



الجمهورية العربية السورية

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

قسم المصارف والتأمين

دور السياسة النقدية في التأثير على أداء سوق الأوراق المالية  
(دراسة تطبيقية على سوق عمان المالي)

رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الأسواق المالية

بإشراف الأستاذ الدكتور

علي كنعان

إعداد الطالبة:

غالية عبد الغني سوار

دمشق 2013 - 2014

بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ

﴿قَالُوا سُبْحٰنَكَ لَا عِلْمَ لَنَا إِلَّا مَا عَلَّمْتَنَا إِنَّكَ أَنْتَ الْعَلِیْمُ  
الْحَكِیْمُ﴾

البقرة آية 32

## الشكر

أتوجه بجزيل الشكر وخالص الامتنان للدكتور **علي كنعان** لتكريمه بالإشراف على هذا البحث لحين إتمامه على أكمل وجه، كما أتوجه بفائق الاحترام والتقدير لأعضاء اللجنة الكرام **(الدكتور أحمد العلي، والدكتور أكرم حوراني)** لتفضلهم بالاطلاع على هذا العمل وتزويدي بملاحظاتهم وتعديلاتهم القيمة مما ساهم في تحسينه ورفع مستواه العلمي.

فلكم جزيل الشكر.....

## الإهداء

إلى من غمرني عطفها طيلة أيام عمري .....

والدي ، والدي

إلى من شجعني ودعمني.....

زوجي الغالي

إلى كل من ساندني لإتمام هذا العمل.....

إخوتي، أحبتي

## قائمة المحتويات:

رقم الصفحة	الموضوع
5	قائمة المحتويات
8	قائمة الجداول
9	قائمة الأشكال
10	ملخص البحث
11	ملخص البحث باللغة الانكليزية (Abstract)
12	الإطار العام للدراسة
22	<b>الفصل الأول - بنية الأسواق المالية وأهم مؤشرات أدائها</b>
23	<b>المبحث الأول: التركيب البنوي للأسواق المالية</b>
23	أولاً: الأسواق المالية (نشأتها، مفهومها)
27	ثانياً: الوظائف الرئيسية للأسواق المالية
30	ثالثاً: أركان الأسواق المالية
36	رابعاً: أنواع أسواق الأوراق المالية
46	خامساً: الأدوات الاستثمارية المتداولة في سوق الأوراق المالية
54	سادساً: أهم المتغيرات الاقتصادية المؤثرة على سوق الأوراق المالية
58	<b>المبحث الثاني: أهم مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية وطرق بنائها</b>
58	أولاً: مداخل تحليل سوق الأوراق المالية
62	ثانياً: مفهوم مؤشرات سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالحالة الاقتصادية
64	ثالثاً: مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية
66	رابعاً: أساليب بناء المؤشرات
70	خامساً: مفهوم السوق المالية الكفاءة وأبعادها الاقتصادية
76	<b>الفصل الثاني - التركيب البنوي للسياسة النقدية</b>
77	<b>المبحث الأول: طبيعة السياسة النقدية ودورها في المدارس الاقتصادية</b>
77	أولاً: مفهوم السياسة النقدية (معانيها، تطبيقاتها، أهدافها، أدواتها)
90	ثانياً: السياسة النقدية والمدارس الاقتصادية
90	1-2. السياسة النقدية في الفكر الكلاسيكي والنيو كلاسيكي
94	2-2. السياسة النقدية في الفكر الكينزي

102	3-2. السياسة النقدية في التحليل النقدي
105	4-2. السياسة النقدية في تحليل التوقعات العقلانية
109	5-2. السياسة النقدية في تحليل اقتصادي جانبي العرض
111	<b>المبحث الثاني: السياسة النقدية في إطار الاقتصاد الكلي</b>
111	أولاً: السياسة النقدية والتوازن الاقتصادي
116	ثانياً: السياسة النقدية والعرض النقدي
122	ثالثاً: السياسة النقدية وسوق السندات
125	رابعاً: السياسة النقدية وميزان المدفوعات
129	خامساً: السياسة النقدية والسوق المالية
134	<b>الفصل الثالث - قياس أثر السياسة النقدية على أداء سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1998-2011)</b>
135	<b>المبحث الأول: واقع السياسة النقدية والسوق المالية في الأردن خلال الفترة (1998-2011)</b>
135	أولاً: واقع السياسة النقدية في الأردن خلال الفترة (1998-2011)
135	1-1. نشأة الجهاز المصرفي وتطوره
138	2-1. الأدوات النقدية للبنك المركزي الأردني
145	3-1. تحليل مؤشرات السياسة النقدية "خلال الفترة المدروسة"
145	1-3-1. مؤشر عرض النقد (Money Supply)
150	2-3-1. مؤشر سعر الفائدة (Interest Rate)
154	3-3-1. مؤشر سعر الصرف (Exchange Rate)
157	4-3-1. مؤشر التضخم (Inflation)
159	ثانياً: سوق عمان للأوراق المالية ومؤشرات أدائه للفترة (1998-2011)
160	1-2. نشأة بورصة عمان
163	2-2. مؤشر أداء سوق عمان للأوراق المالية
165	3-2. تحليل مؤشرات سوق عمان للأوراق المالية
165	1-3-2. الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم (Price Index)
167	2-3-2. مؤشر القيمة السوقية (Market Capitalization)
169	3-3-2. مؤشر حجم التداول (Trade Volume)
171	4-3-2. مؤشر معدل دوران الأسهم (Turnover Ratio)

172	2-3-5. مؤشر عدد الشركات (Number of Companies)
174	المبحث الثاني: تقييم أثر السياسة النقدية في مؤشرات أداء السوق المالية - الحالة العملية
174	أولاً: تحديد المتغيرات وبناء النموذج
177	ثانياً: تقدير وتحليل أثر السياسة النقدية في مؤشر أداء سوق عمان للأوراق المالية
177	2-1. مجتمع وعينة الدراسة
178	2-2. المعالجة الإحصائية للبيانات (تحليل البيانات وعرض النتائج)
188	ثالثاً: النتائج والمقترحات.
192	المراجع باللغة العربية
197	الأبحاث والدوريات وأوراق العمل
199	الأطروحات ورسائل الماجستير
200	القوانين والتشريعات
200	المراجع باللغة الانكليزية
202	<b>Articles and Working papers</b>
202	مواقع الانترنت
203	الملاحق
203	الملحق الإحصائي/ الجدول رقم (1) مؤشرات الكثافة المصرفية
204	قائمة الجداول الإحصائية الخاصة بالنماذج

قائمة الجداول:

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
36	أسس تصنيف الأسواق المالية	(1.1)
136	تطور هيكل الجهاز المصرفي في الأردن للفترة (1998-2011)	(1.3)
146	مؤشرات عرض النقد والنتائج المحلي الإجمالي في الأردن للفترة (1998-2011)	(2.3)
152	تطور هيكل أسعار الفائدة خلال الفترة (1998-2011)	(3.3)
156	تطور سعر الصرف الحقيقي للدينار مقابل الدولار خلال الفترة (1998-2011)	(4.3)
157	تطور معدل التضخم وفقاً للتغير في الـCPI خلال الفترة (1998-2011)	(5.3)
165	مؤشرات أداء سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1998-2011)	(6.3)
177	المؤشرات النقدية ومؤشرات أداء سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1998-2011)	(7.3)
178	نتائج الاختبارات الإحصائية والقياسية للنموذج الأمثل في سوق عمان	(8.3)
189	نتائج تحليل تأثير المتغيرات النقدية في مؤشرات أداء سوق عمان للأوراق المالية	(9.3)



## قائمة الأشكال:

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
31	أركان الأسواق المالية	(1.1)
45	أنواع الأسواق المالية	(2.1)
80	المربع السحري في السياسة النقدية	(1.2)
82	استراتيجية السلطات النقدية في تحقيق الأهداف النهائية	(2.2)
97	العلاقة بين الاستثمار وسعر الفائدة	(3.2)
98	العلاقة بين عرض النقد وسعر الفائدة مع ثبات منحني تفضيل السيولة	(4.2)
98	العلاقة بين الطلب على النقود وسعر الفائدة مع ثبات عرض النقد	(5.2)
99	العلاقة بين السياسة النقدية وسعر الفائدة	(6.2)
107	منحنى فيليبس الكلاسيكي الجديد	(7.2)
113	منحنيات (Bop, LM, IS) والتوازن الكلي العام	(8.2)
113	حالات عدم التوازن في السوقين السلعي والنقدي	(9.2)
115	أثر عرض النقود في التوازن الاقتصادي العام	(10.2)
124	العلاقة بين سعر الفائدة والكمية المعروضة والمطلوبة من السندات	(11.2)
133	آلية انتقال الأثر النقدي إلى السوق المالية والتحكم بحجم السيولة	(12.2)
137	تطور مؤشر الكثافة المصرفية خلال الفترة (1998-2011)	(1.3)
149	تطور مؤشرات عرض النقد والناجح في الأردن خلال الفترة (1998-2011)	(2.3)
150	تطور نسبة عرض النقد M1, M2 إلى GDP خلال الفترة (1998-2011)	(3.3)
153	تطور مستويات أسعار الفائدة خلال الفترة (1998-2011)	(4.3)
159	تطور معدلات التضخم للفترة (1998-2011)	(5.3)
167	تطور المؤشر العام لأسعار الأسهم للفترة (1998-2011)	(6.3)
169	تطور القيمة السوقية للفترة (1998-2011)	(7.3)
171	تطور أحجام التداول للفترة (1998-2011)	(8.3)
172	تطور معدل دوران السهم للفترة (1998-2011)	(9.3)
173	تطور عدد الشركات للفترة (1998-2011)	(10.3)

## ملخص البحث:

لطالما كانت العلاقة التشابكية التي تربط السياسات الاقتصادية الكلية - خاصة تلك النقدية منها- بالأسواق المالية محطّ اهتمام الكثير من الباحثين والمحليلين الماليين كون السوق المالية مرآةً تعكس وضع الاقتصاد ككل وما يعنيه ذلك من اعتبارها البيئة المثلى التي تعكس نتائج تطبيق تلك السياسات لا سيما في ظلّ التطورات الاقتصادية المتلاحقة التي رافقها ظهور الابتكارات المالية الحديثة والتي أشعلت في وقت من الأوقات فتيل الأزمات المالية الخانقة وزادت من حدة المخاطر المالية التي تمرُّ بها الاقتصادات المتقدمة والنامية على حدّ سواء.

كل ذلك حذا بالمهتمين إلى مراجعة السياسات الاقتصادية المتبعة وآلية انتقال آثارها إلى السوق المالية بما يضمن وصول تلك الاقتصادات إلى برّ الأمان وتجنّبها نتائج لا تحمد عُقبها. ومن هنا فقد عمدت هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على أثر السياسة النقدية كأحد السياسات الاقتصادية الكلية ودورها في التأثير على أداء سوق الأوراق المالية وذلك بالتطبيق على سوق عمان للأوراق المالية كونها سوقاً مالية ناشئة. ولغرض اختبار هذه العلاقة، فقد تم أخذ البيانات التاريخية لبعض متغيرات السياسة النقدية الأكثر شيوعاً في التأثير في أداء السوق المالية ضمن سلاسل زمنية امتدت 14 سنة خلال الفترة (1998-2011). تمثلت هذه المتغيرات بعرض النقد بمفهوميه الضيق والواسع وسعر الفائدة على الودائع الثابتة وسعر الصرف إضافة إلى معدل التضخم مقاساً بالرقم القياسي لأسعار المستهلك على اعتباره هدفاً تسعى السياسة النقدية في أغلب البلدان إلى المحافظة عليه مستقراً نظراً لارتباطه بعلاقة وثيقة مع المتغيرات الاقتصادية الأخرى ذات الأثر بالسوق المالية. بينما تم عكس أداء السوق المالية من خلال مؤشرات تمثلت بالرقم القياسي العام لأسعار الأسهم والقيمة السوقية وحجم التداول ومعدل دوران السهم للفترة ذاتها.

وخلّصت الدراسة إلى عدة استنتاجات أهمها وجود خلل في آلية انتقال آثار السياسة النقدية عبر قناة سعر الفائدة إلى السوق المالية ووجود تأثير متباين لبعض متغيرات السياسة النقدية المعتمدة في مؤشرات الأداء المختارة. كما توصل البحث أيضاً إلى ضرورة تفعيل دور السياسة النقدية ومعالجة التشوهات في آلية انتقال آثارها إلى السوق المالية.

## **Abstract**

There has always been a strong relationship linking macroeconomic policies - especially monetary policy - with financial markets attracting a lot of scholars and financial analysts' attention. Considering that financial market representing a mirror of the economy as a whole meaning that it is the optimum environment reflecting the results of applying these policies, particularly in light of successive economic developments which was accompanied by the emergence of modern financial innovations that ignited the fuse of suffocating financial crisis and increased the severity of the financial risks experienced by both developed and developing economies.

This required review economic policies and their transition mechanism affecting financial markets to ensure these economies safety and avoid ominous results. Hence, this study proceeded to highlight the impact of monetary policy as a part of macroeconomic policy and its role in influencing the stock market performance applying on Amman Stock Exchange (ASE) as an emerging financial market. In order to test this relationship, the research based on historical data for some variables considered as most common monetary policy variables affecting financial market performance within a time series spanned 14 years during the period (1998-2011). These variables are money supply (narrow and broad), interest rate on fixed deposits, exchange rate, and inflation rate measured by the Consumer Price Index (CPI) to be considered as a target seeking monetary policy in most countries to maintain stable due to its association with other economic variables impact financial market. While market performance was represented through financial indicators: Stock price index, Market capitalization, Trade volume, and Turnover ratio per share for the same period.

The study concluded a defect in the monetary policy transmission mechanism to financial market through interest rate channel and disparity impact for some monetary policy variables in the market performance indicators adopted in the research. The research also recommended to activate the role of monetary policy and to address distortions in its transmission implementing financial market.

## الإطار العام للدراسة

### مقدمة:

- وُجِدَت الأسواق المالية (Financial Markets) في الأساس لتشبع رغبات وحاجات المتعاملين ومن ثم أضحت ضرورةً حتميةً استلزمتهما المعاملات الاقتصادية بين الناس والمؤسسات والشركات والحكومات. وتتمثل الوظيفة الأساسية لهذه الأسواق في تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى العرض وقوى الطلب، كما أنها تتيح الحرية الكاملة لإجراء المعاملات والمبادلات كافة إلى جانب حشد المدخرات من الأطراف التي يتوفر لديها فائض من الأموال وتوجيهها إلى قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي وتسريع وتائر نموه.
- ويُجمع الكثير من الاقتصاديين على اعتبار الأسواق المالية المرآة التي تعكس الوضع الاقتصادي العام وأن استقرارها يعدُّ مقياساً لمدى نجاح السياسات الاقتصادية لاسيما النقدية منها والتي تنتهجها السلطات النقدية، ممثلة بالبنك المركزي، في محاولة منها لتحقيق هدفها المحوري المتمثل في تحقيق الاستقرار النقدي ومكافحة التضخم والذي يعدُّ بمنزلة المرتكز الأساسي لحفز الاستثمارات المحلية وجذب الاستثمارات الخارجية كونها المحرك الأساسي لعملية التنمية الاقتصادية.
- وقد ساهم الانفتاح المضطرب الذي تشهده اقتصاديات العالم وما رافقه من ظهور العولمة و تطور وسائل الاتصال والتكنولوجيا والتجارة الالكترونية في خلق تحديات جديدة على متخذي القرار الأمر الذي أدى إلى اعتبار ضرورة التحوط وحماية المكتسبات من المخاطر التي تفرضها تلك التحديات أمراً ملحاً للغاية، خاصةً في ظل نشوء حالة من عدم الاستقرار في الأسواق المالية تمثلت بازدياد مخاطر تقلبات أسعار الأوراق المالية، الأمر الذي أثر في نتائج أعمال الشركات المدرجة في تلك الأسواق وبالتالي في أداء الأسواق واستثماراتها بشكل عام.
- في ظل هذه التطورات ومع ما شهدته الأسواق المالية العالمية من أزمات مالية اقتصادية مؤخراً، اتجهت الأنظار إلى دور السياسات المتخذة على صعيد الاقتصاد الكلي وتحديد تلك النقدية منها كون الأسواق المالية تعدُّ الحيز الأمثل لتطبيق تلك السياسات والبيئة الفضلى لبيان مدى نجاحها في التحكم بمعظم المتغيرات الاقتصادية ذات الارتباطات الوثيقة بأدائها. وقد حدا ذلك بالاقتصاديين ومتخذي القرار إلى إيلاء السياسات النقدية المتبعة اهتماماً أكبر

وبما يمكن أن تفعله السلطات النقدية لدى اعتمادها لسياساتها وفيما إن كانت تأخذ بعين الاعتبار الآثار المحتملة لمتغيراتها على أداء سوق الأوراق المالية، خاصةً في ظل اتساع حجم تلك الأسواق وارتفاع حدّة المنافسة فيما بينها وتعاضم تأثيرها على الاقتصاديات بشكل عام.

### أهمية البحث:

- تنطلق أهمية هذا البحث من كونه يسلط الضوء على أهمية السياسة النقدية وأثرها على أداء سوق الأوراق المالية، وذلك في ظلّ غياب الاهتمام الكافي، وربما تجاهل، دراسة الآثار الكلية للسياسات الاقتصادية وتحديدًا السياسة النقدية على أداء سوق الأوراق المالية. خاصةً مع تزايد مخاطر البيئة المالية نتيجة زيادة حدة المنافسة فيما بين الشركات من جهة وزيادة حالة عدم التأكد التي قد تؤثر سلباً على أداء السوق المالية ككل الأمر الذي يؤثر على ثقة المتعاملين فيها من جهة أخرى. هذا إلى جانب الأزمات الاقتصادية العالمية التي أصبحت الخطر الداهم لعمل الأسواق المالية وما يعنيه ذلك من ضرورة إتباع سياسات اقتصادية نقدية حصيفة لتجنب الوقوع في فخّ مثل هذه الأزمات.

- كما يسعى هذا البحث إلى التوصل للعلاقة التي تربط بين متغيرات السياسة النقدية المتعلقة بأسعار الفائدة وسعر الصرف إلى جانب تحكمها بكمية السيولة المتواجدة في الأسواق إضافة إلى دراسة علاقة التغير في معدلات التضخم - والذي تعتبر مكافحته بغرض المحافظة على استقرار الأسعار من الأهداف المعلنة للسياسة النقدية- بأداء سوق الأوراق المالية، وذلك على اعتبار أن الأسواق المالية تشكل حلقة مركزية في اقتصادات الدول المتقدمة والناشئة على حدّ سواء كونها تمثل مناطق جذب استثمارية تتحدد فيها القيم الحقيقية لأسعار الأسهم والسندات إلى جانب اعتبارها من أهم المؤشرات الاقتصادية على المستوى المحلي والعالمي وذلك من حيث اتجاهات الصعود والهبوط في الأسعار وما يعنيه ذلك من توجه الاقتصاد نحو الراج أو الركود.

## أهداف البحث:

يهدف هذا البحث إلى ما يلي:

- الوقوف على مدى حساسية أداء أسواق الأوراق المالية للإجراءات التي تتخذها السلطات النقدية في ظل غياب الاهتمام الكافي بهذه السياسات آخذين في الحسبان المخاطر التي تكتنف الأسواق المالية.
- التوصل إلى صيغة مناسبة توضح شدة العلاقة بين متغيرات السياسة النقدية من حيث أسعار الفائدة وسعر الصرف وتحكمها بكمية السيولة الموجودة في السوق إلى جانب دراسة علاقة ظاهرة التضخم - والذي تعتبر مكافحته أحد الأهداف المعلنة للسياسة النقدية - بالمشورات التي تعكس أداء سوق الأوراق المالية.

