

1) إن قيمة T- statistic المحسوبة أصغر من (1.96) والاحتمالية Probability أكبر من (0.05). وبالتالي نرفض الفرضية الثانية ونقبل الفرض البديل.

2) إن قيمة F-statistic أصغر من (1.96)، والاحتمالية Probability أكبر من (0.05)، وتدل قيمة F-statistic على سلامة النموذج المستخدم ويكون النموذج سليم إذا كانت قيمة F-statistic أكبر من (1.96)، والاحتمالية Probability أصغر من (0.05). وهذا غير محقق وبالتالي النموذج غير سليم.

3) إن قيمة (R-squared = 0.19) معامل التحديد، ويفيد هذا المعامل في تحديد نسبة مساهمة المتغيرات المستقلة في تفسير قيمة المتغير التابع، وهنا لدينا (R-squared = 0.19).

جدول (3) معادلة الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى (OLS) بين (LI, LEX) و(LIndex)

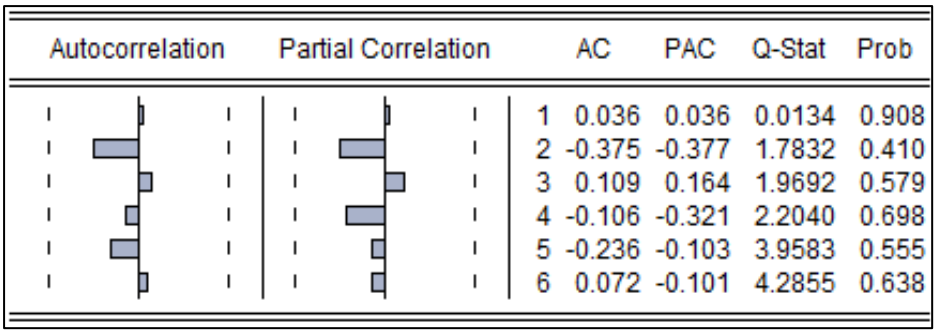
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.013997	0.031775	-0.440515	0.6823
DLEX	83.47362	85.68462	0.974196	0.3851
DLI	-0.000421	0.173256	-0.002431	0.9982
R-squared	0.194531	Mean dependent var		-0.015684
Adjusted R-squared	-0.208203	S.D. dependent var		0.076129
S.E. of regression	0.083680	Akaike info criterion		-1.826109
Sum squared resid	0.028009	Schwarz criterion		-1.849290
Log likelihood	9.391380	Hannan-Quinn criter.		-2.112626
F-statistic	0.483027	Durbin-Watson stat		1.463882
Prob(F-statistic)	0.648780			

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

وحتى يكون الانحدار السابق غير زائف يجب أن تكون البواقي مستقرة لذلك قمنا بالاختبارات التالية:

- **اختبار استقرار البواقي واختبار التوزيع الطبيعي لها:**

يبين الشكل (3) دالتي الارتباط الذاتي والجزئي لسلسلة البواقي، حيث تبين أن معظم هذه الدوال وعند مجموعة كبيرة من الفجوات تقع داخل مجال الثقة، أي أنها تختلف معنوياً عن الصفر، وبالتالي لا يوجد ارتباط ذاتي بين المتغيرات، والسلاسل المدروسة مستقرة. حيث نلاحظ أن قيمة احتمالية Q-Stat أكبر من 0.05.



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10

الشكل (23) اختبار الارتباط الذاتي لسلسلة البواقي

في حين يبين الجدول (4) أن سلسلة البواقي تأخذ شكل التوزيع الطبيعي.

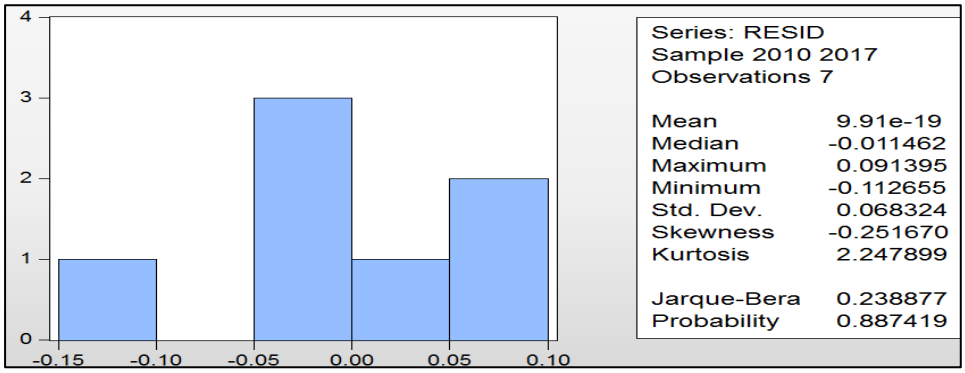
جدول (4) اختبار التوزيع الطبيعي لسلسلة البواقي

Residual Normality Tests Jarque – Bera test	0.238877
P-value	0.887419

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات لبرنامج الإحصائي Eviews10.

يتضح من الجدول السابق أن سلسلة البواقي تخضع للتوزيع الطبيعي حيث أن:

Prob= 0.88741 > 0.05 وذلك عند مستوى احتمالية ،Jarque – Bera=0.23887 <5.99



الشكل (24) التوزيع الطبيعي لسلسلة البواقي

سورية:

1- مصادر بيانات متغيرات النموذج وفترة الدراسة:

لدينا سلسلة زمنية سنوية تمثل سعر الفائدة (Interest rate) سعر الصرف (Exchange rate)، والمؤشر العام لأسعار الأسهم (Index). وتضم هذه السلسلة (8) مشاهدة تمتد من عام 2010 حتى عام 2017. حيث تم الحصول على هذه البيانات من الموقع الرسمي لسوق دمشق للأوراق المالية والموقع الرسمي للبنك المركزي السوري.

بعد عدة محاولات لاختيار الأنموذج فقد تبين أفضلية الصيغة اللوغاريتمية، لذا قمنا بتحويل السلاسل المدروسة إلى الصيغة اللوغاريتمية لإجراء الاختبارات المناسبة، وكما هو شائع في الدراسات الاقتصادية يتم إدخال الصيغة اللوغاريتمية على المتغيرات، لأنها طريقة مناسبة لها إيجابيات منها إزالة الاتجاه الأسي للمتغير، أي الاتجاهات الحادة وكذلك منها تحويل صيغة النموذج إلى الصيغة الخطية إذا كان النموذج صيغته الأصلية غير خطية. كما هو مبين بالمعادلة التالية:

$$L\ Index = \beta_0 + \beta_1 LI + \beta_2 EX + \varepsilon$$

حيث أن:

I: سعر الفائدة قصير الأجل.

EX: وسطي سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار الأمريكي.

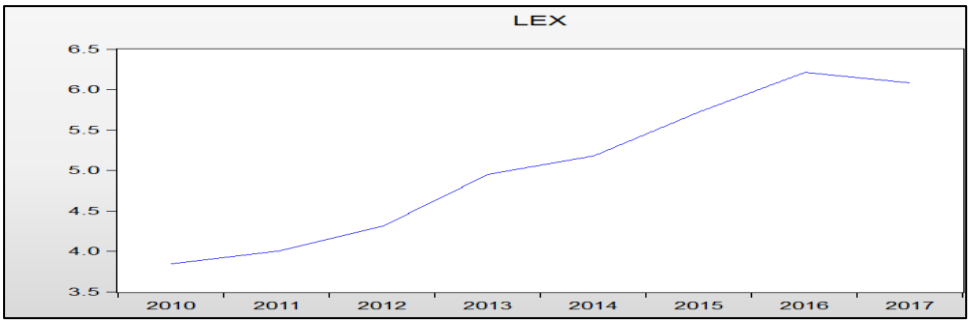
Index: المؤشر العام لأسعار الأسهم.

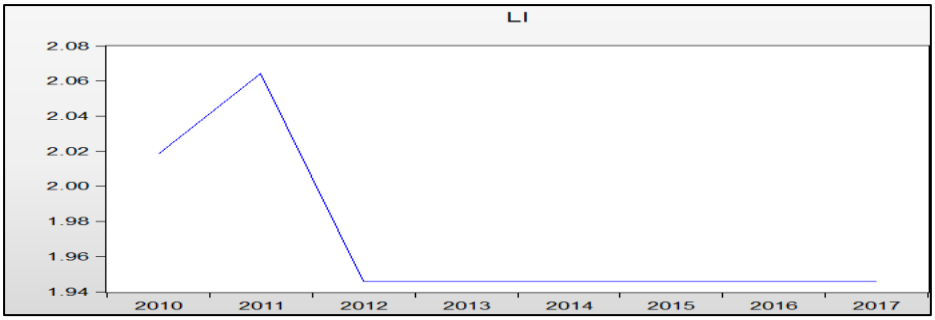
(β0, β1, β2): معاملات النموذج.

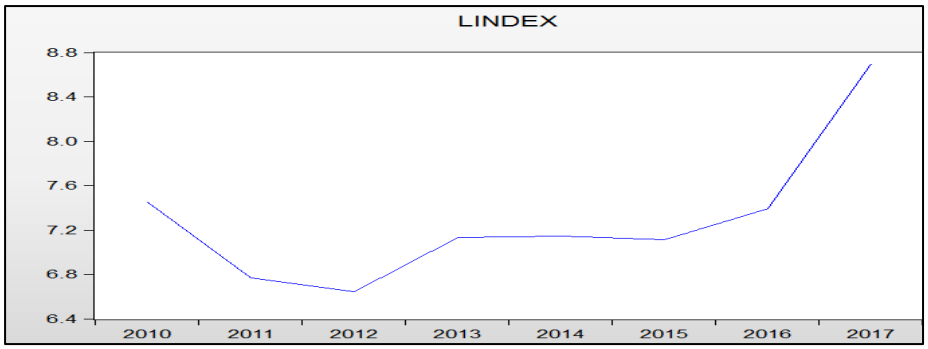
ε: الخطأ العشوائي.

إن الخطوة الأولى في عملية تحليل السلاسل الزمنية هو رسم مشاهدات المتغيرات لمعرفة الاتجاه العام لها[1]، والرسم البياني أدناه يبين الخصائص المهمة للسلاسل الزمنية المدروسة، حيث يلاحظ من الشكل (1) أنها غير مستقرة فهي تأخذ اتجاهاً عاماً صاعداً بالنسبة لكلاً من سلسلة سعر الصرف وسلسلة المؤشر العام لأسعار الأسهم، في حين تأخذ سلسلة سعر الفائدة اتجاهاً عاماً هابطاً شبه مستقر، مما يدل على عدم سكون السلاسل الزمنية المدروسة، ولتأكيد ذلك أو نفيه يتطلب الأمر إجراء الاختبارات الخاصة باستقرار السلاسل الزمنية.

[1] رشاد، ندوى خزعل، استخدام اختبار غرانجر في تحليل السلاسل الزمنية المستقرة، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، العدد 19، 2011، ص 267-288.







الشكل (25) الاتجاه العام للسلاسل الزمنية المدروسة

2- اختبار التحقق من التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة:

لاختبار توزع البيانات فيما إذا كانت هذه البيانات تتبع التوزيع الطبيعي أم لا. قام الباحث باستخدام إحصائية (Jarque-Bear)، وذلك من خلال البرنامج الإحصائي Eviews10، حيث أن القيمة المعيارية لهذا الاختبار هي (5,99)، وبالتالي تتبع البيانات التوزيع الطبيعي إذا كانت إحصائية (Jarque-Bear) $\leq$ 5.99 وكذلك Probability $>$ 0.05[1]، وكما هو موضح بالجدول (1) فإن قيمة Jarque-Bear للمتغيرات المدروسة هي أصغر من (5.99) وكذلك قيمة الاحتمالية هي أكبر من (0.05)، وبالتالي تتبع هذه المتغيرات التوزيع الطبيعي.