## مشكلة البحث:

مع تطور مفهوم الأسواق المالية واعتبار مؤشرات أدائها من الوسائل الهامة التي يسترشد بها المستثمرون في الأسواق الدولية والمحلية من أجل توقيت استثماراتهم وتنفيذها. ومع بروز أهمية رصد التطورات التي تشهدها السوق ودرجة فعاليتها وبالتالي التعرف على اتجاهات الأداء وما يعنيه ذلك من منح المستثمرين الفرصة لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية. وفي ظل الحاجة لمواجهة الأزمات التي تكتنف الأسواق المالية العالمية وغياب الاهتمام الكافي بدراسة آثار السياسة الاقتصادية النقدية على أداء الأسواق المالية والإحاطة بالعلاقة التي تربط متغيراتها بالسوق المالية؛

تنامي الجدل حول مدى إيلاء إجراءات السياسة النقدية الاهتمام الكافي ووضعها موضع الدراسة باعتبارها من العوامل المسببة للتقلبات في أداء ومؤشرات الأسواق المالية والتي تعتبر الحيز الأمثل لتطبيق مثل هذه السياسات.

ضمن السياق السابق سنحاول في معرض هذا البحث الإجابة على السؤال التالي:

هل تؤثر السياسة النقدية المتبعة من قبل السلطة النقدية على أداء سوق الأوراق المالية؟  
(وذلك بالتطبيق على بورصة عمان للأوراق المالية).

## فرضيات البحث:

ينطلق البحث من الفروض التالية:

- ✓ الفرضية الأولى: لا توجد علاقة جوهرية بين أداء السوق المالية وبين كمية العرض النقدي المتواجدة في السوق.
- ✓ الفرضية الثانية: لا تحمل العلاقة بين سعر الفائدة وأداء السوق المالية أية دلالة معنوية.
- ✓ الفرضية الثالثة: لا تؤثر مخاطر سعر الصرف على أداء سوق الأوراق المالية.
- ✓ الفرضية الرابعة: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل التضخم وبين أداء السوق المالية.

## منهجية البحث:

تمّ الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي لدى إعداد هذه الدراسة. فالمنهج الوصفي يتيح لنا الوقوف على الإطار النظري لكل من السياسة النقدية والأسواق المالية وكيفية قياس أدائها في حين يعتمد المنهج التحليلي على الأساليب الإحصائية القياسية بما يسهم في قياس علاقة أداء سوق الأوراق المالية بمتغيرات السياسة النقدية وذلك بعد استعراض البيانات المتعلقة بكل من المتغيرات المستقلة (التمثلة بأسعار الفائدة وسعر الصرف وكمية المعروض النقدي ومعدل التضخم ممثلاً بالرقم القياسي لأسعار المستهلك) والمتغيرات التابعة التي ترصد تطور أداء السوق المالية ومن ثم رصد التغيرات الحاصلة وصولاً إلى استقراء النتائج.

## الدراسات السابقة:

### أ. الدراسات باللغة العربية:

1. دراسة بعنوان "السياسة النقدية وكفاءة سوق الأسهم: دليل قياسي من سوق الأسهم

السعودية" كلية العلوم الإدارية - جامعة الملك سعود/ الرياض 1998.

استهدفت هذه السياسة اختبار مدى كفاءة سوق الأسهم السعودية بالنسبة للسياسة النقدية حيث تم تقسيم السياسة النقدية إلى جزئين: جزء متوقع وآخر غير متوقع وذلك باستخدام طريقتي الإبطاء كثيرة الحدود الموزعة وطريقة بوكس-جينكيز لتوليد التوقعات، كما تم التعرف على الخصائص الإحصائية للسلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة والتي شملت

كلاً من أسعار الأسهم للسوق ككل وللقطاعات الثلاث الأكثر تداولاً (الخدمات والصناعة والبنوك) ومتغير عرض النقود بتعريفاته الثلاثة (M1, M2, M3).  
كما اعتمدت الدراسة على أخذ بيانات شهرية بعدد 128 مشاهدة لأسعار سوق الأسهم السعودية ككل، والقطاعات الثلاثة الأكثر نشاطاً (البنوك والصناعة والخدمات) ولعرض النقود بتعريفاته الثلاثة المعتمدة لدى مؤسسة النقد العربي السعودي (M1, M2, M3).  
أما أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة فهي:

- عدم فعالية السياسة النقدية (الكفاءة المعلوماتية) في الأجل القصير بالنسبة لقطاعي البنوك والصناعة. أي عدم قدرة المتعاملين فيه على تحقيق عوائد غير عادية حيث تنحصر أهداف المتعاملين في السعي لتحقيق الكسب السريع بشكل لا يهدف تحقيق أهداف التنمية الوطنية.
- نظراً لكون سوق الأسهم السعودية سوقاً نامية، فقد يؤثر حجم التداول فيه وتطور الوسائل على مدى كفاءته. وتجدر الإشارة إلى أن النتائج تؤكد على الكفاءة الجزئية (البنوك والصناعة) حيث يبدو توزيع معلومات السياسة النقدية أفضل بالنسبة لهذين القطاعين مما يدل على عدم إمكانية استغلال المعلومات في تحقيق عوائد غير عادية من تداول أسهمهما. في حين يمكن استغلال المعلومات لتحقيق عوائد غير عادية على مستوى السوق ككل مما يوحي باختلاف نوعية المتعاملين في قطاعي البنوك والصناعة عن القطاعات الأخرى.
- قد توجد معوقات على مستوى السوق تحول دون تدفق المعلومات بسرعة وانتشارها المتساوي بين المتعاملين.
- يجب الأخذ بالتعريف الواسع والأوسع للعرض النقدي بدلاً من الاعتماد على المفهوم الضيق M1 نظراً لاحتوائهما على معلومات أكثر.
- إغفال الفوارق بين القطاعات والنظر إلى أسعار السوق ككل قد يؤدي إلى رفض فرضية الحياد النقدي في حين أنها متحققة على مستوى بعض القطاعات.



2. دراسة بعنوان " أثر المخاطر المالية على عوائد وأسهم الشركات (دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية بمصر)" في بحث مقدم لنيل درجة الماجستير في إدارة الأعمال - كلية التجارة/ جامعة عين شمس 2005.

هدفت الدراسة إلى دراسة أثر مخاطر سعر الفائدة ومخاطر سعر الصرف على عوائد وأسعار أسهم الشركات الأكثر نشاطاً (CASE 30 Index) في سوق الأوراق المالية بمصر، حيث تمثل محور اهتمام البحث في معرفة فيما إن كان يوجد تأثير جوهري لمخاطر سعر الصرف ومخاطر سعر الفائدة على كل من العائد الرأسمالي والجاري لأسهم الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية بمصر.

ومن أهم ما توصلت نتائج التحليل الإحصائي للدراسة إليه ما يلي:

- يوجد أثر لمخاطر سعر الصرف وسعر الفائدة ( المتغيرين معاً وكلاً على حدا) على العائد الرأسمالي لأسهم الشركات الأكثر نشاطاً في سوق الأوراق المالية بمصر بنسبة 30.3% من إجمالي الشركات المكونة لعينة البحث.
- لا يوجد أثر لمخاطر سعر الصرف وسعر الفائدة (المتغيران معاً) على العائد الرأسمالي لأسهم الشركات الأكثر نشاطاً في سوق الأوراق المالية بمصر إلا في شركة واحدة فقط.
- كانت العلاقة سلبية بين مخاطر سعر الصرف والعائد الرأسمالي لأسهم شركات قطاع الخدمات المالية في حين كانت إيجابية مع العائد الرأسمالي لأسهم شركات قطاع الأعمال.
- توجد علاقة جوهريّة سلبية بين مخاطر سعر الفائدة والعائد الجاري لأسهم الشركات الأكثر نشاطاً في سوق الأوراق المالية بمصر بنسبة 15.15% من إجمالي الشركات المكونة لعينة البحث.
- لا يوجد أثر جوهري لمخاطر سعر الصرف وسعر الفائدة (المتغيرين معاً) على العائد الجاري لأسهم الشركات الأكثر نشاطاً في سوق الأوراق المالية بمصر.
- لا يوجد أثر جوهري لمخاطر سعر الصرف على العائد الجاري لأسهم الشركات الأكثر نشاطاً في سوق الأوراق المالية بمصر.

3. دراسة جهاد أحمد أبو السندس، غازي فلاح المومني بعنوان "أثر تذبذب أسعار صرف الدينار الأردني على قيم أسهم الشركات المساهمة العامة في قطاع الخدمات"، كلية التخطيط والإدارة/ قسم الاقتصاد والعلوم المالية، جامعة البلقاء، الأردن، عام 2012. هدفت الدراسة إلى اختبار أثر تذبذب أسعار صرف الدينار الأردني على قيم أسهم الشركات المساهمة العامة في قطاع الخدمات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، وتم اختبار سبعة عملة رئيسية، وهي من أكثر العملات التي يتعامل بها الأردن، حيث غطت الدراسة البيانات الشهرية للفترة الزمنية الممتدة من شهر كانون الثاني لعام 2006 وحتى شهر حزيران لعام 2011.

وأظهرت نتائج التحليل بأنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار أسهم الشركات المساهمة في قطاع الخدمات وأسعار صرف الدينار الأردني مقابل عملات الدول قيد الدراسة، وخاصة عملات الدول التي تربطها علاقات تجارية خدمية نشطة مع الأردن مثل دول منطقة اليورو الأوروبي والصين والدانيمارك وسويسرا والمكسيك. وأفاد نموذج تحليل الانحدار الخطي المتعدد بأن تأثير زيادة أسعار صرف الدينار الأردني مقابل اليورو الأوروبي والكرون الدنمركي والفرنك السويسري كان إيجابياً على أسعار أسهم شركات الخدمات، فيما كان تأثير زيادة أسعار صرف الدينار الأردني مقابل اليوان الصيني والبيزو المكسيكي سلبياً على أسعار أسهم شركات الخدمات في الأردن.

#### ب. الدراسات باللغة الانكليزية:

4. دراسة Christos Ioannidis & Alexandros Kontonikas بعنوان " The Impact of Monetary Policy on Stock Prices" كلية إدارة الأعمال - جامعة بانث/ المملكة المتحدة. وقسم الاقتصاد - جامعة غلاسغو/ المملكة المتحدة عام 2006. هدفت الدراسة إلى بيان أثر السياسة النقدية على عوائد الأسهم في ثلاثة عشرة دولة من دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) خلال الفترة 1972 - 2002. وقد توصلت الدراسة إلى أن السياسة النقدية قد أثرت وبصورة جوهرية على عوائد الأسهم، مما دعم نظرية انتقال أثر السياسة النقدية عبر أسواق الأسهم. كما أشار تحليل الحساسية إلى أن أربعة دول من أصل الثلاثين دولة المتضمنة في العينة قد أظهرت علاقة قوية بين إجراءات السياسة

النقدية وتحديداً معدلات الفائدة التي تستخدمها وبين العوائد على الأسهم وهي بريطانيا، فرنسا، كندا وإيطاليا. في حين لم تبدِ العوائد على الأسهم في كل من اليابان وإسبانيا وفنلندا أي ارتباط بالتغيرات التي طرأت على أسعار الفائدة قصيرة الأمد، كما أن اتباع سياسة نقدية انكماشية سيخفض من معدل التضخم مما يعدل أسعار الأسهم.

5. دراسة **Roberto Regobon** بعنوان "Measuring the reaction of monetary

**policy to the stock market"** كلية سلوين لإدارة الأعمال - كامبردج/ المملكة

المتحدة عام 2001.

استهدفت الدراسة معرفة العلاقة بين إجراءات السياسة النقدية وأسواق الأسهم المالية. وقد بينت الدراسة أن إجراءات السياسة النقدية لها أثر واضح على التغيرات التي تصيب أسواق المال حيث أن ارتفاعاً (انخفاضاً) قدره 5% في مؤشر S&P 500 سيزيد وباحتمال النصف تقريباً من مقدار ما تعتمد عليه السياسة النقدية من أسعار الفائدة بحوالي 25 نقطة أساس (سواء بالتشديد أو التخفيف). ويمكن أن يُعزى رد الفعل القاسي هذا إلى أهمية تقدير الأثر الذي يمكن أن تحدثه التغيرات في أسعار الأسهم على الطلب الكلي. في حين أن الاحتياطي الفيدرالي استجاب وبصورة مماثلة للتغيرات في أسعار الأسهم من خلال تأثيرها على الاقتصاد الكلي.

6. دراسة **Paul Alagridede, Theodore Panagiotodis, and Xu Zhang**

بعنوان "Casual Relationship between Stock Prices and Exchange

**rates"** كلية إدارة الأعمال - جامعة ستيرلنغ/ لندن عام 2010.

سعت هذه الدراسة إلى التحقيق في طبيعة العلاقة بين سوق الأسهم وسوق الصرف الأجنبي وذلك في كل من استراليا، كندا، اليابان، سويسرا وبريطانيا منذ عام 1992 وحتى عام 2005. حيث تم تطوير صيغة للعلاقة التي تربط بين المتغيرين (سعر الصرف وأسعار الأسهم) غير أنها لم توضح وجود علاقة تترتب فيما بينهما على المدى الطويل.

كما بينت الدراسة وجود عدد من الانحرافات لدى اعتماد اختبار (Grange) حيث بين الاختبار أنه توجد علاقة غير مباشرة بين معدلات سعر الصرف وأسعار الأسهم في كل من كندا وسويسرا وبريطانيا في حين كانت العلاقة ضعيفة نوعاً ما في سويسرا فقط. كما تم اعتماد اختبار (Hiemstra Jones) لاختبار إمكانية وجود علاقة غير خطية عرضية (غير

مباشرة) ودلت النتائج على وجود مثل هذه العلاقة في اليابان بينما كانت هذه العلاقة ضعيفة وعكسية فيما بين المتغيرين في سويسرا.

7. دراسة J.Benson Durham بعنوان "The effect of Moneary Policy on

monthly and Quarterly Stock Market Returns"، مجلس محافظي الاحتياطي

الفيدرالي، واشنطن، الولايات المتحدة الأمريكية، 2010.

اعتبرت هذه الدراسة نتائجها شبيهة بالنتائج التي توصلت إليها معظم الدراسات حول وجود علاقة فعلية بين التغيرات التي تطرأ على السياسة النقدية والتغيرات في أداء السوق المالية على المدى القصير والطويل على حدٍ سواء في الولايات المتحدة الأمريكية. ويمكن ردّ النتائج التي تم التوصل إليها من خلال دراسة عدد من محددات ومتغيرات السوق وآلية انتقال آثار السياسة النقدية. حيث اعتمدت الدراسة لهذا الغرض على بيانات تاريخية سابقة ضمن سلاسل زمنية معينة إذ تم اعتماد سعر الخصم كأحد المتغيرات الأساسية للسياسة النقدية.

وبيّنت الدراسة وجود تغييرات جوهرية لمحددات العوائد على الأسهم وذلك لبيانات شملت 16 بلداً ولفترة زمنية امتدت منذ عام 1956 وحتى عام 2000. غير أنه، وبعيداً عن العينة التي تم اعتمادها للاختبار، فقد أظهرت الدراسة أن العلاقة بين المتغيرات التي تم اعتمادها آخذة بالضعف تدريجياً على المدى الطويل وبشكل ملحوظ.

كما أن تحليل الانحدار (والذي تضمن تحليل التباين التقاطعي الذي بدوره عبّر جزئياً عن أداء الأطراف المشاركة في السوق) قد بيّن بأن العلاقة أقل قوة وأن اعتبار الزيادة الطارئة في العوائد على الأسهم ضعيفة. من جهة أخرى، خلّصت الدراسة إلى وجود علاقة أضعف بين تغييرات السياسة النقدية وأداء أسعار الأسهم في الأمد الطويل لدى اعتماد البنك المركزي مقاييس وإجراءات بديلة في إدارته للسياسة النقدية.

## ت. ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

لدى الاطلاع على الدراسات السابقة، لُوَظَظ أن معظمها عمدت إى إلى التركيز على دراسة أثر أسعار الصرف وأسعار الفائدة كمتغيرات للسياسة النقدية على عوائد أو أسعار الأسهم في السوق المالية. أو أنها عمدت إلى دراسة أثر بعض متغيراتها على كفاءة السوق المالية؛

لذا ارتأينا التطرق إلى الإطار العام للسياسة النقدية والذي يقوم على دراسة أثر تغير بعض متغيرات السياسات النقدية وقنواتها الوسيطة على مؤشرات أداء السوق المالية بشكل عام وبشكل يعكس الأوجه المتباينة لتأثيرها ولا يقتصر على مؤشر أسعار الأسهم أو عوائدها فحسب وإنما يمتد ليشمل مؤشرات أخرى هامة كالقيمة السوقية وحجم التداول ومعدل دوران السهم. كما عمد البحث إلى تفنيد أثر عرض النقد بمفهوميه الضيق والواسع على السوق المالية بعد توضيح مكونات كل منهما والأخذ بسعر الصرف الحقيقي الفعال بدلاً من سعر الصرف الاسمي كون السوق المالية للبلد موضوع الدراسة يعتمد على سعر الصرف الثابت مقابل الدولار الأمريكي الأمر الذي يضمن عكس أثر التغيرات الحقيقية لسعر الصرف على مؤشرات الأداء.

## الفصل الأول

### بنية الأسواق المالية وأهم مؤشرات أدائها

## المبحث الأول: التركيب البنوي للأسواق المالية

تستمد الأسواق المالية أهميتها من وجودها ومن الدور المتعدد الأوجه والجوانب لها. إذ إنها تؤثر وتتأثر بمختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته. كما تلعب الأسواق المالية دوراً بالغ الأهمية في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي وتحويله من مال عاطل خامل إلى رأس مال موظف وفعال في الأسهم والسندات والصكوك التي يتم طرحها في الأسواق المالية.

فضلاً عن ذلك، توفر الأسواق المالية قنوات سليمة أمام الأفراد ولاسيما صغار المستثمرين لتحقيق الدخل الذي يطمحون إليه. كما أنها تمثل أداة رئيسة لتشجيع التنمية الاقتصادية في الدول وتحقيق جملة من المنافع الاقتصادية كالحيازة والتملك والانتفاع والعائد الاستثماري. وتشكل حافزاً للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أوراقها المالية ودفعها إلى تحسين أدائها وزيادة ربحيتها مما يؤدي إلى تحسن أسعار أسهم هذه الشركات.

**أولاً: الأسواق المالية (نشأتها، مفهومها):**

### **1-1. نشأة الأسواق المالية:**

جاءت فكرة نشوء الأسواق المالية وتطورها تلبيةً للظروف والاحتياجات الاقتصادية المتزايدة في البلدان التي تواجدت فيها، كما أنها أصبحت مطلباً أساسياً من متطلبات التنمية الاقتصادية للدول كافة لاسيما الناشئة والنامية منها وأصبحت درجة نضوجها مؤشراً على مستوى التطور الاقتصادي الذي يتمتع به هذا البلد أو ذلك.

وتستند فكرة إنشاء سوق الأوراق المالية إلى نظرية آدم سميث في العمل. وتعتمد هذه الفكرة على كبر حجم السوق والذي يعتمد بدوره على حجم الإنتاج الذي تترتب عليه علاقة وثيقة بين حجم السوق وحجم الإنتاج انعكست هذه العلاقة بالمحصلة النهائية على التطورات المالية وبصفة خاصة على الأوراق المالية مما تترتب عليه في النهاية إيجاد سوق مالي متخصص أُطلق عليه سوق الأوراق المالية<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> د. النجفي، حسن: سوق الأوراق المالية، شركة الاعتدال، بغداد، العراق، ط1، 1992، ص 11.

ويعتبر عام 527 قبل الميلاد البداية الرسمية لمهنة الصرافة عند اليونان، إذ ظهرت لديهم بعض الأنشطة الشبيهة بالأسواق المالية. وفي القرن الأول بعد الميلاد ظهرت التشريعات الرومانية للإبداعات وتبادل النقود وازدهرت المدن الإيطالية مثل جنوة وفينيسيا وظهرت عائلة (Midicis) التي اشتهرت بالتعامل بالأمور المالية والنقدية.