[1] عبد الكريم، سماح غانم، ظاهرة التضخم الركودي في الاقتصاد السوري، رسالة دكتوراه منشورة، جامعة دمشق، 2015، ص 120.

جدول (5) اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة

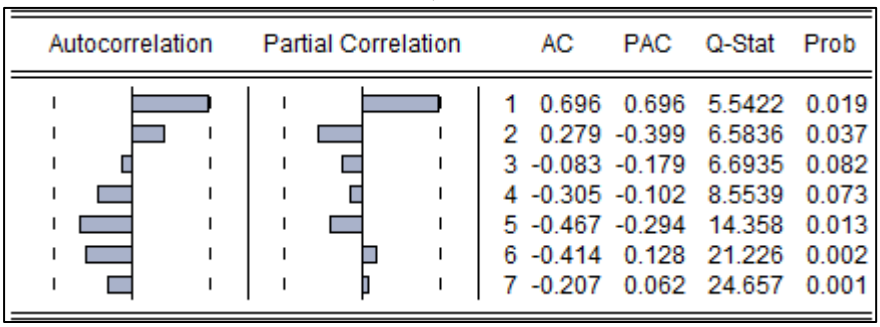
LIndex	LI	LEX	Variables
7.292411	1.969835	5.037382	Mean
7.138829	1.945910	5.064954	Median
8.696634	2.064328	6.211724	Maximum
6.645871	1.945910	3.846738	Minimum
0.630010	0.045935	0.924821	Std. Dev
1.432822	1.385980	-0.023357	Skewness
4.291947	3.208042	1.507590	Kurtosis
3.293682	2.575683	0.743157	Jarque-Bera
2.778388	0.275866	0.689645	Probability

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

3- **اختبار الارتباط الذاتي للسلاسل الزمنية المدروسة:**

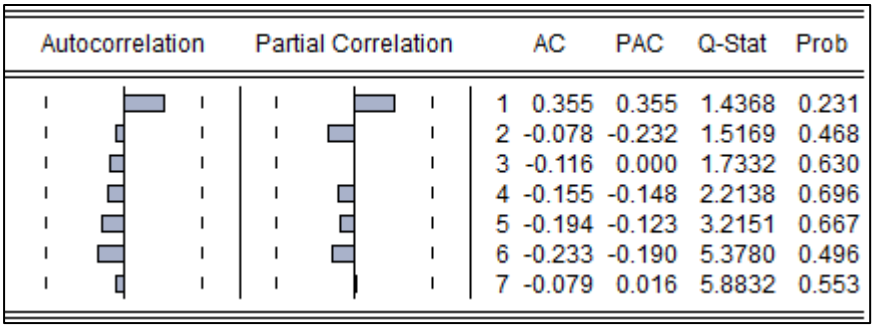
للكشف عما إذا كانت السلسلة محل الدراسة مستقرة أم لا نستخدم دوال الارتباط الذاتي Autocorrelation ودوال الارتباط الجزئي Partial correlation، وبعد أن تم استخراج هذه القيم لكل السلاسل كما هو موضح في الشكل (2)، تبين أن دالة سلسلة سعر الصرف (LEX) وعند مجموعة كبيرة من الفجوات تقع خارج مجال الثقة، وبالتالي يوجد ارتباط ذاتي والسلسلة غير مستقرة، حيث نلاحظ أن قيمة احتمالية Q – Stat أقل من 0.05. أما فيما يتعلق بسلسلة كلاً من سعر الفائدة وسلسلة المؤشر العام لأسعار الأسهم تبين أن وعند مجموعة كبيرة من الفجوات تقع داخل مجال الثقة، وبالتالي لا يوجد ارتباط ذاتي والسلسلتين مستقرتين، حيث نلاحظ أن قيمة احتمالية Q – Stat أكبر من 0.05.

دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (LEX)



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

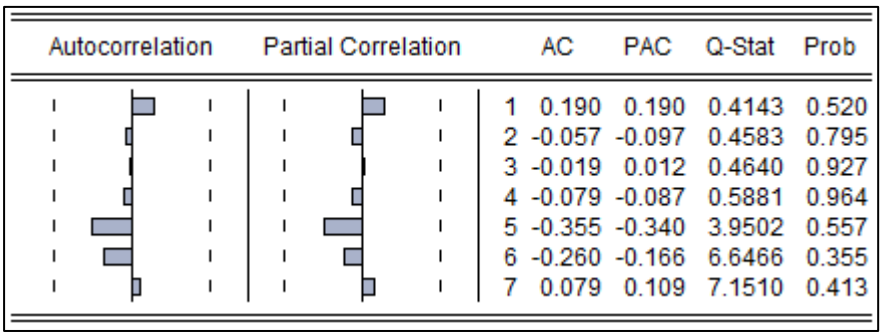
دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (LI)



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.355	0.355	1.4368	0.231
		2	-0.078	-0.232	1.5169	0.468
		3	-0.116	0.000	1.7332	0.630
		4	-0.155	-0.148	2.2138	0.696
		5	-0.194	-0.123	3.2151	0.667
		6	-0.233	-0.190	5.3780	0.496
		7	-0.079	0.016	5.8832	0.553

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (LIndex)



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.190	0.190	0.4143	0.520
		2	-0.057	-0.097	0.4583	0.795
		3	-0.019	0.012	0.4640	0.927
		4	-0.079	-0.087	0.5881	0.964
		5	-0.355	-0.340	3.9502	0.557
		6	-0.260	-0.166	6.6466	0.355
		7	0.079	0.109	7.1510	0.413

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

الشكل (26) دوال الارتباط الذاتي لسلاسل متغيرات الدراسة

4- **اختبار جذر الوحدة** (Unit Root Test):

إن السلاسل الزمنية المتعلقة بالمتغيرات الاقتصادية الكلية تتسم بعدم الاستقرار ناتجاً عنها مشكلة الانحدار الزائف[1]. لذلك لابد من تحليل السلاسل الزمنية الساكنة، بهدف الوصول إلى نتائج واقعية وتحليل سليم ومنطقي للعلاقات الاقتصادية، وبالتالي تجنب النتائج المزيفة والمضللة التي يتم الحصول عليها في الغالب بطرق الانحدار التقليدية في حال عدم سكون السلاسل الزمنية، حتى وإن تم الحصول على قيم ذات دلالة إحصائية لاختبارات (T) و(F) و(R^2) ولكنها لا تعطي تفسيراً اقتصادياً ذا أهمية، وهو ما يعرف بالانحدار الزائف. وذلك بسبب عدم ثبات التباين أو لأن السلاسل الزمنية تعاني من صفة الموسمية (الدورية) أو عامل الاتجاه عبر الزمن الذي يعكس ظروفاً معينة تؤثر على جميع المتغيرات أما بنفس الاتجاه أو بعكسه[2]. وعليه لابد من التأكد من استقرار متغيرات الدراسة بالاعتماد على اختبار جذر الوحدة Unit Root Test عن طريق استخدام العديد مِنَ الاختبارات الَّتي

[1] آل طعمة، حيدر حسين، أثر تقلبات أسعار الصرف على سلوك أسواق الأسهم في الاقتصاد التركي، جامعة كربلاء، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد19، العدد73، 2013، ص363-381.

[2] سلمان، محمد صالح، تحليل العلاقة السببية الطويلة والقصيرة الأجل بين سعر النفط الخام العالمي وسعر الذهب وسعر صرف الدولار، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 20، العدد 75، 2014، ص ص332-353.

يُمكِن استعمالها لدراسة استقرار السلاسل الزمنية مثل اختبار Dickey–Fuller(DF)، أو Augmented Dickey–Fuller(ADF)،أو اختبار Phillips–Perron (PP)،أو اختبار Kwiatkowski–Phillips–Schmidt–Shin (KPSS). وسنكتفي باختبار (KPSS) لاختبار فرضية العدم القائلة بعدم وجود جذر الوحدة (السلسلة الزمنية مستقرة :H0)، وذلك عند المستوى (Level) وعند الفروق الأولى (First Difference) باستخدام الحد الثابت (Intercept) والثابت والاتجاه العام (Trend and Intercept)، وهذا الاختبار يعالج بعض أوجه الضعف في فعَّاليَّة الاختبارين (ADF) و(PP) في حال وجود ارتباط ذاتي للتباين حيث اقترح كل من (Schmidt–Shin) و(Kwiatkowski–Phillip) عام 1992 أنموذجاً باستخدام مضاعف لاغرانج LM يختبر استقرارية السلاسل.

فإذا كانت إحصائية LM المحسوبة أكبر من المجدولة (الحرجة) نرفض فرضية العدم والتي تنص على أن (السلسلة المستقرة)، وقد أظهرت نتائج اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test)، كما هو موضح بالجدول (2) يمكن رفض فرضية العدم بالنسبة للمتغيرات عند المستوى، أي أن المتغيرات بها جذر وحدة وهي غير مستقرة عند المستوى، ولا يمكن رفضها بالنسبة للفروق الأولى لنفس هذه المتغيرات مما يعني أن هذه المتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى I~(1).

جدول (6) اختبار استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة

السلسلة		المستوى		الفروق الأولى		درجة التكامل
		ثابت فقط	ثابت واتجاه عام	ثابت فقط	ثابت واتجاه عام	
LEX	إحصائية LM	0.718051	0.146000	0.084498	0.079926	I~(1)
	القيمة الحرجة	0.463000	0.096269	0.463000	0.146000	
LI	إحصائية LM	0.651059	0.146000	0.103284	0.103558	I~(1)
	القيمة الحرجة	0.463000	0.105115	0.463000	0.146000	
LIndex	إحصائية LM	0.677671	0.164062	0.370931	0.216000	I~(1)
	القيمة الحرجة	0.463000	0.146000	0.463000	0.500000	

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

5- **معادلة الانحدار المتعدد باستخدام طريقة المربعات الصُغرى العادية بين المتغيرات المستقلة وبين المتغير التابع:**

الفرضية الثانية: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر الفائدة وأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية.

للتأكد من صحة الفرضية تم إجراء انحدار بطريقة المربعات الصغرى العادية (OLS)،

يبين الجدول (3) نتائج تقدير مُعادلة الانحدار للعلاقة بين المتغيرات المستقلة متمثلة بـ (سعر الفائدة، وسعر الصرف) وبين المتغير التابع (المؤشر العام لأسعار الأسهم)، وذلك بعد أخذ كلاً من المتغيرات المستقلة والمتغير التابع بالفروق الأولى، وذلك باستخدام طريقة المُربعات الصَّغرى العادية OLS حيثُ يتضحُ مِنّ خلال الجدول (3) ما يلي:

4) إن قيمة T-statistic المحسوبة أصغر من (1.96) والاحتمالية Probability أكبر من (0.05). وبالتالي نرفض الفرضية الثانية ونقبل الفرض البديل.

5) إن قيمة F-statistic أصغر من (1.96)، والاحتمالية Probability أكبر من (0.05)، وتدل قيمة F-statistic على سلامة النموذج المستخدم ويكون النموذج سليم إذا كانت قيمة F-statistic أكبر من (1.96)، والاحتمالية Probability أصغر من (0.05). وهذا غير محقق وبالتالي النموذج غير سليم.