وفي منتصف القرن الرابع عشر، عرفت مدينة بروج البلجيكية ازدهاراً اقتصادياً مميزاً بحيث أصبحت المركز الأوروبي الأول للمعاملات الاقتصادية وظهر اسم البورصة نسبة إلى (فان دي بورص) (Ven Den Bourse) الذي يُعتبر من أشهر التجار الأغنياء المتعاملين في الأمور المالية<sup>1</sup>.

وتشير الشواهد التاريخية إلى أن أول بورصة قد أُنشأت في مدينة أنفرس البلجيكية عام 1576 ثم في أمستردام في هولندا عام 1608، ثم في انكلترا عام 1666 حيث استقرت في مبنى خاص أُطلق عليه اسم (Royal Exchange)، وبعدها في مدينة باريس عام 1808 وذلك بموجب أمر ملكي. تلا ذلك إنشاء بورصة نيويورك عام 1892 وذلك في الشارع نفسه الذي كانت تتم فيه المعاملات بين التجار والمعروف باسم (Wall street).

ومع نهاية القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين وظهر الأوراق المالية، وما رافقه من انتشار كبير للشركات المساهمة خلال تلك المدة وإقبال الحكومات على الاقتراض وخلق حركة قويةٍ للتعامل بالصكوك المالية؛ ظهرت بورصات الأوراق المالية بعد أن كانت معظم المعاملات تتم على قارعة الطريق إلى أن استقرّ التعامل في مبانٍ خاصة تُسمى بورصات الأوراق المالية والتي يتم فيها تداول الأوراق المالية وتحديد أسعارها وفقاً للعرض والطلب<sup>2</sup>. ويأخذ التداول بالأوراق المالية الصورتين التاليتين:

- عمليات عاجلة تتم فيها تصفية العملية مباشرة ويتسلم البائع الثمن ويسلم الأوراق المالية للمشتري.

- عمليات آجلة ويتم عقدها مباشرة، إلا أن تصفيتها تؤجل إلى موعد لاحق.

<sup>1</sup> د. الشعار، نضال: سوق الأوراق المالية (البورصة)، دار الرضا للطباعة والنشر، حلب، 2002، ص 15.

<sup>2</sup> د.كاظم الدعيمي، عباس: السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء، عمان، الأردن،، ط1، 2010، ص 115-116.



مما تقدّم يمكن القول بأن فكرة نشوء الأسواق المالية قد مرت بخمس مراحل ارتبطت بالتطور المالي والاقتصادي لدول العالم يمكن إيجازها بما يلي<sup>1</sup>:

1. المرحلة الأولى: تتميز بوجود عدد كبير من المصارف الخاصة ومحلات الصيرفة وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة إضافة إلى إقبال الأفراد على استثمار مدّخراتهم في القطاعات الاقتصادية المختلفة.

2. المرحلة الثانية: وتمتاز بظهور البنوك المركزية وسيطرتها على البنوك التجارية بعد أن كانت المرحلة الأولى تمتاز بحرية اقتصادية مطلقة.

3. المرحلة الثالثة: وهي مرحلة ظهور البنوك المتخصصة بالإقراض القصير والمتوسط والطويل الأجل (المصارف الصناعية والعقارية والزراعية).

4. المرحلة الرابعة: مرحلة ظهور الأسواق النقدية المحلية، فوجود سوق نقدي متطور يقتضي وجود موارد مالية كبيرة بحجم العمليات التي تجري فيها إذ ازداد الاهتمام بسعر الفائدة كما ازداد إصدار سندات الخزنة لمدد متوسطة وطويلة الأجل، إلى جانب نمو نشاط الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول. وتعتبر هذه المرحلة بداية لاندماج السوق النقدية في السوق المالي.

5. المرحلة الخامسة: وهي مرحلة اندماج الأسواق المحلية بالأسواق المالية الدولية بحيث تكمل كل منها الأخرى سواءً لجهة عرض النقود أو الطلب عليها. وتمثل هذه المرحلة حلقةً متطورةً في نماء النظام المصرفي داخل البلد وتطور المرافق الاقتصادية العامة فيه.

## 1-2. مفهوم الأسواق المالية:

تعددت التعريفات الاقتصادية لسوق الأوراق المالية إذ يعرفه بعض الاقتصاديين على أنه الآلية التي تمكّن وتيسر للناس القيام بإصدار وتداول أدوات الاستثمار قصيرة وطويلة الأجل بتكلفة معاملات منخفضة وأسعار تعكس فرضية السوق الكفاء<sup>2</sup>.

ويشمل هذا التعريف على المفاهيم التالية:

- الآلية: تمثل المجال أو الإطار أو الإجراءات والقواعد التي يُدار على أساسها سوق المال. فالسوق المالي لم يعد مجرد مكان وحسب.

<sup>1</sup> إبراهيم الشبلي، محمد؛ إبراهيم الشبلي، طارق: مقدمة في الأسواق المالية والنقدية، عمان، الأردن، ط1، 2000، ص 17-19.  
<sup>2</sup> د. عبد القادر، السيد متولي: الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، ط1، 2010، ص57.

- الناس: هم الأفراد والمؤسسات بكافة أنواعها والحكومات سواء كانوا يمثلون وحدات الفائض المالي أم وحدات العجز المالي.
  - إصدار وتداول: تعني أن هناك سوقين هما سوق الإصدار وسوق التداول لأدوات الاستثمار.
  - أدوات الاستثمار: تشمل الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات وأذونات الخزنة وشهادات الإيداع وغيرها، والسلع مثل المعادن والقيم المنقولة الأخرى التي لها قيمة.
  - تكلفة معاملات منخفضة: أي أن سوق المال يجب أن يحقق الكفاءة التشغيلية.
  - أسعار تعكس فرضية السوق الكفاء: وتتحقق هذه الفرضية إذا لم يكن هناك فرق بين السعر السوقي للأصل المالي وسعره الحقيقي (سعر التوازن).
- من جانب آخر، يذهب بعض الاقتصاديين إلى تعريف سوق المال بأنها الإطار الذي يجمع بين بائعي ومشتري الأوراق المالية بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفير قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية هي واحدة وذلك بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة<sup>1</sup>.
- ويعرفه آخرون بأنه السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعاً وشراءً على نحو تشكل فيه إحدى القنوات الرئيسية التي ينساب فيها المال بين الأفراد والمؤسسات والقطاعات المختلفة في المجتمع مما يساعد على تنمية المدخرات وتوجيهها للمجالات الاستثمارية التي يحتاجها الاقتصاد القومي<sup>2</sup>.
- مما تقدم، يمكن تعريف سوق الأوراق المالية بأنها الإطار القانوني والتنظيمي والمالي الذي تتم فيه المتاجرة بالأدوات المالية بين كافة الأطراف من الأفراد والمؤسسات المالية إما بصورة مباشرة أو عن طريق الوسطاء الماليين.

<sup>1</sup> د. الشواورة، فيصل محمود: الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعملية)، دار وائل، عمان، الأردن، ط1، 2008، ص 45.

<sup>2</sup> د. حسين، عصام: أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2008، ص 18.

## ثانياً: الوظائف الرئيسية للأسواق المالية:

يمكن حصر الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية بما يلي:

• تعبئة المدّخرات (Loan able Funds): تلعب السوق المالي دوراً مهماً في تشجيع صغار المدّخرين والمستثمرين على استثمار أموالهم في عملية تداول الأوراق المالية وبالتالي تنمية عادة الادّخار الاستثماري<sup>1</sup>، وتؤدي السوق وظيفة هامة في النشاط الاقتصادي لأي مجتمع تتمثل في تحويل الموارد المالية من الوحدات ذات الفائض المالي (المدّخرة)، والتي لا تمتلك الخبرة في استخدام الأموال، إلى الوحدات ذات العجز والتي تتميز بخبرتها العالية في استثمار الموارد المالية بكفاءة عالية في النشاط الاقتصادي.

ويكون تدفق الموارد من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز المالي من خلال سوق المال بطريقتين<sup>2</sup>:

أ. التمويل المباشر Direct Finance: ويتم ذلك من خلال قيام الوحدات ذات العجز المالي بإصدار حقوق مالية على نفسها في شكل أسهم وسندات وبيعها للوحدات ذات الفائض المالي. وتمثل هذه الأصول المالية ديناً على الوحدات التي أصدرتها ومستحقة الدفع على دخلها في المستقبل كما تمثل هذه الأصول بالنسبة للوحدات التي اشترتها (المقرضون) حقوقاً على أصول ودخل المقترضين.

ب. التمويل غير المباشر Indirect Finance: حيث تقوم المؤسسات المالية بالحصول على الموارد المالية من الوحدات ذات الفائض مقابل إصدار أصول مالية على نفسها وبيعها للوحدات ذات الفائض وتسمى أصولاً مالية غير مباشرة مثل شهادات الادخار وشهادات الاستثمار. ثم تقوم بإقراض هذه الموارد المالية إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي والتي تقوم بإصدار وبيع أصول مالية مباشرة للمؤسسات المالية.

• اكتشاف السعر (Price Discovery Process): وتعني أن المبادلات التي تتم بين البائعين والمشتريين في السوق المالي هي التي تحدد سعر الأصل المتاجر به. وبعبارة أخرى تقوم بتحديد العائد المطلوب من قبل المستثمرين (الأفراد والشركات) للحصول على الأداة المالية

<sup>1</sup> د. كاظم الدعيمي، عباس: مرجع سبق ذكره، ص 121.

<sup>2</sup> د. أحمد الشناوي، إسماعيل؛ د. محمد غزلان، محمد عزت؛ د. السيد حسن، محمد جابر: اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة الإسكندرية- كلية التجارة/ قسم الاقتصاد، ط1، 2006، ص 82-84.

وتحديد الكيفية التي يتم فيها تخصيص (توزيع) الأموال بين الأدوات المالية المطلوب الاستثمار فيها<sup>1</sup>.

• توفير السيولة (Liquidity): توفّر الأسواق المالية الآلية المناسبة التي تمكن المستثمرين من بيع الأدوات المالية وبالتالي توفير السيولة. وتعتبر هذه السمة جذابة للمستثمرين عندما تصبح الظروف محفزة بشكل يدفع المستثمر لبيع ما بحوزته من أدوات مالية وإلا فهو مجبرٌ على الاحتفاظ بالأداة المالية إما لحين توفر الظروف المناسبة للتخلص منها أو لحين الوقت الذي يصبح فيه مُصدر الأداة المالية (Issuer) ملزماً بالدفع للحصول عليها ويكون ذلك عند تاريخ الاستحقاق (أداة الدين) أو عند إمكانية التسييل (أداة الملكية)<sup>2</sup>.

• تقليل تكاليف المعاملات (Transaction costs): ويمكن تصنيف التكاليف المرتبطة بهذه المعاملات إلى التكاليف المرتبطة بالبحث (Research costs) وتكاليف المعلومات (Information costs).

تتضمن تكاليف البحث بدورها التكاليف الصريحة (النقدية) (explicit costs) وهي تلك النفقات المرتبطة بالترويج لرغبة أحد المستثمرين لبيع أو شراء أداة مالية معينة، والتكاليف الضمنية (implicit costs) وترتبط بقيمة الوقت الذي يتم إنفاقه لإيجاد طرف آخر لعملية المتاجرة (بائع أو مشتري). أما تكاليف المعلومات فهي تلك التكاليف المرتبطة بتقييم أداة مالية معينة سيتم الاستثمار فيها<sup>3</sup>.

• تقييم الأصل (Asset Evaluation): تقدم السوق المالية أفضل طريقة يمكن من خلالها تحديد قيمة الشركة أو تقييم أصولها الأمر الذي يُعتبر هاماً للمستثمرين والمنظمين للسوق على حدٍ سواء.

• المراجحة (Arbitrage): ويظهر ذلك جلياً في الدول التي لا تتمتع أسواقها المالية بدرجة عالية من التطور والتي تُباع فيها نفس السلع والعملات بأسعار مختلفة مما يسمح للمستثمرين بالاستفادة من الاختلافات السعرية لتحقيق الربح وبالتالي دفع الأسعار للتحرك نحو مستوى واحد مما يجعل الاقتصاد أكثر كفاءة.

<sup>1</sup>Fabozzi, Frank.J; Handbook of Finance, Financial Instruments and Financial Markets, John Wiley&Sons, Inc. New Jersey, USA, First Edition, 2008, P6.

<sup>2</sup>Fabozzi, Frank.J; The Basics Of Finance, John Wiley& sons. Inc. New Jersey, 2010, First Edition, p17.

<sup>3</sup>Fabozzi, Frank.J; The Basics Of Finance, 2010, Op cit, p18.

- زيادة رأس المال (Rising Capital): إذ تمكّن الأسهم والسندات وغيرها من الأدوات المالية الشركات من التوسع في أعمالها والبناء واستبدال المعدات. كما تشكل السوق المالي مصدر تمويل للمستثمرين الأفراد في الوقت ذاته.
- المعاملات التجارية (Commercial Transactions): إذ تسهّل الأسواق المالية أداء المعاملات كترتيب آلية الدفع لبيع منتج ما في الخارج وتوفير رأس المال العامل الذي يمكن شركة ما من دفع رواتب العاملين لديها في حال تأخر زبائنها عن دفع مستحقّاتهم.
- الاستثمار (Investing): توفر السوق المالي (أسواق الأسهم والسندات وسوق النقد) الفرصة للحصول على عائد على الأموال التي لا تكون هنالك حاجة لاستثمارها في الوقت الحالي كما أنها تسمح بتراكم الأصول التي من شأنها أن تدرّ دخلاً في المستقبل.
- إدارة المخاطر (Risk Management): إذ تسهم هذه الوظيفة في توفير الحماية من أنواع معينة من المخاطر (كالمخاطر التي يمكن أن تعرّض عملة معينة لخسارة في قيمتها مقابل عملة أخرى قبل إتمام عملية الدفع وتغطية مخاطر تغير أسعار الفائدة وأسعار الصرف وغيرها فيما يُعرف باسم عملية التحوط) ويكون ذلك من خلال أسواق الخيارات والعقود المستقبلية وغيرها من عقود المشتقات المالية<sup>1</sup>.
- كما تسهم الأسواق المالية في تنمية الاستثمارات المادية التي تقوم بها الشركات المساهمة من خلال قيام السوق ببناء محفظة مالية تضم أوراقاً مالية متنوعة تعود لقطاعات ومنشآت مختلفة الأمر الذي من شأنه في الوقت ذاته تخفيض المخاطر التي تتعرض لها تلك الأعمال<sup>2</sup>.
- السوق المالي مؤشر للحالة الاقتصادية: تسهم الأسواق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ بحالة الاقتصاد إذ إنها تشكل المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات في الكيان الاقتصادي وتسجيلها ذلك أن حجم المعاملات ينم عن مقدار السيولة المتداولة كما أن الأسعار التي يتم التعامل بها تُبنى على أساس السعر العام للمبالغ المستثمرة<sup>3</sup>.
- وبالتالي نجد أن تقلب الأسعار يجعل السوق المالي بمثابة الباروميتر الذي يقيس نجاح بعض المشروعات والشركات دون غيرها عبر مدة من الزمن.

<sup>1</sup> Levinson, Marc, Guide to Financial Markets, The Economist In Association with Profile Books LTD. 2005, 5<sup>th</sup> Edition, P2-3.

<sup>2</sup> السيد علي، عبد المنعم؛ سعد العيسى، نزار: النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد، عمان، الأردن، 2003، ص 70.  
<sup>3</sup> حنفي، عبد الغفار، قرياقص، رسمية: أسواق المال (بنوك تجارية، شركات التأمين، شركات الاستثمار)، الدار الجامعية، الإسكندرية، ط1، 2002، ص 273.

- المساهمة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي (Economic Stability): تعدُّ السوق المالية القناة الرئيسية لتنفيذ السياسات الاقتصادية وتحقيق أهدافها لاسيما النقدية منها. إذ إن تواجد مثل هذه الأسواق يساعد في استخدام الأدوات غير المباشرة في إدارة السياسة النقدية ويضمن تنفيذاً أفضل لهذه السياسات في ضوء ما يمثله منحى العائد على السندات الحكومية من مصدر للمعلومات حول توقعات السوق بشأن أسعار الفائدة وبالتالي التأثير في مستويات الإقراض والاقتراض ومعدلات التضخم المستقبلية<sup>1</sup>. كل ذلك من شأنه أن يسهم في تحقيق الاستقرار المالي وتعميق عمل القطاع المصرفي والمالي وبالتالي تحقيق الاستقرار الاقتصادي ككل.

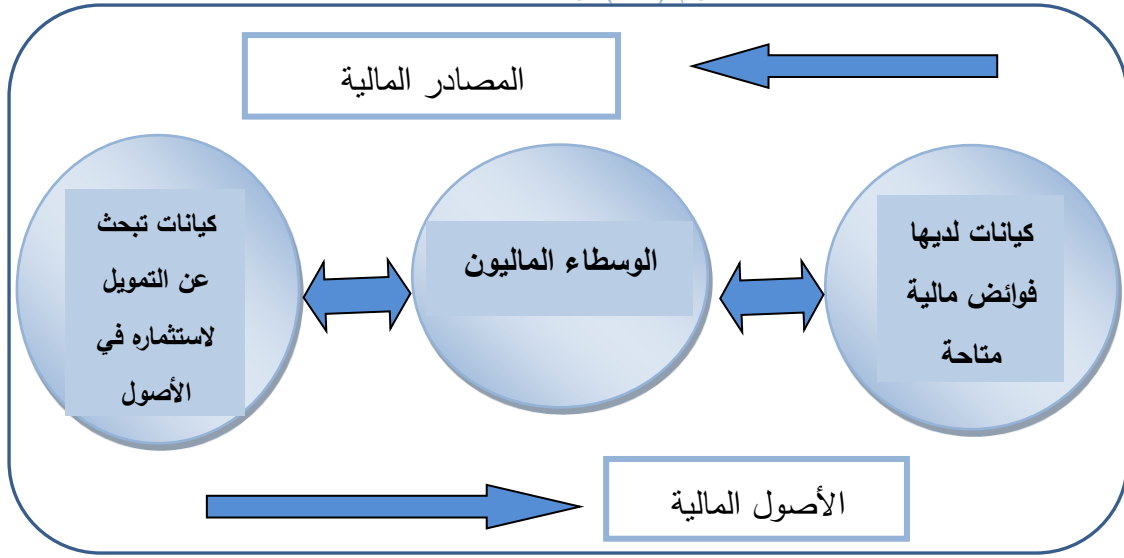
### ثالثاً: أركان الأسواق المالية:

يستند عمل الأسواق المالية إلى ثلاثة أركان رئيسية وهم المستثمرون (المقرضون) سواءً من الأفراد أو المؤسسات، وهؤلاء يمتلكون مدخرات نقدية تزيد عن احتياجاتهم ويرغبون في استثمارها لغرض الحصول على عوائد مع امتلاكهم المقدرة على مواجهة المخاطر المرتبطة بتلك الفرص. بينما يتمثل الركن الثاني بالمقترضين (أو المصدرين) وهؤلاء يمثلون ذوي الحاجة للائتمان. أما الركن الأخير للسوق فيتمثل بالوسطاء (الوكلاء) الذين ينحصر دورهم بالتوفيق بين مصدر الورقة المالية (البائع) ومستثمر الورقة المالية (المشتري) وعادةً ما يكون هؤلاء الوسطاء أشخاصاً أو شركات<sup>2</sup>. ويمكن إيجاز أركان السوق المالي بالشكل التالي.

<sup>1</sup> كاظم الدعيمي، عباس: مرجع سبق ذكره، ص127.

<sup>2</sup> سالم الزيدانين، جميل: أساسيات في الجهاز المالي (المنظور العلمي)، دار وائل، عمان، الأردن، ط1، 1999، ص 213-217.

الشكل رقم (1.1) أركان الأسواق المالية



Source: Fabozzi, Frank.J; The Basics Of Finance (An Introduction to Financial Markets, Business Finance, and Portfolio Management), John Wiley & sons, Inc. New Jersey, First Edition, 2010, p15.

وتُعتبر الركائز السابقة من أهم أركان السوق المالي كما أن تطورها مرهون بدرجة تطور السوق المالية. هذا ويمكن حصر أهم الأطراف المتعاملة في الأسواق المالية بالأطراف التالية:

### 3-1. الوحدات الاستهلاكية (القطاع الاستهلاكي)

يتمثل دور الوحدات الاستهلاكية في السوق المالي في اتجاهين. فمن جهة تعدُّ هذه الوحدات مصدراً مهماً من مصادر الادّخار حيث أنها تقوم باستلام عوائد عناصر الإنتاج المختلفة (الدخل) والتي تدّخر جزءاً منه ليكون هذا المقدار مصدراً من مصادر الادّخار الذي قد تشارك فيه هذه الوحدات به في السوق المالية. وفي الوقت نفسه تعدُّ هذه الوحدات مستخدماً أو مقترضاً لهذه الأموال لأغراض الاستهلاك الجاري والدائم.

### 3-2. الوحدات الإنتاجية (قطاع الإنتاج غير المالي)

وهي تلك الوحدات التي تقوم بإنتاج السلع والخدمات لأغراض الاستهلاك أو إنتاج السلع الرأسمالية. وفي كلتا الحالتين تحتاج هذه الوحدات الكبيرة لمصادر مالية لتمويل استثماراتها في الأبنية والمعدات أو لتمويل مشترياتها من المواد الأولية الوسيطة التي تحتاجها العملية الإنتاجية كما أنها تعدُّ مصدراً من مصادر الادّخار (لكنه ليس بمستوى الوحدات الاستهلاكية)

وبالتالي تحتاج مثل هذه الوحدات للدخول إلى السوق المالية لغرض التمويل أكثر من دخولها مصدراً للدّخار<sup>1</sup>.

### 3-3. الوسطاء الماليون (القطاع المالي)

يؤمن الوسطاء الماليون تدفق الأموال من المدّخرين النهائيين أو المستثمرين بتكلفة بسيطة ويكون ذلك من خلال قيام مؤسسات الوساطة المالية بإصدار التزامات على نفسها إما بشكل قروض أو سندات لصالح الأطراف المتعاملة في السوق المالي مقابل حصولهم على الأموال السائلة ومن ثم العمل على استثمار هذه الأموال بطرق متعددة.

وتشمل مؤسسات الوساطة المالية العاملة في السوق المالي كلاً من مؤسسات الودائع (كالمصارف التجارية) والمؤسسات المالية التي لا تتعامل بالودائع وشركات الاستثمار المنتظمة (كصناديق التقاعد التي تحصل على الأموال من المستثمرين مقابل تملكهم لأسهم في الصندوق) إلى جانب بنوك الاستثمار وشركات التأمين. ويؤدي الوسطاء الماليون عدة وظائف اقتصادية من أهمها<sup>2</sup>:

- وساطة الاستحقاق. بمعنى أن شركات الوساطة توفر للمقترضين خيارات عديدة من الاستثمار في الأصول المالية المختلفة آخذة في الاعتبار تواريخ استحقاق هذه الأصول.
- تؤمن شركات الوساطة قروضاً طويلة الأجل وبتكاليف منخفضة كونها تعتمد على مصادر تمويل متعاقبة خلال فترة طويلة من الزمن وإن كانت هذه المصادر تتطوي على بعض المخاطر كما هو الحال في المصارف التجارية التي تعتمد على الودائع في عمليات الإقراض الأمر الذي يخفّض من تكلفة الاقتراض في الاقتصاد.
- تخفيض المخاطرة من خلال التنويع. وذلك عن طريق استثمار الوسطاء في أصول مالية مختلفة لا تتحرك عوائدها في الاتجاه نفسه (أي أنها مملوكة لشركات مختلفة).
- تقليل تكاليف التعاقد وتجميع المعلومات وتوفير النصح والإرشاد المالي للعملاء.
- إدارة الأصول المالية لصالح العملاء وتوفير آلية جيدة للدفع إضافة إلى تسهيل عملية المتاجرة بالأدوات المالية لصالح العملاء واستخدام شركات الوساطة المالية لرأس المال الخاص بها بغرض إتمام معاملاتهم المالية.

<sup>1</sup> السيد علي، عبد المنعم؛ العيسى، سعد الدين، مرجع سبق ذكره، ص 72.

<sup>2</sup>Fabozzi, Frank.J; The Basics Of Finance, 2010, Op cit, p 18-22.



### 3-4. القطاع الحكومي

تعتمد مساهمة القطاع الحكومي على العلاقة بين نوعين من التدفقات النقدية تمثلان الميزانية العامة للدولة وهما جانبا الإيرادات العامة (الضرائب والرسوم) والنفقات العامة (المشتريات من السلع والخدمات والمدفوعات التحويلية). وتعتبر الحكومة في حالة فائض إذا ما زادت إيراداتها على نفقاتها وفي هذه الحالة تقوم بتسديد الديون المترتبة عليها (سحب سندات سابقة) أو الاحتفاظ بالفائض كرصيد في حين أنها تلجأ إلى إصدار أدوات مالية (السندات) في الأسواق المالية لتمويل العجز في الميزانية إن وُجد<sup>1</sup>.

مما سبق يتبين لنا أن دور الدولة في الأسواق المالية (كمنظم ومقرض وضامن ومصدر واسع للسيولة النقدية) يبدو جلياً من خلال مسؤوليتها عن تطبيق كل من السياسة النقدية والتي تُعنى بتغيير معدل النمو في عرض النقد وشروط منح الائتمان إلى جانب دور السياسة المالية وما يعنيه ذلك من تحكم في الضرائب والنفقات الحكومية. وأخيراً سياسة إدارة الدين العام والآثار المترتبة على قرارات الدولة بإصدار السندات. هذا بالإضافة إلى دور الدولة الواسع في التأثير على السوق المالية من خلال التشريعات التنظيمية والرقابية والتي تتجاوز المؤسسات المالية إلى المقرضين والمقترضين من الأفراد والشركات ودافعي الضرائب والمواطنين الباحثين عن مستوى معيشة أفضل.

### 3-5. القطاع الأجنبي

يتمثل دور القطاع الأجنبي في الأسواق المالية من خلال ارتباطها ارتباطاً مباشراً بوضع ميزان المدفوعات لهذا البلد أو ذاك (وما يعنيه ذلك من تأثير التدفقات النقدية الخارجية على الأنشطة الاقتصادية الداخلية للبلدان)، إذ إن مساهمة القطاع الخارجي في تلك الأسواق ما هي إلا حصيلة المعاملات الخارجية التي تظهر في ميزان المدفوعات.

ويأخذ القطاع الخارجي أو الأجنبي دور المقرض في السوق المالي في حالة عجز ميزان المدفوعات. حيث أن العجز يتطلب بيع أوراق مالية للشركات الأجنبية لتغطية العجز بشكل أسهم أو سندات أو حسابات جارية. وبعبارة أخرى، استخدام الادّخارات الأجنبية لتغطية هذا العجز من خلال تدفق هذه الادّخارات من القطاع الخارجي إلى الأسواق المالية. وفي حال

<sup>1</sup> على الشراح، رمضان، أحمد محسن، محروس: الاستثمار (النظرية والتطبيق)، الدار الجامعية، الاسكندرية، ط2، 1999، ص 27-28.

الفائض في الميزان، فإن هذا الفائض إما أن يُستخدم لتمويل العجز أو شراء الأوراق المالية من الشركاء الأجانب (أي الاستثمار في الأسواق المالية في بلدان أخرى)<sup>1</sup>.

### 3-6. البنك المركزي

يمارس البنك المركزي دوره في الأسواق المالية بصفته الجهة المسؤولة عن صياغة السياسة النقدية وإدارتها. إذ يتصدر البنك المركزي قمة الأجهزة المصرفية المتعاملة في الأسواق المالية وذلك لما يملكه من دور وقدره على تحويل الأصول الحقيقية إلى نقدية وبالعكس. ويتمثل دور البنك المركزي في السوق المالي والنقدي بما يلي<sup>2</sup>:

1. توجيه السياسة النقدية.
2. مراقبة المصارف من حيث نسبة الاحتياطيات المفروضة عليها.
3. مراقبة عمليات بيع وشراء العملات الأجنبية.
4. ممارسة سياسة السوق المفتوحة بالإشراف على أدوات السوق النقدية من بيع وشراء السندات وأذونات الخزينة.
5. إصدار النقد ومراقبته في السوق المالي بالإضافة إلى ضبط ومراقبة أسعار الفائدة بالشكل الذي يحقق الازدهار الاقتصادي.

### 3-7. أطراف آخرون في السوق المالي

تتضمن الأسواق المالية أطرافاً أخرى إلى جانب الأطراف السابقة التي تم ذكرها ويعدُّ الربح المحرّك الأساسي لهذه الأطراف إذ إنها تعمل على تداول الأوراق المالية (بيعاً وشراءً) بهدف تحقيق أقصى ربح ممكن. ومن أهم هؤلاء:

- المحتاطون أو المتحوظون (Hedgers):

وتهتم هذه الشريحة من المشاركين في الأسواق المالية بتخفيض المخاطر الناتجة عن التغيرات والتقلبات السريعة في الأسعار ويقوم هؤلاء بحماية المركز المالي الذي حصلوا عليه في الأسواق الحاضرة من خلال التعامل بالمشتقات المالية التي تسمح لهم بتخفيض المخاطر غير أن ذلك لا يعني تحقيق ضمان كامل من المخاطر.

<sup>1</sup> عبد الرزاق النقاش، غازي: التمويل والعمليات المصرفية الدولية، دار وائل، عمان، الأردن، ط2، 2001، ص 230-231.  
<sup>2</sup> نوري الشمري، ناظم محمد وآخرون: أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل، عمان، الأردن، ط1، 1999، ص 200-201.

• المراجحون (Arbitrageurs):

وهم شريحة استثمارية تتعامل بالمشتقات المالية ويحاول هؤلاء تحقيق الربح من الفروقات السعرية لأصل معين سواءً في السوق الحاضرة أو المستقبلية. حيث أنهم ينفذون عمليات بيع وشراء الأصول المالية محققين ربحاً عديم المخاطرة وذلك عند اختلاف الأسعار عن القيم النظرية التي تم التنبؤ بها للأصول المالية (يقومون بشراء الأصل المالي عند السعر المنخفض في سوق معين والبيع بالسعر المرتفع في سوق آخر للأصل نفسه).

• المضاربون (Speculators):

ويحاول هؤلاء تحقيق الربح من خلال مراقبة الأسواق واتجاهاتها والتنبؤ بحركة الأسعار فيها. إذ إنهم يراهنون على تحركات الأسعار المستقبلية لتحقيق أقصى ربح ممكن من خلال شراء الأوراق المالية وبيعها عندما ترتفع أسعارها. وتتضمن شريحة المضاربين آلاف الأفراد والمؤسسات والمضاربين المحليين الذين يتعاملون في السوق غير النظامية. وتلعب هذه الشريحة دوراً هاماً في تزويد السوق بالسيولة اللازمة التي تجعل التحوط من المخاطر ممكناً آخذين في الحسبان المخاطر التي يحاول المتحوطون درءها<sup>1</sup>.

• المستثمرون (Investors):

ويمثلون الأفراد الذين يشترون الأوراق المالية بهدف الحصول على دخلٍ مستمرٍ منها ويشمل ذلك الدخل المتحقق من الفوائد والتدفقات والعوائد بمختلف أشكالها. وضمن هذا السياق هنالك نوعان من المستثمرين المستثمر الداخلي والمستثمر العادي. ويهدف المستثمر الداخلي إلى السيطرة على الشركة وإدارتها من خلال تملك عدد كافٍ من الأسهم بهدف الربح. أما المستثمر العادي فيهدف إلى تحقيق الربح في الأجل الطويل إضافة إلى العائد الجاري<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> M.chance, Don; Brooks, Robert: An Introduction to Derivatives and Risk Management, Thomson higher Education, USA, 7<sup>th</sup> Edition, 2008, P:12- 262-263.

<sup>2</sup> كاظم الدعيمي، عباس: مرجع سبق ذكره، ص141.

## رابعاً: أنواع أسواق الأوراق المالية:

لغرض تحليل الأنواع المختلفة من الأسواق المالية في الاقتصاد لا بد من تصنيفها ضمن فئات معينة؛ غير أن أي محاولة لتصنيفها تكون صعبة من جهة وضع خط فاصل واضح بين الأنواع المختلفة نظراً لتداخلها وترابطها الوثيق مع بعضها البعض. وقد تنوعت التصنيفات للأسواق المالية وفق أسس عدة يمكن إيجازها بالجدول التالي :

الجدول رقم (1.1) أسس تصنيف الأسواق المالية<sup>1</sup>

أنواع الأسواق المالية	أساس التصنيف
• أسواق الدين (السندات) وأسواق الملكية (الأسهم).	• طبيعة الالتزام المترتب على الأصل المالي
• سوق المعاملات قصيرة الأجل (سوق النقد). • سوق المعاملات طويلة الأجل (سوق رأس المال).	• تاريخ استحقاق الأصل المالي
• سوق الإصدار الأولي وسوق الإصدار الثانوي.	• موسمية الإصدار.
• أسواق حاضرة وأسواق المشتقات.	• زمن تسليم الأصل محل العقد (فوري أو مستقبلي)
• سوق المزادات (النظامية) والسوق غير النظامية (الموازية) وسوق الوساطة المالية.	• الهيكل التنظيمي

Source: J. Fabozzi, Frank, Modiglianij Franco, G.ferri, Michael: Foundations of Financial Markets and Institutions; , PRENTICE HALL International Inc., USA, Second Edition,1999, p7.

ويُعتبر التقسيم على أساس نوع المعاملات المالية (أسواق النقد وسوق رأس المال) من أكثر التصنيفات شيوعاً للأسواق المالية.

### أولاً: - سوق النقد (Money Market):

ويُعرّف بأنه المكان أو الآلية التي يتم فيها حيازة الأموال لفترة قصيرة من الزمن وتداول الأصول المالية قصيرة الأجل التي لا تتجاوز فترة استحقاقها السنة الواحدة. وتُعدُّ كل من البنوك المركزية والمصارف التجارية والشركات والمؤسسات المالية الكبيرة من أهم الأطراف النشطة في سوق النقد. كما وتنعكس أهمية سوق النقد في الجوانب التالية<sup>2</sup>:

<sup>1</sup>J. Fabozzi, Frank, Modiglianij Franco, G.ferri, Michael: Foundations of Financial Markets and Institutions; , PRENTICE HALL International Inc., USA, Second Edition,1999, p7.

<sup>2</sup> N.Henning, Charles; Pigott, William;Scott,Robert Haney: Financial Markets and the economy, PRENTICE HALL, Englewood Cliiffs,New Jersey, USA, , Fifth Edition,1988P9,273,275,276.

- الأمان: إذ إنه يسهم في تقليص المخاطر الرأسمالية (المخاطر المالية) نظراً لقصر أجل الأصول المالية المتداولة فيه وبالتالي فإن التغير في أسعار الفائدة ليس له أثر يُذكر على الأسعار ذلك أن القيمة المؤكدة عند الاستحقاق يتم خصمها لفترة قصيرة فقط. كما أنه يقلص مخاطر التخلف عن السداد كون معظم الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد (تحديداً السوق الثانوي) هي التزامات على الحكومة والبنك المركزي والمصارف التجارية مما يجعل المخاطر المرتبطة بها ضئيلة.
- توفير السيولة من خلال تمكين أطراف السوق المالي من تحويل الأصول المالية إلى سيولة حاضرة فورية لأداء الالتزامات قصيرة الأجل للأفراد (كالضرائب) والشركات (لأداء المدفوعات) كما تستخدمها المصارف لمقابلة سحبيات المودعين أو لمنح القروض للعملاء.
- تسهيل عمل البنك المركزي في عملية الرقابة من خلال تمكينه من التحكم في حجم احتياطات المصارف التجارية والتأثير على أسعار الفوائد قصيرة الأجل.

### ثانياً:- سوق رأس المال (Capital Market):

يُعرّف سوق المال بأنه السوق الذي يتم فيه تداول الأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل (بيعاً وشراءً) والتي تزيد فترات استحقاقها عن السنة الواحدة. حيث يتم في هذا السوق دفع الأموال من المستثمرين والمقرضين مقابل الأصول المالية المعروضة من قبل المقترضين ومالكي هذه الأصول<sup>1</sup>.

ويعتبر الغرض الأساسي لأسواق رأس المال هو توجيه المدخرات إلى المجالات الاستثمارية المختلفة. إذ تسهّل سوق رأس المال هذه العملية من خلال السماح للمدّخرين بشراء أدوات مالية طويلة الأجل التي تم إصدارها حديثاً مما يوفر للشركات التمويل اللازم لعملياتها الاستثمارية. كما أنها تمكّن المؤسسات المالية (اتحادات الإقراض والادّخار) والمصارف التجارية وشركات التأمين وغيرها من الأطراف التي تستثمر مدّخرات الأفراد من اقتناء الأوراق المالية بما فيها تمويل الرهون العقارية. وفي كلتا الحالتين يجعل ذلك المدّخرات متاحة ومتوفرة لعمليات الاستثمار.

<sup>1</sup>N.Henning, Charles; Pigott, William;Scott,Robert Haney: Financial Markets and the economy,1988,Op cit,P9,324.

هذا وتمتاز سوق رأس المال بجاذبية كبيرة نظراً لطبيعة الأدوات المالية (الأسهم بأنواعها وأدوات المديونية طويلة الأجل) التي يتم التعامل بها من حيث طول آجال استحقاقها الأمر الذي يجعل المستثمر يضع في حسابه المخاطر العالية لدى استثماره فيها قياساً بالعائد المرتفع الذي يطمح إلى تحقيقه. كما أن وجود مثل هذه الأسواق يساعد على تلافي الآثار التضخمية من خلال تمويل المشروعات دون الإفراط في عملية خلق النقد إلى جانب توفير صفة الاستمرارية للورقة المالية وتقييمها بقيمتها العادلة نظراً للتنظيم الذي تتمتع به هذه السوق وكبر حجم الصفقات بين الأطراف المتعاملة (المنشآت الإنتاجية والحكومات المحلية والمركزية والأفراد وسماسة الأوراق المالية).

تقسم أسواق رأس المال (شأنها في ذلك شأن أسواق النقد) من حيث وقت التنفيذ إلى ما يلي:

### أولاً: - الأسواق الحاضرة أو الفورية (Spot Markets):

وهي الأسواق التي تتم فيها عملية بيع وشراء الأداة المالية بصورة فورية وبالتالي انتقال ملكيتها من البائع إلى المشتري فوراً واستلام قيمتها من قبل البائع<sup>1</sup>. وتقسم هذه الأسواق بدورها إلى قسمين<sup>2</sup>:

#### 1- سوق الإصدار الأولي (Primary Market):

هو عبارة عن السوق الذي يتم فيه إصدار (بيع) الأوراق المالية للمرة الأولى ويقوم فيه المصدر (الأفراد والشركات والوحدات الحكومية) بإصدار الأوراق المالية للحصول على الأموال اللازمة لتمويل الاستثمارات الجديدة أو التوسع في المنشآت. ويمكن أن يتم شراء هذه الأوراق المالية بشكل مباشر من قبل المقرضين الذين يملكون أموالاً يرغبون باستثمارها. غير أن معظم الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية طويلة الأجل يتم شراؤها من قبل المكتتبين أو بنوك الاستثمار ليُعاد بيعها في السوق ثانية وأية أرباح تترتب على العملية تمثل الفرق بين سعر الشراء المبدئي وسعر إعادة البيع.

<sup>1</sup>Fabozzi, Frank.J; The Basics Of Finance, 2010, Op cit, P29.

<sup>2</sup>Demange, Gabrielle; Laroque, Guy: Finance and the Economics of Uncertainty, Blackwell Publishing Ltd. UK, 2006, p7,8.