6) إن قيمة (R-squared = 0.35) معامل التحديد، ويفيد هذا المعامل في تحديد نسبة مساهمة المتغيرات المستقلة في تفسير قيمة المتغير التابع، وهنا لدينا (R-squared = 0.35).

جدول (7) معادلة الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى (OLS) بين (LI, LEX) و(LIndex)

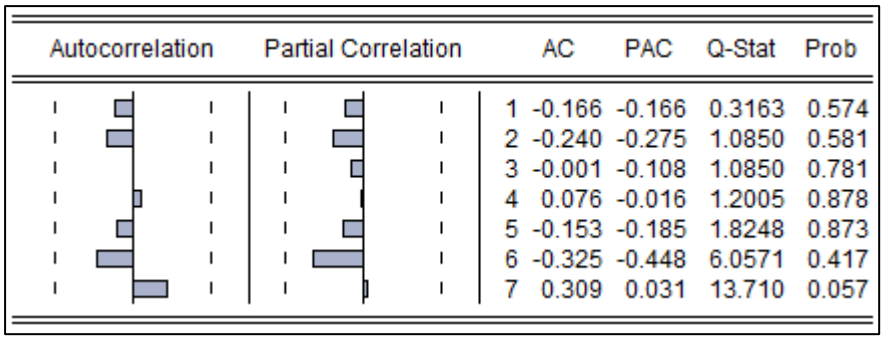
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-3.058920	15.02200	-0.203629	0.8467
DLI	3.931170	6.973879	0.563699	0.5973
DLEX	0.517645	0.346386	1.494414	0.1953
R-squared	0.351948	Mean dependent var		7.292411
Adjusted R-squared	0.092728	S.D. dependent var		0.630010
S.E. of regression	0.600090	Akaike info criterion		2.096522
Sum squared resid	1.800539	Schwarz criterion		2.126312
Log likelihood	-5.386086	Hannan-Quinn criter.		1.895596
F-statistic	1.357717	Durbin-Watson stat		1.634529
Prob(F-statistic)	0.338084			

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

وحتى يكون الانحدار السابق غير زائف يجب أن تكون البواقي مستقرة لذلك قمنا بالاختبارات التالية:

- **اختبار استقرار البواقي واختبار التوزيع الطبيعي لها:**

يبين الشكل (3) دالتي الارتباط الذاتي والجزئي لسلسلة البواقي، حيث تبين أن معظم هذه الدوال وعند مجموعة كبيرة من الفجوات تقع داخل مجال الثقة، أي أنها تختلف معنوياً عن الصفر، وبالتالي لا يوجد ارتباط ذاتي بين المتغيرات، والسلاسل المدروسة مستقرة. حيث نلاحظ أن قيمة احتمالية Q-Stat أكبر من 0.05.



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10

الشكل (27) اختبار الارتباط الذاتي لسلسلة البواقي

في حين يبين الجدول (4) أن سلسلة البواقي تأخذ شكل التوزيع الطبيعي.

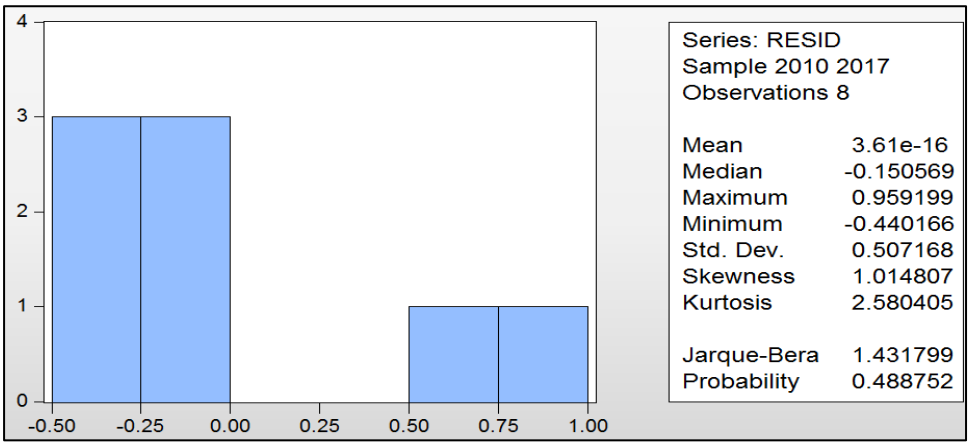
جدول (8) اختبار التوزيع الطبيعي لسلسلة البواقي

Residual Normality Tests Jarque – Bera test	1.431799
P-value	0.488752

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات لبرنامج الإحصائي Eviews10.

يتضح من الجدول السابق أن سلسلة البواقي تخضع للتوزيع الطبيعي حيث أن:

Prob= 0.48875 > 0.05 وذلك عند مستوى احتمالية ،Jarque – Bera=1.431799 <5.99



الشكل (28) التوزيع الطبيعي لسلسلة البواقي

– النتائج:

- أظهرت نتائج اختبار الاستقرارية عن احتواء السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة جميعها على جذر الوحدة، وأنها غير مستقرة في المستوى العام، في حين تصبح هذه المتغيرات مستقرة في الفروق الأولى، طبقاً لاختبار (KPSS)، مما يعني أن هذه المتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى.
- تخضع المتغيرات المدروسة للتوزيع الطبيعي باستخدام إحصائية Jarque-Bear.
- تخضع بواقي التقدير للاستقرار والتوزيع الطبيعي.
- بينت نتائج تحليل الانحدار بواسطة طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة المدروسة (سعر الفائدة– سعر الصرف) وأسعار الأسهم وهذه نتيجة منطقية بسبب مايلي:
- أن سعر الفائدة لا تقرره السلطات النقدية استناداً للدراسات الاقتصادية، ولا يؤثر في الاستثمار لأن الاستثمار غير متاح لمن يرغب به في الدول العربية.
- سعر الصرف يتحدد استناداً للمضاربات.
- أسعار الأسهم تاريخية (الكفاءة متدنية).