## 2- سوق الإصدار الثانوي (Secondary Market):

هي سوق الالتزامات الحاضرة (القائمة) بمعنى أنها السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولية أي بعد توزيعها. وعلى اعتبار أن مصدر الورقة العادي غير ملزم بأداء قيمتها حتى تاريخ استحقاقها فإن هذا النوع من الأسواق يسمح للمستثمرين استبدال هذه الأوراق مقابل الأموال قبل أن يحين تاريخ استحقاقها (السندات). أما بالنسبة للأسهم فمن الممكن أن ترتفع قيمتها في هذه السوق مما يمكنها من الحصول على توزيعات أرباح بصورة سنوية. من جهة أخرى فإن السوق الثانوية النشطة من شأنها أن تزيد من قيمة الأوراق المالية المتداولة الأمر الذي يجعل من سهولة وإمكانية بيع هذه الأصول قبل تاريخ استحقاقها دون مخاطرة مقياساً على مدى سيولتها.

ويمكن تقسيم الأسواق الثانوية إلى نوعين هما:

### أ. الأسواق المنظمة (Organized Markets):

وهي عبارة عن أماكن محددة وملموسة (مركزية أو محلية) يتم فيها تداول الأصول والأدوات المالية شريطة أن تكون الشركات المُصدرة لها مدرجة ضمن السوق. والمقصود بالإدراج (القيّد) أن تستوفي الشركات المُصدرة للأسهم أو السندات الشروط الخاصة بالسوق والموضوعة من قبل الهيئة العامة المُشرفة على السوق حتى يتم تداولها في السوق المالي (وتتعلق هذه الشروط بعدد المساهمين وصافي أصول الشركة وعدد الأسهم والتقارير المالية والميزانيات الختامية وغيرها)<sup>1</sup>.

### ب. الأسواق غير المنظمة (Over –The– Counter Market):

وهي أسواق عرفية ليس لها إطار مؤسسي أو هيكل تنظيمي محدد ولا ترتبط بمكان وزمان معين وتتمثل ببيوت السمسرة والوسطاء والمؤسسات المالية المنتشرة جغرافياً وتعتمد على التجار الذين لديهم مخزون ويتاجرون لحسابهم (صانعو السوق Market Maker) وليس لحساب غيرهم. كما أنه لا يترتب على التعامل فيها أية تكاليف أو عمولات سمسرة أو وساطة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>Fabozzi, Frank.J; The Basics Of Finance, 2010, Op cit, p31.

<sup>2</sup> الشواورة، فيصل محمود: مرجع سبق ذكره، ص 57.

يتم في هذه السوق إجراء المعاملات التي تجري خارج مقصورة البورصة وعادة ما تتولاها بيوت وساطة وسمسرة وتمتاز بسرعة البيع والشراء وببساطة الإجراءات وكبر حجم المعاملات الأمر الذي يتطلب خبرة وكفاءة في التعامل إضافة إلى أن أسعار البيع والشراء تتحدد فيها بالتفاوض وليس بالمزاد العلني.

وتتضمن السوق غير المنظمة سوقين آخرين فرعيين هما<sup>1</sup>:

- **السوق الثالثة (Third Market):** وهي أسواق غير منظمة تقوم بعمليات البيع والشراء الكبيرة من خلال سمسرة أعضاء في الأسواق الثانوية لحساب غيرهم من المستثمرين بتكاليف منخفضة نسبياً. وتضم بيوت السمسرة والمتعاملين في الأوراق المالية المنظمة مع الاستعداد للبيع والشراء بأي كمية وفي أي وقت وعادة ما تكون الصفقات بين شركات الاستثمار نفسها.

- **السوق الرابعة (Forth Market):** وهي أسواق غير منظمة أيضاً تقوم بعمليات البيع والشراء عن طريق التعامل المباشر بين المستثمرين وليس من خلال السمسرة ويتم التعامل فيها بين المستثمرين على كافة الأوراق المالية وتمتاز بانخفاض التكاليف والبساطة في الإجراءات.

### ثانياً: - أسواق المشتقات (Derivative Markets):

تُعتبر أسواق المشتقات وليدة التطورات والتحرير المتسارع لأسواق المال العالمية والتي ظهرت نتيجة الحاجة إلى ابتكار أدوات مالية جديدة على خلاف الأدوات المالية التقليدية السائدة بغرض مواجهة المخاطر التي تكتنف المعاملات المالية من تقلب لأسعار الصرف والفوائد وبالشكل الذي يضمن نقل وتوزيع المخاطر. وقد تزايدت أهمية صناعة المشتقات المالية في العقدين الأخيرين من القرن الحالي سواء من ناحية ارتفاع حجم التعامل بها على اختلاف أنواعها أو لجهة تنوعها (والتي شملت مختلف أنواع الأوراق المالية والسلع وغيرها من الأصول) أو من حيث ازدياد عدد المشاركين في هذه الأسواق فعمدت بذلك زيادة الطلب عليها من قبل المستثمرين كونها تمثل أدوات منخفضة التكاليف لإدارة المخاطر وتحقيق المكاسب السريعة من خلال استخدامها في عمليات المضاربة.

<sup>1</sup> الهندي، منير إبراهيم: سلسلة أسواق الأوراق المالية، الأسواق الحاضرة والمستقبلية، أسواق الأوراق وأسواق العقود المستقبلية، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، المؤسسة المعرفية ABC، عمان، الأردن، ط2، 1994، ص 42.



تعطي المشتقات المالية للمستثمر الحق أو الخيار بشراء أو بيع أداة مالية معينة بتاريخ لاحق في المستقبل يتم الاتفاق عليه مسبقاً ويعود سبب تسميتها بالمشتقات كون قيمة العقد تُشتق من قيمة الأصل محل العقد والذي يُدعى بالأصل الضمني (Underlying Assets) والذي يمكن أن يمثل أصلاً مادياً ملموساً أو أداة مالية أو مؤشراً لسوق مالية أو حتى سعر فائدة وغيرها من العقود. ويمكن تصنيف عقود المشتقات إلى ما يلي:

### 1) العقود الآجلة (Forward Contracts):

تُعرّف العقود الآجلة بأنها اتفاق بين طرفين على بيع أو شراء أصل معين (ورقة مالية، بضاعة، عملة) بسعر متفق عليه على أن يتم تسليمه في تاريخ محدد مستقبلاً. وتُعتبر العقود الآجلة عقوداً ملزمة لكل من طرفي العقد ويتم إجراؤها مباشرة بينهما كما أنه لا يتم تداولها في السوق النظامية<sup>1</sup>.

### 2) العقود المستقبلية (Future Contracts):

يتم تداول العقود المستقبلية في السوق النظامية وبموجبها يتم الاتفاق على بيع أو شراء أصل محدد (ورقة مالية، سلعة معينة) بسعر محدد متفق عليه بين الطرفين على أن يتم تسليم الأصل محل العقد في وقت لاحق متفق عليه مستقبلاً.

عادةً ما يتم تداول العقود المستقبلية في السوق النظامية كما أنها تُعتبر عقوداً اختيارية بمعنى أنها قد تكون أو لا تكون ملزمة (تتمتع بحق الاختيار)<sup>2</sup>، وفي هذه الحالة يتم إيداع هامش مبدئي لدى السمسار وإجراء تسوية يومية للسعر لضمان حماية الطرفين من مخاطر عدم السداد نتيجة عدم وفاء أي من الطرفين أو كليهما بالتزاماتهم تجاه بعضهم البعض.

من جهة أخرى يمكن أن تتم العقود المستقبلية على المؤشرات (أي أن مؤشر سوق الأسهم يمثل الأصل محل العقد) والتي يتم تسوية قيمتها نقداً دون وجود تسليم فعلي ملموس للعقد كما أنها يمكن أن تتم على الخيارات والتي يكون فيها للمستثمر الخيار في بيع أو شراء عقد مستقبلي وهكذا بالنسبة لأي نوع من الأصول التي يجري التعاقد عليها.

ومن الجدير بالذكر أن العقود المستقبلية قد وُجدت للحماية من مخاطر تقلبات أسعار الفائدة وأسعار الصرف. هذا من جهة التحوط ضد مثل هذا النوع من المخاطر بينما يفضل

<sup>1</sup> M.Chisholm, Andrew: An Introduction to Capital Markets; John Wiley & Sons Ltd, UK, 2002, P404.

<sup>2</sup>M.Chisholm, Andrew: An Introduction to Capital Markets, 2002, Op cit, P405.

المضاربون استخدامها لتحقيق المكاسب السريعة والاستفادة من الفروق في الأسعار الحاضرة والمستقبلية إذا ما كانت لديهم الخبرة والكفاءة والقدرة على قراءة اتجاهات السوق بالصورة الصحيحة.

### (3) الخيارات (Options):

يعطي عقد الخيار لصاحبه الحق (وليس الالتزام) بشراء أو بيع أصل محدد (ورقة مالية أو بضاعة ما) بسعر محدد ثابت يُسمى بسعر التنفيذ (Exercise Price) على أن يتم تسليم الأصل محل العقد عند أو قبل تاريخ الاستحقاق<sup>1</sup>.

مما سبق يتبين أن الخيارات تختلف عن العقود المستقبلية بأنها تعطي لمشتري الخيار الحق ولا تلزمه بشراء أصل معين يدعى بالأصل الضمني (Underlying Asset) محل العقد من البائع الذي يُسمى محرر الخيار (Option Writer) فالبائع هنا ملزم بتنفيذ العقد على عكس المشتري. ومقابل تمتع المشتري بهذا الحق فإنه يلتزم بدفع رسم مقدم للبائع لقاء المرونة التي يتمتع بها في تنفيذه أو عدم تنفيذه للخيار ويُدعى هذا الهامش بعلاوة الخيار (Option Premium).

عادة ما تكون غرف المقاصة هي الضامن لعملية التعامل بالخيارات في السوق النظامية أما في السوق غير النظامية (OTC) فغالباً ما تتم عقود الخيارات بشكل مباشر بين الطرفين أحدهما غالباً ما يمثل المصرف أو بيوت تداول الأوراق المالية وبالتالي يتم تخصيص العقد بالشكل الذي يلبي حاجة أطراف محددة غير أنه لا يمكن أن تتم المتاجرة بها بحرية كما أنها لا تتمتع بالضمانة التي تتمتع بها غرف المقاصة وبالتالي هنالك مخاطرة تتمثل في فشل الطرف الآخر بالتزاماته.

وبغرض الحماية من المخاطر المفترضة المصاحبة للخيار يمكن للوسطاء أن يطلبوا ضمانات لحقوق أصحاب الخيارات الأمر الذي يحدُّ من حجم الصفقات المعلقة (Outstanding) مع الأطراف الأخرى في لحظة معينة من الزمن.

<sup>1</sup> M.Chisholm, Andrew: An Introduction to Capital Markets; 2002, Op cit, P418.

تجدر الإشارة إلى أن عقود الخيارات تتوزع على نوعين<sup>1</sup>:

- خيارات الشراء (Call Option) والذي يعطي لمشتري الخيار الحق بشراء أصل مالي محدد عند سعر تنفيذ معين.

- خيارات البيع (Put Option): وتعطي لصاحبها (مشتري خيار البيع) الحق ببيع أصل مالي محدد بسعر تنفيذ معين.

كما تنقسم الخيارات بين الخيار الأوروبي (European Option) الذي يتم تنفيذه بتاريخ استحقاق العقد والخيار الأمريكي (American Option) الذي يمكن أن يتم تنفيذه عند أو قبل تاريخ الاستحقاق.

#### (4) عقود المبادلة (Swaps):

وهي عقود يتفق بموجبها الطرفان على تبادل المدفوعات النقدية في مواعيد منتظمة مستقبلاً وبحيث يتم احتساب قيمة كل من الدفعتين وفق أسس مختلفة<sup>2</sup>.

بمعنى أنه يتم تحرير عقدين متزامنين الأول عقد شراء والآخر عقد بيع تكون فيه قيمة كل من العقدين متساوية غير أن تاريخ الاستحقاق مختلف كأن يتم إبرام عقدين:

العقد الأول بيع مليون جنيه استرليني مقابل مليوني دولار أمريكي (2 دولار للجنيه).

العقد الثاني يُعاد شراء الجنيه الاسترليني بسعر 2,10 دولار للجنيه (بنفس تاريخ العقد الأول) على أن يتم التسليم بعد ثلاثة شهور) وهنا يمثل الفرق بين سعر البيع والشراء قيمة علاوة عقد المبادلة أي الفرق بين السعر الفوري والآجل للعملة.

عادةً ما يتم إجراء عقود المبادلة في السوق غير النظامية (OTC) كما أنها تتم بصورة مباشرة بين طرفي العقد (أحدهما على الأقل يكون مصرفاً أو مؤسسة مالية) دون وجود طرف ثالث وسيط يلعب دور الضامن الأمر الذي يجعل كلاً من طرفي العقد معرضاً لمخاطر عدم الالتزام من الطرف المقابل مما يدفع بعض الأطراف إما إلى طلب ضمانات لتنفيذ العقد أو اللجوء إلى تغيير شروط العقد بالشكل الذي يتفق ودرء المخاطر التي يمكن أن يتعرضوا لها.

<sup>1</sup>M.Chisholm, Andrew: An Introduction to Capital Markets; 2002, Op cit, p279.

<sup>2</sup> M.Chisholm, Andrew: Introduction to Capital Markets; 2002, Op cit, P216.

هذا وتختلف عقود المبادلات في المخاطر التي تنجم عنها إلا أن غرفة لندن للمقاصة (LCH) (London Clearing House) لجأت إلى تقديم خدمة تسوية عقود المبادلات مما جعلها تلعب دور الضامن في مثل هذا النوع من المعاملات.

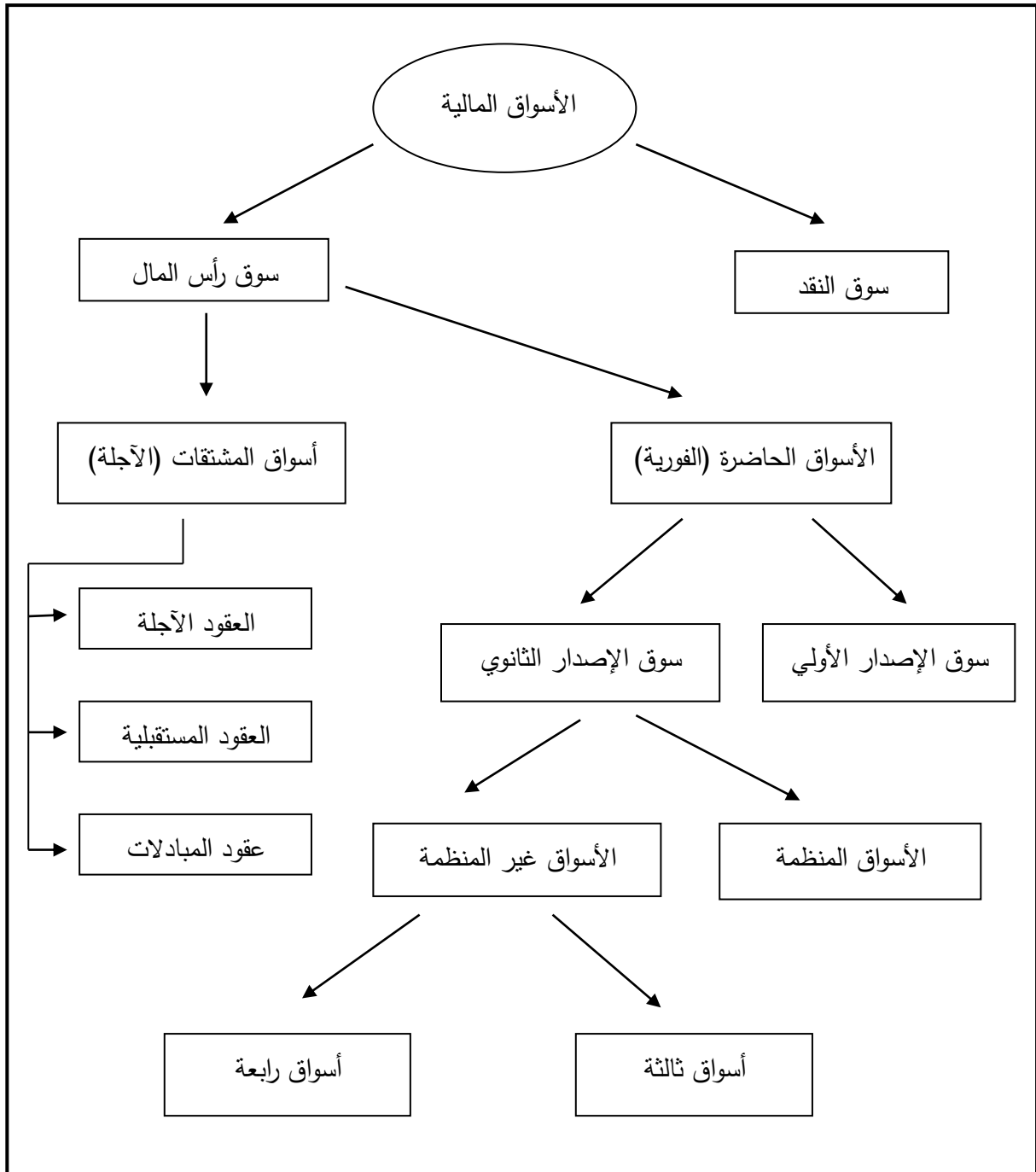
وتتم عقود المبادلات على أنواع مختلفة من الأصول فقد تتم على أسعار الفوائد (interest rate swaps) بحيث يتم الاتفاق على تبادل دفعتين نقديتين متساويتين في القيمة وفق سعرين للفائدة، الأول ثابت والثاني عائم أو متغير وفق سعر الفائدة السائد في السوق. كأن يتم ربطه بسعر الفائدة المتعامل به في سوق ما بين البنوك (معدل اللايبور).

كما أنها يمكن أن تتم على الأصول المادية الملموسة (النفط مثلاً) أو على أسعار صرف العملات (cross- currency swap) بحيث تتم مبادلة المدفوعات بين طرفين بعملتين مختلفتين بتاريخ منتظمة ويكون سعر الفائدة عليها إما ثابتاً أو متغيراً.

أخيراً يمكن القول بأن لعقود المبادلات استخدامات عديدة أهمها تجنب مخاطر تغير أسعار الصرف للعملات وخاصة عند خروج رأس المال بعملة ما للاستثمار في الخارج بعملة أجنبية أخرى فإن عقد المبادلة يجنب المستثمر مثل هذا النوع من المخاطر لدى إعادة التحويل إلى العملة الوطنية. بالإضافة إلى إمكانية استخدام البنوك المركزية هذا النوع من المعاملات لتثبيت أسعار صرف عملاتها عندما تتعرض لعمليات المضاربة من خلال قيامها بشراء عملة أجنبية مقابل بيعها عملة محلية بيعاً فورياً ومن ثم بيعها عملة أجنبية بصورة آجلة مقابل شراء عملة محلية في الوقت ذاته. إلى جانب ما يقدمه هذا النوع من العقود من إمكانية التحكم بحجم السيولة في الاقتصاد الوطني.

ويمكن تلخيص التصنيفات السابقة وفق الشكل التالي:

الشكل رقم (2.1) أنواع الأسواق المالية



المصدر: الشكل من إعداد الباحثة بالاعتماد على تصنيفات الدراسة.

## خامساً: الأدوات الاستثمارية المتداولة في سوق الأوراق المالية:

تمثل الأوراق المالية الأدوات الاستثمارية التي يتمحور حولها نشاط سوق الأوراق المالية. وتُعدُّ كل منها صكاً يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحق في امتلاك جزء من أصل معين أو الحقين معاً أي أنها تمثل مستند ملكية أو دين تُوضَّح بموجبه حقوق ومطالب المستثمر. ويمكن تصنيف الأوراق المالية وفق الأسس التالية<sup>1</sup>:

- 1- من حيث طبيعتها (ماهيتها)، تُصنّف إلى أوراق مالية تمثل ملكية (الأسهم العادية) وأوراق مالية تمثل مديونية (السندات وما شابهها)، وهنالك الأسهم الممتازة التي تُعد هجيناً (Hybrid Securities) من الأسهم العادية والسندات وإن كانت في الغالب تُصنّف لصالح الأوراق المالية التي تمثل ملكية.
- 2- من حيث الاستحقاق، تُصنّف إلى أوراق مالية قصيرة الأجل وأوراق مالية طويلة الأجل.
- 3- أما من حيث التداول، فتُصنّف الأوراق المالية على أساس السوق الذي يتم فيه التعامل بهذه الأوراق وهي (سوق النقد وسوق رأس المال) وهو من أكثر التصنيفات شيوعاً كونه يتفق مع تصنيف الأسواق المالية.

### أولاً: - أدوات الاستثمار في سوق النقد:

تُعتبر أدوات المديونية من أهم الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد ويمثل كلُّ منها وعداً بدفع مبلغ معين من المال بتاريخ محدد (غالباً في المستقبل القريب). وتتميز أدوات سوق النقد بسيولتها العالية وقابليتها للتجزئة إلى جانب مخاطرها المنخفضة وأجلها القصيرة التي لا تتعدى السنة<sup>2</sup>. أهم هذه الأدوات هي:

### • شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول ( Negotiable Certificates of Deposits ):

وتُعدُّ نوعاً من أنواع الودائع إذ تقوم فيه الشركات بإيداع مبلغ من المال لدى المصارف التجارية التي تقوم بدورها بإصدار شهادات مقابل هذه الأموال بسعر فائدة محدد ولزمن معين. تكون هذه الشهادات قابلة للتداول (بيعاً وشراءً) وبالشكل الذي يمكّن حاملها من

<sup>1</sup> د. محمد الغزالي، عيسى: تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2004، السنة الثالثة، العدد 27، ص 5.

<sup>2</sup> H.wood, John, L.wood, Norma: Financial Markets; Harcourt Brace Jovanovich, Inc, Library of Congress, USA, First Edition, 1985, P195.

الحصول على قيمتها حتى قبل تاريخ استحقاقها (مقابل التضحية بجزء من الفائدة التي تخص المدة المستوفية من الاستحقاق)<sup>1</sup>. غالباً ما يتم إصدارها لفترات استحقاق لا تتجاوز السنة الواحدة كما تتمثل الفائدة عليها بنسبة مئوية من قيمتها الاسمية المثبتة في شهادة الوديعة.

#### • القبولات المصرفية (Bankers Acceptances):

وهي عبارة عن أمر دفع قصير الأجل (كمبيالة) يجيز للمصرف (وفي ظل ظروف محددة ومقابل رسم معين) ضمان دفع قيمته لحاملها وذلك بالتصديق عليها (قبولها). وغالباً ما تُستعمل لتمويل عمليات التجارة الخارجية إذ يلجأ إليها المستورد لدفع قيمة البضاعة للمصدر عند استيراده من الخارج.

تمكن هذه الصكوك التجار الذين تكون جدارتهم الائتمانية مجهولة بالنسبة للمصدرين الدخول في المعاملات المالية دون أي مخاطر تُذكر كونها مضمونة من قبل المصارف الكبيرة وبالتالي انخفاض معدل العائد المطلوب عليها. من جهة أخرى، تُعتبر طريقة سهلة للبنوك لجذب رؤوس الأموال من قبل أولئك المستثمرين (المحليين والأجانب) المهتمين بامتلاك الأصول الآمنة القصيرة الأجل والتي تتمتع بسيولة عالية وتضمن لهم عائداً أكبر<sup>2</sup>.

#### • الأوراق التجارية (Commercial Papers):

هي تعهدات غير مضمونة بموجبات مادية (عقارات أو أي ضمان آخر) ذات آجال قصيرة تُصدر من قبل الشركات الكبيرة ذات المراكز القوية والجدارة الائتمانية العالية (غالباً وفق معدل خصم معين) ويتم بيعها إلى المتعاملين الأفراد وغيرهم من المؤسسات المالية وغير المالية<sup>3</sup>.

تبلغ أقصى مدة لاستحقاق هذه الأوراق 270 يوماً بينما أقصرها لا يتعدى يوماً واحداً كما أن معظم هذه الأوراق يتم دفع قيمتها عند الطلب في حين أن متوسط فترة استحقاق هذه الأوراق يبلغ ثلاثين يوماً.

<sup>1</sup> N.Henning, Charles; Pigott, William; Scott, Robert Haney: Financial Markets and the economy, 1988, Op cit, P11.

<sup>2</sup> H.wood, John, L.wood, Norma: Financial Markets; Harcourt Brace Jovanovich, Inc, Library of Congress, USA, First Edition, 1985, P199, P204.

<sup>3</sup> H.wood, John, L.wood, Norma: Financial Markets; 1985, Op cit, P214-215.

## • أذون الخزانة (Treasury Bills):

هي عبارة عن تعهد (التزام) قصير الأجل يتم إصدارها (دفع قيمتها) من قبل الدولة وتُعتبر من أهم أدوات السياسة النقدية لإدارة المديونية. تُباع أذونات الخزانة بمعدل خصم معين ومن خلال المزادات العلنية المُعلن عنها من قبل الدولة ويتمثل العائد الذي يحصل عليه المستثمر بالفرق بين سعر شراء السند وبين قيمته الاسمية<sup>1</sup>.

هذا ويتم تسجيل أذونات الخزانة بقيمتها الدفترية بينما لا يحصل المستثمرون على إلا على إيصال يثبت عملية الشراء. يتم إصدار هذه الأذونات إما على أساس شهري (3، 6، 9، 12) أو بالأيام (91، 182، 365) يوماً ويتم تداولها في السوق الثانوي.

كما وتُعدُّ أداة مرنة بيد الدولة للتحكم بالمديونية إذ إن زيادة قليلة أو نقصاً قليلاً في الدين الحكومي يُمكن السيطرة عليه (هندسته) بتغيير عرض هذه السندات من خلال المزادات الأسبوعية. إضافة لذلك تتمتع أذون الخزانة بسيولة عالية وبخلوها من مخاطر التخلف عن السداد كونها مضمونة من قبل الدولة إلى جانب الميزة التي تقدمها في التحكم بالعبء غير المتكافئ للعائدات من الضرائب المحصلة من الشركات والأفراد.

## • اتفاقيات إعادة الشراء (Repurchase Agreements):

تمثل اتفاقيات إعادة الشراء قرصاً قصيراً الأجل بضمانة الأوراق المالية التي يتضمنها الاتفاق دون انتقال ملكية هذه الأوراق إلى المقترض (المشتري) وغالباً ما يتم إجراؤها لمدة يوم عمل واحد وقد تطول آجالها لتصل إلى شهر. وتُعتبر المؤسسات المالية المعروفة (البنوك التجارية) سوقاً نشطة لبيع وشراء صكوك هذه الاتفاقيات مما يجعل المخاطر المصاحبة للتعامل بها ضئيلة لا تكاد تُذكر<sup>2</sup>.

ويتم عقدها وفق طريقتين فإما أن يتم بيع وإعادة شراء الأوراق المالية عند السعر نفسه مضافاً إليه معدل عائد متفق عليه مسبقاً بين الطرفين أو أن تتم إعادة شرائها بسعر أعلى من سعر البيع لدى استحقاقها (إذ يمثل الفرق ما يُسمى بالهامش لغرض الحماية من أية مخاطر قائمة مصاحبة لهذا النوع من الاتفاقيات).

<sup>1</sup>R.Brick, John, Financial Markets (instruments and concepts), Reston Publishing Company, Inc, Reston, Virginia, USA, 1981, P31,35.

<sup>2</sup>R.Brick, John, Financial Markets (instruments and concepts, USA, Op cit, 1981, P11,16,17.



- **ودائع العملات الأجنبية (سوق اليورو - دولار) (Euro- Currency Deposits):**  
 نما سوق اليورو- دولار بشكل كبير كوسيلة لفصل مفهوم العملة باعتبارها أداة من الأدوات المالية عن كونها عملة للبلد المصدر لها بحيث لا يقتصر استخدامها على ذلك البلد. وقد تنامي دور هذه الأسواق لما لها من دور في خفض التكاليف التنظيمية والرقابية المرتبطة بعمليات الوساطة المالية<sup>1</sup>.  
 تودع هذه الودائع في بنوك ومؤسسات مالية أجنبية خارج مواطنها الأصلية وفي فروع لبنوك محلية تعمل في دول أخرى. ويعمل سبب تنامي مثل هذه الأسواق للمهام التي تؤديها والتي أبرزها<sup>2</sup>:  
 1. توفير الأموال من العملات العالمية الرئيسية للشركات الكبرى وللدولة بكلفة أقل مقارنة بالقروض الممنوحة لها داخلياً.  
 2. تضاؤل أو غياب الضرائب المفروضة على مثل هكذا عملات خارج مواطنها.  
 3. المساعدة في توفير العملات الأجنبية التي تتطلبها عمليات تمويل التجارة الدولية ما بين الدول.  
 4. يفضل بعض الأفراد والمؤسسات الاحتفاظ بودائع من العملات الأجنبية من منطلق الحيطة والحذر كونها تتسم بدرجة عالية من السيولة حيث أنها توفر فرصة للمستثمرين المحليين من خلال إقراضها وتحويلها.

- **قرض فائض الاحتياطي الإلزامي (سوق ما بين البنوك):**  
 وهو عبارة عن القرض المقدم من أحد المصارف التي تتمتع بفائض من الأموال يزيد عن نسبة الاحتياطي الإلزامي لديها إلى أحد المصارف التي تعاني من عجز في تغطية تلك النسبة وبالتالي تمثل هذه القروض التزاماً (Liability) على المصرف المقترض بينما تُعتبر من جملة أصول (Assets) المصرف المُقرض. وتتراوح آجال هذه القروض بين يوم واحد وسبعة أيام<sup>3</sup>.

<sup>1</sup>R.Brick, John, Financial Markets (instruments and concepts), Reston Publishing Company, Inc, Reston, Virginia, USA, 1981, P114.

<sup>2</sup> الدعيمي، عباس كاظم، مرجع سبق ذكره، ص 158.

<sup>3</sup> الشعار، محمد نضال: أسس العمل المصرفي، دار الجندي للطباعة والنشر، حلب، سورية، الطبعة الأولى، عام 2005، ص 190.

إن الغرض الأساسي من هذه القروض هو العمل على تصحيح حالات اختلال التوازن قصيرة الأمد التي تشهدها المصارف. هذا ويتغير رصيد الأموال في المصارف على أساس يومي الأمر الذي قد يجعله يلعب دور المقرض في يوم ما ودور المقترض في يوم آخر. ويطلق على سعر الفائدة الذي يجري التعامل به في سوق هذه القروض اسم سعر الاحتياطي الإلزامي ويتبع هذا السعر للتغيرات التي تطرأ على العرض والطلب فلو كان عدد المصارف التي تتمتع بفائض من الأموال (Excess Funds) يفوق تلك التي تشكو من نقص في الأموال (Funds Shortage) عندئذ سينخفض هذا السعر والعكس صحيح.

### ثانياً: - أدوات الاستثمار في سوق رأس المال

تعتبر سوق رأس المال صلة الوصل بين وحدات الادّخار ووحدات الاستثمار من خلال عقد الصفقات طويلة الأجل وذلك من خلال تداول الأوراق المالية التي تتفق وتحقيق هذه الغاية وهي الأسهم والسندات.

#### 1. الأسهم العادية (Common Stocks):

تمثل الأسهم العادية حصصاً في الشركة تمنح بموجبها الشركة الحق لحاملها في الحصول على جزء من الإيرادات الناجمة عن ممارسة الشركة لأنشطتها والتي يتم توزيعها على شكل أرباح ويحصل كل من المساهمين الأساسيين والمساهمين الجدد (المساهمون بعملية التمويل أو المشاركون في التوسعة) على صكوك متساوية القيمة وقابلة للتداول في سوق الأوراق المالية بما يثبت ملكيتهم لهذه الأسهم<sup>1</sup>.

وبالتالي فهي تمثل أدوات ملكية متغيرة الدخل تمكّن حاملها من الحصول على دخل متغير (توزيعات الأرباح) غير أنها تتطوي على مخاطر مرتفعة مقارنةً بالسندات والأسهم الممتازة التي تمتاز بدخل ثابت ودرجة أمان أعلى. هذا ويحقّ لحملة الأسهم العادية المشاركة في اتخاذ القرارات في الشركة وانتخاب أعضائها والتصويت على قراراتها وتحديد استراتيجياتها. لكنهم غالباً ما يتحملون جزءاً فقط من التزاماتهم بمعنى أن الخسائر التي تتكبدها الشركة لا ترتب على المساهمين أية خسائر تتجاوز مقدار مساهمتهم الأولية.

<sup>1</sup>Demange, Gabrielle; Laroque, Guy: Finance and the Economics of Uncertainty, Blackwell Publishing Ltd. UK, 2006, p15.

ومن وجهة نظر المستثمر فإن للأسهم العادية أكثر من قيمة مالية يمكن إجمالها بالتالي<sup>1</sup>:

1. قيمة الإصدار (Nominal Value) (القيمة الاسمية): وهي القيمة التي يحددها عقد التأسيس ويتم إصدارها في السوق الأولية عند الاكتتاب.

2. القيمة المحاسبية (Net Value or Book Value) (القيمة الدفترية): وهي القيمة التي تحدها قائمة المركز المالي وتتمثل في قسمة حقوق المساهمين (رأس المال والاحتياطيات والأرباح المدورة) على عدد الأسهم المعلنة والمكتتب بها.

3. القيمة المتداولة (Current Value or Market Value) (القيمة السوقية): وهي القيمة التي يتم التداول بموجبها على السهم في السوق الثانوية وتعبر عن الثروة الحالية لحامل السهم في السوق.

4. القيمة العادلة أو القيمة الحقيقية (Adjusted value or Fair Value): وهي عبارة عن حاصل قسمة التدفقات النقدية المتوقعة على معدل العائد المطلوب وتعبر عن مدى قدرة السهم على تحقيق تدفقات نقدية مستقبلية.

ومن الجدير بالذكر أنه وفي الآونة الأخيرة ظهرت اتجاهات جديدة للأسهم العادية كالأسهم العادية للأقسام الإنتاجية التي تربط فيها التوزيعات بكمية الإنتاج أو قيمة الأرباح لقسم معين والأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة والتي تُخصم فيها التوزيعات من الإيرادات قبل حساب الضريبة إلى جانب الأسهم العادية المضمونة التي تعطي الحق لحاملها في العودة على الشركة المصدرة بالتعويض فيما لو تعرض سعر بيع أسهمها في السوق إلى انخفاض خلال فترة محددة.

## 2. السندات (Bonds):

السند هو عبارة عن وعد بالدفع (IOU) يلتزم مُصدره بأداء قيمته للحامل في تواريخ مستقبلية محددة متفق عليها سلفاً تزيد فترات استحقاقها عن السنة الواحدة. يتم إصدار السندات بقيمتها الاسمية المُثبتة في صك السند والتي عادةً ما تكون مساوية لقيمة القرض المبدئي يُضاف إليها معدل فائدة (كوبون) \* يمثل نسبة مئوية من قيمة السند تُدفع بصورة دورية منتظمة (سنوية، نصف سنوية، أو ربع سنوية)<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> الشواورة، فيصل محمود: مرجع سبق ذكره، ص 79.

توفر السندات الدخل الثابت والمستمر من تلك العوائد (الفائدة) إذ تكون فيها كل المبالغ المفترض دفعها وتواريخها محددة مسبقاً وبصورة ثابتة بغض النظر عن الظروف المستقبلية أو الوضع المالي للجهة المُصدرة وتبقى حالة عدم اليقين التي يمكن أن ترافقها مرتبطة بمخاطر التخلف عن السداد من قبل المدين من حيث فشله في أداء التزامه بالعقد. غير أن هذه المخاطر تختفي في حالة السندات المصدرة من قبل الشركات (Corporate Bonds) أو تلك المُصدرة من قبل الحكومات (Government Bonds) والتي يتم إصدارها لغاية تمويل العجز في الميزانية لمواجهة متطلبات الإنفاق أو لغرض التأثير في المعروض النقدي وسحب السيولة الفائضة من السوق إلى جانب اعتبارها من الأوراق المالية ذات الضمان لأصل المبلغ والفائدة والقدرة التسويقية العالية نظراً لقدرة الحكومات المصدرة لها على تحصيل الإيرادات وتسديد التزاماتها. من جهة أخرى توفر السندات ميزة الإعفاء الضريبي للمقترض كون فوائدها تُطرح من الوعاء الضريبي كما أنها تتمتع بقابلية التحويل إلى أسهم عادية وإمكانية استردادها من قبل المستثمر قبل تاريخ استحقاقها. غير أن كلاً من مخاطر تقلبات أسعار الفائدة والقيمة الشرائية لوحدة النقد إضافة إلى مخاطر الإطفاء في الوقت الذي ترتفع فيه الأسعار السوقية ومخاطر ارتفاع نسبة المديونية نتيجة لزيادة عدد الذين يتنازعون حق الحصول على الشركة وذلك في حال التصفية والإفلاس تُعتبر من أكثر المخاطر التي تتعرض لها السندات.

### 3. الأسهم الممتازة (Preferred Stocks):

تمثل الأسهم الممتازة أداة هجينة بين الأسهم العادية والسندات. فهي تشبه السندات من حيث أنها أداة دين يحق للمستثمر فيها الحصول على دخل ثابت على أساس تعاقدية (متفق عليه). كما أنه تشبه الأسهم العادية كونها تمثل أداة ملكية على اعتبار أن مدفوعات المستثمرين بها لا يتم تأديتها إليهم إلا بعد أداء التزامات دائني الشركة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>Demange, Gabrielle; Laroque, Guy: Finance and the Economics of Uncertainty, 2006, Op cit, p10-11.

\*عادة ما يتم ربط معدلات الفائدة بمعدل الفائدة السائد في السوق.

<sup>2</sup>Fabozzi, Frank.J; The Basics Of Finance, 2010, Op cit, p16.

إلا أنها تتميز بحق الأولوية في الحصول على الأرباح بغض النظر عن قرار التوزيع من عدمه وإمكانية الحصول على القيمة الاسمية عند التصفية قبل الأسهم العادية. ويمكن تقسيمها إلى الأنواع التالية<sup>1</sup>:

أ. الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح: والتي تضمن لصاحبها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة والتي لم يُعلن عن توزيعها قبل إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية.

ب. الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح: التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع نسبة ثابتة من الأرباح تتمثل بإعطاء الحق أيضاً في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة عليهم.

ت. الأسهم الممتازة القابلة للتحويل: تعطي حاملها حق التحويل إلى أسهم عادية بالسعر الاسمي إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي الأمر الذي يحقق له مكاسب رأسمالية.

ث. الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء: تعطي مُصدرها الحق في استدعائها من حاملها أي إمكانية استرجاعها وسداد قيمتها لحاملها وخصوصاً عند ارتفاع قيمتها السوقية.

#### **4. الأوراق المالية القابلة للتحويل (Convertible Securities):**

وتشمل الأوراق التي تمثل أدوات دين (السندات والأسهم الممتازة) تسمح لحاملها بتحويلها إلى أسهم عادية في ظل ظروف وشروط معينة وبمعدل تحويل محدد سلفاً<sup>2</sup>. ومن الملاحظ أن مثل هذا النوع من الأوراق يجذب المستثمر الذي يتحوط ضد المخاطر إذ إنها تضمن له الحصول على عائد ثابت بمجرد قيامه بشرائها يتمثل بمعدل الفائدة على السندات أو العائد على الأسهم الممتازة كما أنها تسمح له بالمشاركة والتمتع بالأرباح الناجمة عن نشاط الشركة مستقبلاً إذا ما رغب بتحويلها إلى أسهم عادية. إلا أنه ومقابل هذه المزايا، فإن الشركة عادة ما تقوم ببيع هذه الأوراق بقيمة أعلى من مثيلاتها ويتم حساب معدل التحويل وفق المعادلة التالية<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> الشوارورة، فيصل محمود: مرجع سبق ذكره، ص 85.