- التوصيات:

بناء على ما تم عرضه في الجانب النظري من هذا الدراسة والنتائج التي تم التوصل إليها من خلال الدراسة الإحصائية، فإن الباحثة توصي بما يلي:

- حاولت هذه الدراسة بيان أثر كلاً من سعر الفائدة وسعر الصرف على أسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية وكذلك سوق عمان للأوراق المالية ، لكن بحسب مدخل التحليل الأساسي يوجد عدد كبير من المتغيرات التي يمكن أن تؤثر في أسعار الأسهم وبالتالي في عوائدها مما ينعكس بدوره على مؤشر السوق والعوائد التي يحققها، وبالتالي يمكن دراسة عدد أكبر من المتغيرات الاقتصادية الكلية مثل (الناتج المحلي الإجمالي، الاستثمار، العرض النقدي، البطالة، الصادرات، والواردات....إلخ) لمحاولة فهم أوسع واشمل للتغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم.
- إعادة اختبار الدراسة في ظروف اقتصادية أفضل.
- كانت نتائج هذه الدراسة متوافقة مع الظروف الاقتصادية السائدة في البلاد من حيث عدم وجود تأثير لمتغير سعر الصرف وسعر الفائدة على أسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية، لذلك يجب البحث عن العوامل النفسية وعدم وجود الوعي والخبرة في الاستثمار في هذه السوق كونها سوق ناشئة، وبالتالي يمكن القول بأن العامل النفسي يلعب دوراً كبيراً في إحجام المستثمرين عن الاستثمار في السوق المالية السورية.
- بناء نظام نقدي متين قادر على تفعيل قنوات السياسة النقدية لتحقيق الاستقرار النقدي والمالي وبالتالي تحقيق الاستقرار الاقتصادي.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع العربية

1. العُمر، إبراهيم صالح؛ العلاوين محمد عبد الهادي؛ الحصري، ديانا بولس. (2013). أثر عجز الموازنة العامة على معدل الفائدة في الأردن (1996–2008). دراسات، العلوم الإدارية، المجلّد40، العدد1.

2. الطبولي، أبو القاسم، مبادئ الاقتصاد التحليلي الكلي. منشورات الجامعة المفتوحة، ط2، طرابلس (ليبيا)، 1997.

3. التميمي، ارشد فؤاد؛ وسلام، أسامة، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2004.

4. الاقتصاد العالمي بين الواقع والتوقعات، المركز الاقتصادي السوري، إعداد: رامز باذيب، الإصدار رقم 36، حزيران 2006.

5. الحوراني، أكرم محمود، انعكاسات تحريك أسعار الفائدة في إطار عملية الإصلاح الاقتصادي، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق.

6. آل طعمة، حيدر حسين، أثر تقلبات أسعار الصرف على سلوك أسواق الأسهم في الاقتصاد التركي، جامعة كربلاء، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد19، العدد73، 2013.

7. بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.

8. البنك المركزي الأردني، 2004، بيانات إحصائية سنوية، 1964–2004، عدد خاص، تشرين الأول، البنك المركزي الأردني، عمان.

9. البنك المركزي الأردني، الجهاز المالي والمصرفي في الأردن، 1986.

10. بورصة عمان 2011/08/16 www.ase.com.jo

11. بيان الحكومة إلى مجلس الشعب، جريدة تشرين، 2004/12/16.

12. الطيب، سعود؛ الحجايا، سليم؛ شحاتيت، محمد ، تأثير سعر الفائدة لأجل على الاستهلاك الخاص حالة الأردن خلال 1976–2004. دراسات علوم إدارية، مجلد38، عدد2، 2011.

13. تقرير البنك المركزي الأردني، 2011.

14. التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني، 2007.

15. التميمي، أرشيد وسلام، أسامة عزمي، الاستثمار بالأوراق المالية، ط1، المسيرة للنشر، عمان، الأردن، 2004.

16. ماير، توماس وآخرون، النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة: السيد أحمد عبد الخالق، دار المريخ، 2002.

17. الجامعة الأردنية، المرصد الاقتصادي، السياسة النقدية وسياسة أسعار الفائدة والصرف الأجنبي في الأردن تشرين الأول، 2010.
18. حساني، عبد الرزاق، الواقع الراهن لاقتصادنا النقدي والمهمات الرئيسية للسياسة النقدية في الجمهورية العربية السورية، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة دمشق، 1993.
19. بن هاني، حسين، الأسواق المالية، دار الكندي، الأردن، الطبعة الأولى، 2002.
20. قبلان، حسين، مؤشرات أسواق الأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد11، 2011.
21. حشيش، عادل، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، 1992، رقم التصنيف 33294 ع أ د1.
22. سلمان، حيان. "قراءة في سوق الأوراق المالية السورية". الاقتصادية، 17 أيار، 2009: 16-17.
23. الوزني، خالد، الجهاز المصرفي والسياسة النقدية في الأردن 1989-1995، مركز الدراسات الاستراتيجية، الجامعة الأردنية، 1996.
24. -دائرة الأبحاث والعلاقات الخارجية، بورصة عمان، النشرات الدورية
25. دائرة الإحصاءات العامة، 2003، الكتاب الإحصائي السنوي، العدد 54، دائرة الإحصاءات العامة، عمان.
26. الدباغ، أسامة؛ جومرد، ايثيل، مقدمة في الاقتصاد الكلي، دار المناهج، عمان، 2003.
27. رشاد، ندوى خزعل، استخدام اختبار غرانجر في تحليل السلاسل الزمنية المستقرة، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، العدد 19، 2011.
28. الزيدانين، جميل، الأساسيات في الجهاز المالي، دار وائل للنشر والتوزيع، ط1، عمان، 1999.
29. الطيب، سعود موسى، أثر السياسات المالية والنقدية التي اتخذتها الحكومة الأردنية للحد من تداعيات الأزمة المالية العالمية، جامعة مؤتة، 2011.
30. سلمان، محمد صالح، تحليل العلاقة السببية الطويلة والقصيرة الأجل بين سعر النفط الخام العالمي وسعر الذهب وسعر صرف الدولار، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 20، العدد 75، 2014.
31. جابو، سليم، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية، الدراسة التطبيقية لحركة أسعار الأسهم في بورصة عمان 2001-2010، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر.
32. سوق دمشق للأوراق المالية، دليل المستثمر، 2009.
33. السياسة النقدية وسياسة أسعار الفائدة والصرف الأجنبي في الأردن، المرصد الاقتصادي، الجامعة الأردنية، تشرين الأول، 2010.

34. شرف، فارس، 2001، المركزي يحدد ملامح وأبعاد سياسته النقدية للمرحلة المقبلة.
35. السيسي، صلاح الدين حسن، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب للنشر والتوزيع، القاهرة، 2003.
36. عبد الله، طاهر؛ موفق، علي الخليل، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، جامعة مؤتة، مركز يزيد للنشر، 2004.
37. طوقان، أمية. (2005). مؤتمر حول دور البنوك المركزية في إرساء السياسة النقدية، ورقة عمل جاءت بعنوان "مستجدات العمل المصرفي في سورية في ضوء التجارب العربية والعالمية 2-3 تموز، 2005.
38. حنفي، عبد الغفار، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمارات، الخيارات)، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2000.
39. عبد الكريم، سماح غانم، ظاهرة التضخم الركودي في الاقتصاد السوري، رسالة دكتوراه منشورة، جامعة دمشق، 2015.
40. عبد اللطيف، هناء، قياس نشاط وكفاءة أداء أسواق الأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2001.
41. المهيلمي، عبد المجيد، التحليل الفني للأسواق المالية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، الطبعة السادسة، 2007.
42. قدي، عبد المجيد، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، 2003.
43. عبدالله، عقيل جاسم، النقود والمصارف، منشورات الجامعة المفتوحة ليبيا 1994.
44. العربيد، عصام فهد، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الرضا للنشر، دمشق، ط2، 2008.
45. خضور، عفراء، أثر التضخم المستورد على التضخم المحلي في سورية خلال الفترة (1990-2010). مجلة جامعة البعث، (37)1، 2015.
46. علواني. زياد، نقود ومصارف، منشورات جامعة حلب، 1982.
47. السيد، علي عبد المنعم؛ والعيسى، نزار سعد الدين، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر، عمان، الأردن، 2004.
48. السيد، علي عبد المنعم، تقييم السياسة النقدية في الأردن 1970-1999، مجلة دراسات، الجامعة الأردنية، عمان، 2001.
49. السيد، علي عبد المنعم، مدخل في علم الاقتصاد، ج2، مبادئ الاقتصاد الكلي، الجامعة المستنصرية، بغداد، 1984.

50. عوض، طالب. كفاءة السياسة النقدية والمالية في الأردن، مجلة دراسات، الجامعة الأردنية، عمان، 1995.

51. الفرحان، اسامة. (2002). محددات معدل الفائدة في الاقتصاد الأردني، دراسة تطبيقية 1990-2000، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية. عمان، الأردن.

52. قاعدة بيانات أسواق المالية العربية، صندوق النقد الدولي للسنوات 2000-2010

53. كنعان. علي، اقتصاديات المال والسياستين المالية والنقدية، دار منشورات الحسنين، ط1، 1997

54. لجنة القطاع المالي لدى الهيئة العليا للبحث العلمي، مشروع السياسة الوطنية للعلوم والتقانة والابتكار. 2014.

55. مجيد، ضياء، اقتصاديات النقود والبنوك، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية، 2001.

56. الحسين، محمد، الأسواق المالية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2009.

57. سماق، محمد توفيق، تحريك أسعار الفائدة، تردد في القرار واهتزاز في المصداقية، أبيض وأسود 2004/1/12.

58. الحناوي. محمد صالح ، العبد. جلال إبراهيم ، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.

59. كبارة. محمد ، جريدة تشرين 2004/1/7.

60. السمان، محمد مروان وآخرون، مبادئ التحليل الاقتصادي الجزئي والكلي. دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 1998.

61. المرسوم التشريعي رقم 2006/55

62. مصدر الأرقام مصرف سورية المركزي

63. سليمان. مصطفى ، داود. حسام ، مبادئ الاقتصاد الكلي، دار الميسرة، الأردن، سنة 2000.

64. مفتاح صالح ومعارفي فريدي، متطلبات كفاءة الأوراق المالية: دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد7، 2010.

65. المكتب المركزي للإحصاء، 2010.

66. هندي، منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999.

67. هندي، منير إبراهيم، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.

68. الموسوي. ضياء مجيد، الاقتصاد النقدي، دار الفكر، الجزائر،1993.

69. موصلي سليمان، السلمان حازم، دراسة الكفاءة السعرية لسوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية، مجلد29، العدد2، 2013.

70. الناقة، أحمد أبو الفتوح، نظرية النقود والأسواق المالية: مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية، مكتبة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2001.

71. عبد الحمود، نصر، الاقتصاد الكلي: النقدية المتوسطة، دار الخريجي، الرياض، 1417هـ.

72. عزام، هنري، هيكل الفائدة في الأردن، جريدة الرأي. 2004.

73. صافي، وليد؛ والبكري، أنس، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.