<sup>2</sup> Fabozzi, Frank.J; The Basics Of Finance, 2010, Op cit, p16.

<sup>3</sup> حنفي، عبد الغفار، قرياقص، رسمية: أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002، ص 22-23.

معدل التحويل = القيمة الاسمية للورقة القابلة للتحويل / سعر التحويل.

## 5. الكفالات أو صكوك الشراء اللاحقة (Warrants):

وهي عبارة عن صكوك تصدرها الشركة المصدرة للأسهم العادية ولا تصدر من قبل المستثمرين بغرض تحفيز المدّخرين للاستثمار في الأسهم العادية وتعطي لحاملها الحق في شراء عدد معين من الأسهم العادية خلال فترة زمنية معينة بسعر معين متفق عليه بغض النظر عن السعر السوقي ووقت التنفيذ<sup>1</sup>. وتوفر هذه الصكوك الأمان والحماية للمستثمر ضد مخاطر تغير الأسعار غير أن حاملها لا يتمتع بالحقوق التي يتمتع بها حامل السهم العادي كما أن نسبة الزيادة أو النقص في قيمتها السوقية قد تكون أكبر من نسبة الزيادة والنقص في القيمة السوقية للأسهم العادية.

### سادساً: أهم المتغيرات الاقتصادية المؤثرة على سوق الأوراق المالية:

يتمثل تأثير المتغيرات الاقتصادية على السوق المالية بالتغيرات في أسعار الأسهم والتي تتحدد القيمة السوقية لها على ضوء عدة متغيرات أهمها أداء الشركات وظروف الصناعة التي تنتمي إليها وسلوك المستثمرين فضلاً عن الظروف الاقتصادية المحلية والدولية السائدة. وأهم المتغيرات الكمية ذات العلاقة المباشرة بسلوك أسعار الأسهم هي:

#### (1) الناتج المحلي الإجمالي:

ويُعتبر من أهم المقاييس التي ترتبط ارتباطاً مباشراً بمعدل النمو لاقتصاد البلد المعني، حيث أن الإعلان عن زيادة غير متوقعة في النشاط الاقتصادي يزيد من التفاؤل بالمستقبل وبالتالي زيادة حركة التعامل بالأسهم. كما يمكن أن تتأثر أسعار الأسهم بحجم الإنتاج على المستوى القومي، فانخفاض حجم الإنتاج يؤدي إلى انخفاض ربحية المنشآت في المستقبل الأمر الذي من شأنه التأثير على مؤشر أسعار الأسهم<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> الشواربة، فيصل محمود: مرجع سبق ذكره، ص 86-87.

<sup>2</sup> ويعرّف بأنه مجموع القيم المضافة لكافة وحدات الإنتاج العاملة في فروع الإنتاج المختلفة في اقتصاد معين، أي أنه يعبر عن إجمالي القيمة السوقية للسلع والخدمات النهائية المنتجة خلال فترة زمنية معينة، وإجمالي تكوين رأس المال (الاستثمار)، وصافي الصادرات (أي فجوة الموارد).

## (2) السيولة المحلية:

تتكون السيولة المحلية من المعروض النقدي وأشباه النقود. وتؤدي الزيادة فيها إلى تحسن في مستوى أداء الاقتصاد وذلك على أساس أن زيادة السيولة النقدية ستؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة الأمر الذي يشجع على الاستثمار ومن ثم زيادة الإنتاج والتي تنعكس على مستوى الطلب على المنتجات. ونظراً للتأثير الإيجابي على أرباح الشركات فإنه يمكن القول بأن زيادة السيولة المحلية تؤدي إلى ارتفاع مستوى أسعار الأسهم.

من جهة أخرى، لزيادة السيولة المحلية أثر سلبي في احتمال حدوث التضخم يؤدي إلى زيادة العائد الذي يطلبه المستثمرون على استثماراتهم<sup>1</sup>. كما يتمثل الأثر السلبي لهذه الزيادة بأن يذهب جزء منها على شكل إصدارات جديدة من الأسهم والسندات مما يعني امتصاص السيولة وانخفاض أسعار الأسهم<sup>2</sup>.

## (3) الائتمان المحلي:

يعبر عن إجمالي القروض الممنوحة من الجهاز المصرفي للقطاعات المختلفة. إن وجود معدلات مرتفعة من الائتمان المصرفي يعني أن هناك قوى توسعية للاقتصاد القومي من شأنها أن تتناسب مع الطاقة الإنتاجية للمجتمع والذي لا يتأتى إلا بزيادة مقابلة في عمليات الاستثمار ومنها استثمارات الأوراق المالية.

## (4) سعر الفائدة:

بشكل عام يزيد ارتفاع سعر الفائدة من الضغوط التي تؤدي إلى هبوط أسعار الأسهم والعكس صحيح. حيث أن اتباع سياسة نقدية انكماشية (انخفاض عرض النقود) من شأنه أن يرفع من تكلفة رأس المال ويحد من الطلب على الاستثمار في قطاع الإنتاج إضافة إلى إضعاف طلب القطاع العائلي واستثماراته<sup>3</sup>. أما في حالة انخفاض سعر الفائدة فيمكن الحصول على التسهيلات الائتمانية لتمويل عمليات المتاجرة بالأسهم مما يشجع على الاستثمار بصفة عامة والاستثمار في الأوراق المالية بصفة خاصة الأمر الذي ينجم عنه ارتفاع في أسعار الأسهم.

<sup>1</sup> سلام، عماد صالح: إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، أبوظبي، عام 2002، ص 400-401.

<sup>2</sup> الزعبي، بشير: تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان خلال الفترة (1978-1998)، مجلة دراسات العلوم الإدارية، مجلد 27، عدد 2، عام 2002، ص 324.

<sup>3</sup> علي توفيق صادق وآخرون: السياسات النقدية في البلدان العربية: النظرية والتطبيق "بحث مقدم إلى حلقة عمل عن السياسات النقدية في الدول العربية، سلسلة بحوث ومناقشات حلقات العمل، صندوق النقد العربي، أبوظبي، عام 1996، العدد 2، ص 60.

## (5) سعر الصرف:

إن ارتفاع سعر الصرف يدفع الأفراد للتخلص من مدخراتهم واستبدالها بالأسهم مما يزيد من الطلب عليها ويرفع من أسعارها. كما أن المستثمر قد يستبدل العملة الوطنية بالأجنبية من خلال الاستغناء عن مقتنياته من الأوراق المالية ببيعها مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها<sup>1</sup>. يؤثر التغير في سعر الصرف على حجم التجارة الخارجية والميزان الجاري في ميزان المدفوعات وكذلك على الاستثمار الخارجي وتدفق رؤوس الأموال. ويعمل من خلال سعر الفائدة. إذ إن انخفاض عرض النقود يرفع من سعر الفائدة المحلي بالنسبة للخارج مما يستقطب رأس المال الأجنبي ويرفع من الطلب على العملة المحلية مما يزيد من قيمتها الأمر الذي يؤثر سلباً على الصادرات ووضعه ميزان المدفوعات<sup>2</sup>. تنعكس هذه التطورات في انخفاض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي وركود الاقتصاد المحلي والذي يعني انخفاض ربحية المنشآت وبالتالي انخفاض أسعار أسهمها في السوق المالية.

## (6) معدل التضخم (الرقم القياسي للأسعار):

تنعكس الآثار السلبية للتضخم - والمتمثل بارتفاع في المستوى العام للأسعار - على القوة الشرائية لوحدة النقد. في مثل هذه الحالات تتعرض الاستثمارات طويلة الأجل ذات الدخل الثابت أكثر من الأسهم لما يعرف بمخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد. حيث أن المستثمر يتعرض لاحتمال تناقص كل من القيمة الحقيقية للأصل ومعدل العائد عليه بفعل تصاعد معدلات التضخم على عكس الأسهم<sup>3</sup> ويكون ذلك نتيجة طول فترة الاستحقاق الزمني لهذه الاستثمارات مقارنة بالأسهم والتي تفقد صفة الثبات في معدل التدفق النقدي المتوقع منها مع مرور الزمن.

## (7) الدين العام

ينشأ الدين العام نتيجة تمويل عجز الميزانية بالاقتراض الحكومي سواء من السوق المحلية أو من الخارج (المؤسسات الإقليمية والدولية). ويعتبر الاقتراض من الخارج مصدراً مهماً

<sup>1</sup> Shaun K.Raoche & Mathew D.Merrih, Currency Risk Permian in Global Risk Markets, IMF, working Paper, 2006, P2.

<sup>2</sup> سلام، عماد صالح، مرجع سبق ذكره، ص 403-404.

<sup>3</sup> البكري، أنس، صافي، وليد: الأسواق المالية والدولية؛ دار المستقبل، الأردن، عمان، ط1، عام 2002، ص 191-192.



لتمويل الاقتصاد إلا أن خدمة الدين العام تشكل عبئاً عليه. وبالتالي فإن عدم تراكم الديون الخارجية يعني أداءً جيداً للاقتصاد وما يعنيه ذلك من وضع جيد لميزان المدفوعات مما يشجع الاستثمار ويعزز الثقة بأسواق الأوراق المالية ومن ثم التأثير الإيجابي على أسعار الأسهم.

## (8) الموازنة العامة:

تعدّ الموازنة العامة جوهر السياسة المالية للدولة بما تتضمنه من تقديرات للنفقات والإيرادات. وتساعد النفقات الحكومية على تنشيط الاقتصاد وزيادة الطلب غير أن التوسع في حجم الإنفاق قد يؤدي إلى عجز الموازنة في المستقبل. وهنا لابد من الإشارة إلى أن طريقة تمويل العجز لها أثر على النمو الاقتصادي، فمثلاً عند اللجوء إلى تمويله بإصدار أدوات الخزينة والسندات الحكومية فإن الدين العام المحلي يرتفع وتنشط الأسواق المالية بهذه الأدوات هذا من جهة<sup>1</sup>. من جهة أخرى، فإن تخفيض الإنفاق قد يحمل في طياته انخفاضاً في إيرادات وأرباح الشركات الأمر الذي يعني انخفاضاً في أسعار أسهمها بشكل عام.

## (9) ميزان المدفوعات:

إن الاختلال في ميزان المدفوعات من شأنه أن يؤدي إلى ضعف الاقتصاد أمام العالم الخارجي وانخفاض الاحتياطيات الرسمية والقابلية الكبيرة للتأثر بالصدمات الخارجية. الأمر الذي يؤدي إلى زعزعة الثقة بالاستثمارات بصفة عامة والاستثمار في الأوراق المالية بصفة خاصة ومن ثم التأثير السلبي على أسعار الأسهم.

## (10) الزمن:

يظهر عامل الزمن في العلاقات الاقتصادية للتعبير عن العوامل التي تتغير بصفة مستمرة ومنتظمة والتي لا يمكن قياسها كمياً ومن شأنها أن تؤثر في أسعار الأسهم. كالوعي الادخاري والاستثماري وتحسين كفاءة أسواق الأوراق المالية والتقدم الفني والتكنولوجي لها والابتكارات المالية إلى جانب التطورات التشريعية وفلسفة القائمين على العمل في البورصات وهيئات أسواق المال وغيرها من العوامل.

<sup>1</sup> السيد الطيبي، البورصات وتدعيم الاقتصاد الوطني، كتاب الأهرام الاقتصادي، القاهرة، عام 1992، عدد 57، ص 71.

## المبحث الثاني: أهم مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية وطرق بنائها

عمد هذا المبحث إلى الحديث عن المداخل الشائعة في تحليل الأسواق المالية والتعرف على اتجاهات أدائها ممثلة بمؤشراتها إضافة إلى الوقوف على طرق بناء هذه المؤشرات كما يلي:

### أولاً: مداخل تحليل سوق الأوراق المالية:

تمثل مداخل التحليل نظاماً يحتوي على تقنيات تشخيص وتقييم للأوراق المالية المستهدفة إضافة إلى أساليب متعددة لدراسة حركة الأسعار بغرض معرفة واكتشاف نمط معين تسلكه في المستقبل القريب وبالشكل الذي يمكن المستثمر من فحص البدائل الاستثمارية المتاحة وبالتالي اتخاذ القرارات المتعلقة بحيازته أو عدم حيازته للأوراق المالية والوقوف على القيمة الحقيقية لها، واكتشاف فرص تحقيق الأرباح في السوق بشكل عام.

ضمن هذا السياق، يوجد مدخلان شائعان لتحليل الأوراق المالية، وهما:

### 1-1. التحليل الأساسي (التحليل الشامل) (Fundamental analysis):

يهدف أصحاب هذا المدخل الوصول إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية المستهدفة والتي تتحدد وفقاً للعوامل الأساسية الناتجة عن خصوصيات الشركة المصدرة للورقة المالية والقطاع والمحيط الاقتصادي اللذان تنشط فيهما وتأثير ذلك على تدفقاتها المستقبلية وعلى معدل العائد والمخاطرة المرتبطة بها<sup>1</sup>.

ويبدأ التحليل الأساسي بتحليل مؤشرات الاقتصاد الكلي بما في ذلك فحص الناتج المحلي الإجمالي (معدل النمو) ومعدلات الفائدة والتضخم (مؤشر أسعار المستهلك CPI) ومعدل البطالة وسعر صرف العملة إلى جانب عرض النقود والسيولة (السياسات النقدية) والاحتياجات من القطع الأجنبي والإنتاجية<sup>2</sup>؛ هذا بالإضافة إلى سياسات الدولة المالية (الإنفاق الحكومي والضرائب).

<sup>1</sup> سويسبي، هوراي: أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر 2007، عدد 5، ص 109.

<sup>2</sup> Macdonald, Marilyn: Simplified Forex (chapter 4, Fundamental analysis V.S. Technical analysis), Marketplace Books, Colombia MD, 2007, P20.

كل ذلك من شأنه أن يساهم في معرفة أثر تلك المؤشرات والسياسات على الاستثمارات المختلفة وبالتالي على المبيعات وأرباح الشركات ودخول الأفراد والذي من شأنه أن يؤثر على خيارات المستثمرين في بورصة الأوراق المالية<sup>1</sup>.

بعد الانتهاء من التحليل الكلي للاقتصاد، فإنه لا بد للمستثمر أو المحلل أن يتجه عمودياً نحو التحليل القطاعي (section analysis) لتحديد القطاع الذي ينوي الاستثمار فيه (صناعة، تجارة، زراعة) لكون درجة تأثر هذه القطاعات بالعوامل الاقتصادية متفاوتة وتختلف من قطاع لآخر خاصة من جانب العائد والمخاطرة والتي تعد بالنسبة للمستثمر من أهم مؤشرات الأداء الاقتصادي في أي قطاع. يلي ذلك الاتجاه نحو التحليل أفقياً داخل كل قطاع (أي مكوناته) (Unit Analysis) والمتمثلة في الشركات القائمة فيه لتصنيفها حسب قدرتها على النمو في المبيعات والأرباح<sup>2</sup>. وهنا لا بد من التمييز بين السهم والشركة، كون الهدف الدائم للمستثمر في نهاية المطاف تحقيق أعلى عائد بأقل مخاطرة (على أسهمه) والعكس. ولا يمكن تحقيق ذلك دون التعرف على طبيعة ونوع الشركة وتقدير القيمة الحقيقية للسهم ومقارنتها مع القيمة السوقية له لاتخاذ القرار المناسب وذلك من خلال تحليل القوائم المالية واستخدام نماذج الاقتصاد القياسي مع أخذ درجة كفاءة السوق بعين الاعتبار.

## 1-2. التحليل الفني (التحليل الجزئي) (Technical analysis):

يقوم التحليل الفني على دراسة حركة الأسعار وأحجام التداول في السوق المالي (في الماضي) بغرض التنبؤ بما ستكون عليه تغيرات الأسعار في المستقبل وذلك خلال فترة زمنية معينة مما يساعد المستثمر على اتخاذ القرار المناسب<sup>3</sup>.

ويعتمد هذا النوع من التحليل على ثلاث فرضيات أساسية<sup>4</sup>:

1. السوق يختصر كل شيء.

2. تتحرك الأسعار وفق اتجاهات معينة.

<sup>1</sup> الشوواورة، فيصل محمود: مرجع سبق ذكره، ص 64.

<sup>2</sup> الشوواورة، فيصل محمود: مرجع سبق ذكره، ص 68.

<sup>3</sup>Fabozzi, Frank.J; Handbook of Finance, Financial Instruments and Financial Markets, John Wiley & Sons, Inc. New Jersey, USA, First Edition, 2008, P56.

<sup>4</sup> J.Murphy, John; Technical analysis of the financial markets, Institute of finance, New York, USA, 1999, chapter 1, P(2-3-4).

### 3. التاريخ يعيد نفسه.

تقوم الفرضية الأولى على الفكرة القائلة بأن تغيرات السعر (القيمة السوقية للسهم) تعكس التغيرات في العرض والطلب في السوق. فإذا تجاوز الطلب مقدار العرض فلا بد للأسعار أن ترتفع والعكس صحيح. هذا وتفترض الثانية بأن أسعار الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاه معين ولفترة طويلة من الزمن كما أن تتبع اتجاهاتها يُمكن من التداول في السوق بناء عليها. بينما تربط الفرضية الثالثة بين التحليل الفني وطبيعة المستثمر (الحالة النفسية للمستثمر وتوقعاته) إذ إن بيانات السوق التي كانت سائدة خلال فترة ماضية (سواء كانت مضاربة أو متحفظة) تعطي صورة عن سيكولوجية السوق والتي يفترض أنها ستستمر في المستقبل<sup>1</sup>، بمعنى أن المستقبل ما هو إلا تكرار للماضي إذ إن المستثمر غالباً ما سيتبع التصرفات والقرارات ذاتها التي قام باتخاذها في الماضي إذا ما اتخذت الأسعار في السوق السلوك نفسه في فترات لاحقة.

ولغرض القيام بالتحليل الفني، يستعمل الفنيون عدة أساليب من أقدمها نظرية "داو" ونظرية "إليوت"<sup>2</sup>، هذا بالإضافة إلى أساليب أخرى كالخرائط و المؤشرات<sup>3</sup>.

1. الرسوم البيانية (الخرائط) (Charts): تفيد هذه الخرائط في نقل المعلومات والمؤشرات التي تمكن من تتبع سلوك الأسعار في الماضي وبالتالي تحديد أوقات الارتفاع والانخفاض فيها ومدتها. ولهذه الخرائط عدة أنواع كخرائط الأعمدة والنقاط (نقاط الدعم والمقاومة) والشموع اليابانية حيث يستعمل كل نوع للغرض الذي يحاول المحلل الوصول إليه.

2. المؤشرات كالمتوسط المتحرك الذي يقوم على حساب المتوسط لسعر السهم لفترة كافية بحيث تُمكن من الحكم على اتجاه حركة الأسعار في المدى الطويل وبالتالي تحديد الوقت المناسب لاتخاذ القرار، إضافة إلى مؤشر القوة النسبية (RSI) والذي يقوم على

<sup>1</sup> يقصد بسيكولوجية السوق الآراء التي تُبنى من قبل المستثمرين في السوق حول سعر سهم معين وليس بناء على قيمته الفعلية.  
<sup>2</sup> ترتبط نظرية داو بـ "شارلز هنري داو" والذي يرتبط اسمه بمؤشر داو جونز للصناعة وقدم عدة تحليلات لحركة أسعار الأسهم وتنبأ في هذه النظرية بأزمة الكساد الكبير التي حدثت في الثلاثينيات، بينما ارتبطت نظرية إليوت برالف نيلسون إليوت الذي بناها اعتماداً على وصفه لحركة أسواق الأسهم ولاحظ بأنها تسير وفق 11 نموذجاً وبصورة دورية وكل نموذج منها يسمى موجة وعندما تكتمل الموجات نحصل على ما يسمى بالدورة.  
<sup>3</sup> الهندي، منير إبراهيم: الأوراق المالية وأسواق رأس المال؛ منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002، ص 427-428.