74. مسعداوي، يوسف، متطلبات تحقيق كفاءة الأسواق المالية: دراسة تحليلية لبورصة الجزائر، جامعة البليدة، 2012.

ثانياً: المراجع الأجنبية

1. Asankha Pallegedara (Dynamic relationships between stock market performance and short-term Interest rate Empirical evidence from SriLanka) 18. August 2012

2. Asankha Pallegedara, (2012). Dynamic relationships between stock market performance and short-term interest rate Empirical evidence from SriLanka.

3. Bernanke .B.S. and M. Gerler, 1995, (Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission), journal of Economics per spectives, 9, 27-48.

4. Blinder, Alan's. The conceptual Basis for monetary policy with particular reference to the united states, BIS review, no 14, Basle 2nd February, 1996.

5. Chen, N.F., Roll, R. and Ross, S.A. (1986), "Economic Forces and the Stock Market", Journal of Business, Vol. 59 No. 3, pp. 383-403.

6. Chen, Shiu-Sheng, 2006. Revisiting the interest rate–exchange rate nexus: a Markov switching approach. Journal of Development Economics 79 (1), 208–224.

7. DeLong, J. Bradford, Shleifer, Andrei, summers, Lawrence H., Waldmann, Robert J., 1990. Noise trader risk in financial markets. Journal of Political Economy 98 (4), 703–738.

8. Elory Dimson, Massoud Mussavian (A brief History of Market Efficiency) WP, published in European financial Management, London, Business school, vol.4, N01, March 1998.

9. Fama, Eugene (Efficient capital markets: A Review of theory and Empirical work journal of finance 25(2):383-417, 1970.

10. Harris. L, (Monetary Theory) N.Y: MC Graw Hill Book co, 1981.

11. J. Bradford De Long; Andrei Shleifer; Lawrence H. Summers; Robert J. Waldmann (Noise Trader Risk in Financial Markets) *the Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 4. (Aug. 1990), pp. 703-738.

12. Jan - Loum, the Monitary theory in changing world. Exford Uni – 1999.

13. Jbili, Abdelali and Vitali Kramarenko. 2003. “Shoud MENA Countries Float or Peg”, Finance and Development, March 2003, 40(1), International Monetary Fund, Washington D.C.
14. Jeanne, Olivier, Rose, Andrew K., 2002. Noise trading and exchange rate regimes. Quarterly Journal of Economics 117 (2).
15. Laidler, D.E.W, (The Demand for Money: Theories, Evidence and problems, 4th: Harper Collins, 1993.
16. Md.Mahmudal Alam (Relationship between Interest Rate and Stock price:Empirical Evidence from Developed and Developing Countries), International Journal of Business and Management ,vol.4, no.3, march 2009.
17. Meltzer, A, "monetary, credit transmission process, monetarist perspective' journal of economic perspective vol, no4, 1995, p4-72.
18. Meltzer. A. H, 1995, (Monetary, Credit and other, transmission processes: A monetarist perspective) journal of Economic perspective, 9, 49-72.
19. Mishkin, frederics. (2000). The Economics of Money, Banking and financial Markets. Sixt Edition.
20. Mishkin.f (the Economis of money, banking and finance market) sixth, New York, USA, 2001.
21. MPC,Bank of England Monetary policy Council , (The transmission mechanism of monetary policy), 1999.
22. Oxford Business Group. The Report (Syria 2009). London: Oxford Business Group, 2009.
23. Patinkin, D (The Invalidity of classical monetary theory, Econometrica) vol .19, USA, 1978.
24. Petursson, Thorarinn G, 1998a, (Explaining the term structure: The expectation hypothesis and time varging term permia) university of Iceland Institute of Economic Studies, IOES working paper series, W98:06.
25. Poddar, tushar, randa sab, and Hsmik Khachatran. (2006). the Monetary Transmission Mechanism in Jordan. IMf working paper, wp/06/48.
26. Potursson, Thorarinn G, 1998b, (price determination and rational expectations) International journal of finance and Economics, 3, 157-167.
27. R.J.Gordan (Macroeconomics), 6th edn, Harper Collins, New York, 1993.
28. R.L Miller and D.van Hoose, (Essentials of Money, Banking and finance Markets) Addison –Wesley, New York, 1997.
29. Shiu-Sheng Chen (A note on interest rate defense policy and exchange rate volatility) Economic Modelling 24 Taiwan university, February 2007.
30. Steve Thomas &Andrew Clare (financial Market Indices: Facilitating innovation-monitoring Market), Center for Asset Management Research class Business school London, 2015.
31. Struthers, J. And Speight. H (Money Institutions, Theory and Policy) London Longman, 1986.

32. Suraj B. Gupta (Monetary Economics, S.chand and company LTd, New Delhi, 1996.
33. T.T Sethi (Monetary Economics, S.chand and company LTd, New Delhi, 1996.
34. Taylor, john B, the Robustness and Efficiency of Monetary Policy Rules as Guidelines for Interest Rate Setting by the European Central Bank, Stanford university, February 1999.
35. VALDONĖ DARŠKUVIENĖ. (2010). Financial Markets. LEONARDO DA VINCI Transfer of Innovation.
36. W.H .Branson (macro economics, theory and policy,) 3rd ed, Harper and Row, New York, 1989.
37. www.US.Spindices.com/resource -center /thought-leadership/spiva.

ثالثاً: المواقع الإلكترونية

1. الموقع الالكتروني www.sa11.com
2. البنك المركزي السوري www.banquecentral.gov.sy
3. بورصة دمشق www.dse.sy
4. الموقع الالكتروني للمعهد العربي للتخطيط في الكويت http://www.arab-api.org
5. الموقع الرسمي لسوق عمان المالي www.ase.com.jo
6. انظر الموقع الالكتروني لهيئة سوق المال السعودي: http://www.cma.org.sa

http://www.cba.edu.kw/malomar/Ch_Last_MAC.doc