احتساب متوسط العائد على الأسهم ليتم تصنيف الأسهم ذات متوسط العائد المرتفع على أنها تتمتع بقوة نسبية<sup>1</sup>.

مما سبق، نجد بأن التحليل الأساسي يعتمد على دراسة العوامل الأساسية والخفية التي تؤثر على قيمة الورقة المالية وبالتالي نجده يوافق نظرية الاستثمار في تقييمها (إذ يتم استعمال نموذج خصم التدفقات (التوزيعات) أو مضاعف الربح (PER) الأمر الذي يجعله يتبع منهجاً سليماً وواضحاً في عملية التقييم. ويلتقي مع التحليل الفني من حيث أن القيمة السوقية تتحدد وفقاً لقوى العرض والطلب المحكومة بالعوامل الاقتصادية وتوقعات المستثمرين؛ غير أنه من وجهة نظر المحللين الأساسيين، فإنه ليس شرطاً أن تتحرك الأسعار في المستقبل باتجاه عام ولفترة من الزمن. وبالتالي يتعذر النظر إلى أي تغييرات تطرأ عليه من خلال رد فعل السوق تجاه هذه التغييرات.

بالمقابل يعتمد المحلل الفني على مرحلية وتدرج تطور سعر السهم وفقاً للمعلومات التاريخية الواردة إليه لكن إذا ما كان السوق يتمتع بدرجة من الكفاءة فإن ذلك سوف يؤدي إلى إخفاقه في توقعاته المستقبلية (كون السعر يعكس المعلومات الواردة حالياً وليس المعلومات التاريخية). كما أن صحة النتائج تعتمد على قدرة وخبرة المحلل ومدى إلمامه بتصرفات غالبية المتعاملين في السوق من حيث مستوى الرشد أو الحكمة التي يتمتعون بها، فإن كانت تصرفاتهم رشيدة فعندها ينصحون بالبيع عند أعلى نقطة وبالشراء عند أدنى نقطة على منحنى التقلبات السعرية والعكس صحيح (في حال كانت تصرفاتهم غير رشيدة).

وخلاصة القول أنه وللحرص على ضمان سلامة قرار الاستثمار الكفء في الأوراق المالية، فلا بد من الأخذ بالاتجاهين معاً على اعتبار أن كلاهما يكمل الآخر. إذ إن التحليل الأساسي يفيد في اختيار الأوراق المالية الجذابة في المستقبل على المدى المتوسط ليأتي دور التحليل الفني لاختيار الوقت المناسب لشراء تلك الأوراق التي وقع الاختيار عليها.

<sup>1</sup> هناك بعض الأسهم التي ترتفع أسعارها بحدة وسرعة استجابة لارتفاع السوق، بينما تستجيب ببطء للانخفاض في السوق وبالتالي فهي تتمتع بقوة نسبية ويمكن اكتشاف ذلك من خلال حساب مؤشر القوة النسبية لها.

ثانياً: مفهوم مؤشرات سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالحالة الاقتصادية:

## 2-1. مفهوم المؤشر:

يُعتبر المؤشر قيمةً عدديةً يُقاس بها التغيير في الأسواق المالية ويعبر عنه كنسبة مئوية للتغيير عند لحظة زمنية بعينها مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء<sup>1</sup>.

وبالتالي فإن مؤشر سوق الأوراق المالية يقيس مستوى الأسعار في السوق إذ إنه يقوم على عينة من أسهم المنشآت التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كليهما وغالباً ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي يكون عليها سوق رأس المال والتي يستهدف المؤشر قياسها.

## 2-2. أهمية المؤشرات:

يُعتبر المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق ككل مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة إذ يمكّن من التنبؤ بالحالة الاقتصادية المستقبلية لها. كما أن لمؤشرات الأسواق المالية استخدامات عديدة تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال وفي طليعة تلك الاستخدامات ما يلي<sup>2</sup>:

1. إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة. حيث أنه يمكن المستثمر من المقارنة بين التغيير في عائد محفظة أوراقه المالية مع التغيير الذي طرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة التنوع.

2. الحكم على أداء المدراء المحترفين. فوفقاً لفكر التنوع الساذج (Naïve diversification)، يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة من الأوراق المالية المختارة عشوائياً أن يحقق عائداً يعادل تقريباً عائد السوق (متوسط معدل العائد على الأوراق المتداولة في السوق) الذي يعكسه المؤشر. وهذا يعني بأن المدير المحترف الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يتوقع منه أن يحقق عائداً أعلى من متوسط عائد السوق.

3. التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق. إذا ما تمكن المحلل من معرفة طبيعة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (التحليل الأساسي) إلى

<sup>1</sup> حسين، عصام: مؤجع سبق ذكره، ص 35.

<sup>2</sup> عبد القادر، السيد متولي، مرجع سبق ذكره، ص 195.

جانب إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق. كل ذلك من شأنه أن يمكن المستثمر من الكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ على المؤشر وبالتالي التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق.

4. تقدير مخاطر المحفظة. إذ يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية (Systematic Risk) لمحفظة الأوراق المالية والتي تتمثل بالعلاقة بين معدل العائد على الأصول الخطرة (Risky Assets) ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من الأصول الخطرة.

### 2-3. مراحل بناء المؤشرات:

تقوم عملية بناء مؤشرات أسواق الأوراق المالية على ثلاثة أركان أساسية على الرغم من اختلاف طرق احتسابها وبنائها هي<sup>1</sup>:

أ. ملائمة العينة: والمقصود بالعينة مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر إذ ينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب وهي الحجم والانتساع والمصدر. فبالنسبة للحجم فإن القاعدة العامة تقول بأنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان أكثر صدقاً وتمثيلاً للواقع. أما الانتساع فيعني مدى تغطية العينة المختارة لمختلف القطاعات في السوق. في حين أنه يُقصد بالمصدر مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي تُبنى عليها العينة وهي السوق المالية.

ب. تحديد الوزن النسبي (القيمة النسبية) للسهم الواحد داخل العينة المكونة للمؤشر. ويمكن تحديده إما على أساس السعر وذلك بنسب سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم الأخرى أو بإعطاء أوزان متساوية أو على أساس القيمة<sup>2</sup>.

ت. إجراءات حساب قيمة المؤشر: فهناك مؤشرات تُحسب على أساس الأرقام القياسية أو على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر.

<sup>1</sup> الخضر، حسان: تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط الكويت، 2004، عدد 27، ص 7.  
<sup>2</sup> المقصود بالأوزان المتساوية إعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر، بينما يعني مدخل القيمة إعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر.

## ثالثاً: مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية:

اتفق الاقتصاديون على وجود عدة معايير (مؤشرات) لقياس أداء السوق المالية والتي تعكس في نهاية المطاف مدى تطور السوق ونضجها وتحقيقها لأهدافها. ومن أهم هذه المؤشرات ما يلي:

### (1) المؤشر العام لأسعار الأسهم (Stock Price Index):

يكتسب المؤشر العام لأسعار الأسهم أهمية كبيرة كونه يساعد المستثمرين على تحديد قراراتهم الاستثمارية من خلال تتبعه في السوق المالية كما أنه يساهم في توجيههم نحو الأسواق الأكثر كفاءة واستقراراً على اعتباره مؤشراً إحصائياً يتكون من معدل أسعار مجموعة من الأسهم التي تستخدم كمقياس للحركة العامة للسوق.

### (2) حجم السوق:

غالباً ما يتم التعبير عن حجم السوق المالي بمؤشرين أساسيين وهما:

#### ➤ القيمة السوقية (معدل رسملة السوق):

تمثل القيمة السوقية للسهم السعر الذي يكون المشترون مستعدين لدفعه ويشير مؤشر القيمة السوقية إلى مجموع قيمة أسهم الشركات المدرجة في السوق المالية والتي يتم حسابها من خلال ضرب عدد الأسهم المدرجة في السوق بمتوسط أسعارها<sup>1</sup>. وتُعرف أيضاً بمعدل رسملة السوق والذي يتم حسابه بنسبة القيمة السوقية لإجمالي الأسهم المدرجة في السوق المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي. وتدلُّ هذه العلاقة على مستوى نشاط السوق فكلمة تطور الاقتصاد (مقاساً بالدخل أو الناتج) فإن ذلك يدل على تطور أكبر في السوق المالي<sup>2</sup>.

ويمكن أن تُعزى الزيادة في القيمة السوقية إلى عدة عوامل كدرجة تطور السوق وما يعنيه ذلك من إدخال الأدوات المالية الحديثة مما يساهم في زيادة عدد الأسهم المدرجة وبالتالي زيادة القيمة السوقية لها. كما أن تمتع السوق بالشفافية والاستقرار وزيادة التحرر

<sup>1</sup>Fabozzi, Frank.J; The Basics Of Finance 2010, Op cit, p97.

<sup>2</sup>Fabozzi, Frank.J; Handbook of Finance, Financial Instruments and Financial Markets, ,2008, Op cit, P166.



المالي إلى جانب الثورة التكنولوجية والابتكارات الالكترونية تعدُّ من عوامل ارتفاع مؤشرات السوق وبالتالي زيادة القيمة السوقية لها<sup>1</sup>.

### ➤ مؤشر عدد الشركات (Number of Companies):

ويُقصد به عدد الشركات المقيدة التي يتم تداول أوراقها في سوق الأوراق المالية ويُستخدم هذا المؤشر للدلالة على حجم السوق إلى جانب مؤشر القيمة السوقية. وتشير الزيادة في هذا المؤشر إلى تطور السوق المالية في البلد المعني، غير أن هذا المؤشر قد يفقد دلالاته إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية (السابق ذكره) فقد يكون عدد الشركات المقيدة في السوق كبيراً لكن إجمالي القيمة السوقية لأسهمها صغيرة.

### (3) سيولة السوق:

يُقصد بسيولة السوق سهولة التسويق. أي إمكانية شراء أو بيع الورقة المالية بسرعة وبسعر قريب جداً من السعر الذي أُبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة على فرض عدم ورود معلومات جديدة<sup>2</sup>. ويمكن التعبير عنها بمؤشرين أساسيين هما:

### ➤ مؤشر حجم التداول (TV) (Trade Volume):

يمثل حجم التداول عدد صفقات (عقود) بيع أو شراء الأوراق المالية التي تتم خلال فترة معينة من الزمن وغالباً ما يمثل مجموع الصفقات خلال يوم تداول واحد أو خلال أسبوع من التداول.

### ➤ معدل دوران الأسهم (Share Turnover Ratio):

يمثل معدل دوران الأسهم نسبة إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال فترة زمنية معينة على متوسط رسملة السوق (القيمة السوقية) للفترة ذاتها. ويمكن حساب متوسط رسملة السوق للفترة من خلال حساب المتوسط للرسملة لكل من الفترة الحالية والسابقة (بحيث يتم أخذ القيمة في نهاية الفترة)<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> حسب الله محمد، أميرة: محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة العربية (دراسة مقارنة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 65.

<sup>2</sup> الهندي، منير إبراهيم؛ الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص 525.

<sup>3</sup> World Bank website(<http://www.worldbank.org/indicators>) Standard & Poor's, Global Stock Markets Factbook and supplemental S&P data. Catalog Sources World Development Indicators.

ويُعتبر معدل دوران الأسهم مؤشراً على سيولة السوق وعلى مقدار تكاليف المعاملات فيه إذ إن معدل دوران مرتفع للأسهم يعني تكاليف معاملات منخفضة والعكس صحيح. كما أن هذه النسبة تُعتبر مكملة لنسبة قيمة الأسهم المتداولة في السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي (GDP) كون معدل الدوران يرتبط بحجم السوق المالية وبنسبة الأسهم المتداولة.

من جهة أخرى فإن السوق المالية الصغيرة التي تتميز بسيولتها يكون معدل دوران الأسهم فيها مرتفعاً غير أن نسبة قيمة أسهمها المتداولة تكون منخفضة.

#### 4) درجة التركيز:

يُقصد بدرجة تركيز التداول ما إذا كان حجم التداول مركزاً في عدد محدد من الشركات المقيدة في السوق المالية أو موزعاً على عدد كبير فيها. ويمكن حساب درجة التركيز من خلال حساب نصيب أكبر عشر شركات من إجمالي رأس المال السوقي وإجمالي قيمة التداول<sup>1</sup>.

#### رابعاً: أساليب بناء المؤشرات:

اختلفت الطرق والأساليب المتبعة في بناء مؤشرات سوق الأوراق المالية وتم التطرق إلى أكثر الأساليب الشائعة في بنائها فيما يلي:

#### أولاً: المؤشرات المبنية على أساس السعر الموزون (Price Weighted Index)

ويتم احتساب قيمة المؤشر وفق هذه الطريقة من خلال جمع أسعار الأسهم المتداولة في السوق للمؤشر المراد حسابه ومن ثم قسمة مجموع أسعار الأسهم على عددها<sup>2</sup> (ويطلق على عدد الأسهم في هذه الحالة اسم المقسوم عليه\*).

فإذا افترضنا بأن مؤشر موزون السعر يتضمن ثلاثة أسهم ظهرت أسعارها في اليوم الأول كالتالي (الشركة/ A، B، C) والأسعار (160، 80، 20) على التوالي فعندها تكون قيمة المؤشر في اليوم الأول (يوم الأساس) هي  $86,67 = 3 / (20 + 80 + 160)$ .

<sup>1</sup> حسب الله محمد، أميرة، مرجع سبق ذكره، ص 67.

<sup>2</sup> الحناوي، محمد صالح، العبد، جلال إبراهيم: بورصة الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)، الدار الجامعية، الاسكندرية، عام 2005، ص 257.

\* قد يختلف المقسوم عليه ممثلاً بعدد الأسهم تبعاً لحالتين وهما إما عندما يحصل تغير (ارتفاع أو انخفاض) في أسعار الأسهم المكونة للمؤشر المراد حسابه، أو عندما تقوم الشركة باشتقاق الأسهم (كأن تقوم باشتقاق السهم A المساوية قيمته 176 مثلاً إلى سهمين بنفس القيمة كل منها 88 وحدة نقدية).

وعلى افتراض أن سعر السهم A قد ارتفع بنسبة 10% (بافتراض ثبات أسعار الأسهم الأخرى) في اليوم التالي، فإن سعره سيصبح 176 بدلاً من 160  $(160 \times 1.10\%)$ ، وبالتعويض ستصبح قيمة المؤشر 92.

وبالتالي فإن عائد السوق في اليوم الثاني مقارنة مع اليوم الأول:

$$= \text{قيمة المؤشر في اليوم الثاني} - \text{قيمة المؤشر في اليوم الأول} / \text{قيمة المؤشر في اليوم الأول (الأساس)} = 0.061$$

ومما يعاب على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشراً على أهمية المنشأة أو حجمها. يُضاف إلى ذلك أنه قد يحدث خلل في المؤشر في حالة الاشتقاق الأمر الذي يتسبب في انخفاض وزن السهم داخل المجموعة نتيجة انخفاض سعره.

ومن المؤشرات المحسوبة على أساس السعر: مؤشر داوجونز Dow Jones ونيكاي وNikkei 250.

ثانياً: المؤشرات المبنية على أساس القيمة (المتوسط المرجح للقيمة السوقية) (Value-Weighted Index)

يتم احتساب هذا المؤشر على أساس القيمة المرجحة للشركات الداخلة في المؤشر باتباع الخطوات التالية<sup>1</sup>:

أ. إيجاد القيمة السوقية (القيمة السوقية = عدد الأسهم المتبادلة × سعر السهم).

ب. إيجاد الوزن لكل سهم (وزن السهم = القيمة السوقية للسهم / القيمة السوقية الكلية للأسهم).

ت. احتساب قيمة المؤشر على أساس القيمة =

$$\frac{((\text{أسعار الأسهم} \times \text{أوزانها}) \text{ في اليوم المعين})}{((\text{أسعار الأسهم} \times \text{أوزانها}) \text{ في اليوم الأول (الأساس)})}$$

<sup>1</sup> الشبلي، محمد إبراهيم، الشبلي، طارق إبراهيم، مرجع سبق ذكره، ص 152-154-155.

ومن الملاحظ لدى حساب المؤشر بهذه الطريقة أنه عندما تتغير أسعار الأسهم فإن التغير في المؤشر يكون لصالح السهم ذو القيمة السوقية الأعلى. كما ويُعتبر هذا المؤشر أكثر شمولية من المؤشرات المبنية على أساس الأسعار ولا يحتاج إلى تعديل عند إجراء التوزيعات بالأسهم إذ إنه يعتمد على القيمة السوقية للشركات المكونة له.

### ثالثاً: المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية (Equally- Weighted Index)

يعتمد حساب هذا المؤشر على افتراض استثمار مبالغ متساوية في الأسهم التي يتكون منها هذا المؤشر عند بداية تكوينه. وبالتالي فإنه يعزل فكرة التحيز للأسعار كما هو الحال في المؤشر المبني على الأسعار ومن ثم فإن التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر (الأوزان المتساوية) تعكس اتجاهها حقيقياً للتغيرات الحادثة في مجموعة الأسهم التي يتكون منها السوق. ويمكن حساب هذا المؤشر باتباع الخطوات التالية<sup>1</sup>:

- أ. تحديد وزن نسبي يساوي واحداً للسهم (أو الأسهم صاحبة أقل سعر).
- ب. تحديد الوزن النسبي لأي سهم آخر يتكون منه المؤشر باستخدام المعادلة التالية:  
الوزن النسبي = قيمة السهم صاحب أقل سعر / سعر السهم.
- ت. حساب قيمة المؤشر من خلال ضرب الأوزان النسبية لكل سهم في سعر السهم  
السوقي.

ومن الملاحظ عند تكوين المؤشر بهذه الطريقة أن الأوزان النسبية التي يتكون منها المؤشر تظل ثابتة لا تتغير إلا في حالة قيام إحدى المنشآت باشتقاق لأحد أسهمها (تظهر هذه الحالة عند اندماج الشركات).

ويمكن توضيح كيفية بناء هذا المؤشر من خلال المثال التالي:

ظهرت أسعار ثلاثة أسهم تستخدم مؤشر موزون على أساس الأوزان المتساوية كالتالي (A,B,C) وبسعر (20,80,160) على التوالي ولحساب قيمة المؤشر نتبع الخطوات التالية:

<sup>1</sup> حنفي، عبد الغفار: أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمارات، خيارات)، الدار الجامعية، الاسكندرية، عام 2005، ص 98-100.

• جعل الوزن النسبي للسهم صاحب أصغر قيمة يساوي 1 (20 / 20).

• الوزن النسبي للسهم C = 1.

• الوزن النسبي للسهم A =  $\frac{1}{8} = \frac{20}{160}$

• الوزن النسبي للسهم B =  $\frac{1}{4} = \frac{20}{80}$

قيمة المؤشر (يوم الأساس) = حاصل ضرب أسعار الأسهم في أوزانها النسبية

$$20 = 1 \times 20 + \frac{1}{4} \times 80 + \frac{1}{8} \times 160 =$$

نلاحظ أن بداية تكوين هذا المؤشر يستخدم قيمةً متساوية لكل سهم عند تكوينه وهي 20.

ولنفترض أن سعر السهم B قد ارتفع بمقدار 25% (أي ما يعادل  $1,25 \times 80 = 100$ )

في اليوم الثاني فتصبح قيمة المؤشر 65 ويكون عائد السوق مقارنة باليوم الأول مساوياً إلى

0.083.

رابعاً: المؤشرات المبنية على أساس السعر النسبي (Relative – Price Index):

وتعتمد فكرة حساب هذا المؤشر على أساس تحديد السعر النسبي لكل سهم من

الأسهم التي يتكون منها المؤشر والذي يتم حسابه بقسمة سعر السهم اليوم (مثلاً) على سعر

السهم بالأمس. يلي ذلك حساب الوسط الهندسي للأسعار\* ومن ثم تحديد قيمة المؤشر

بضرب الوسط الهندسي للأسعار في أساس المؤشر<sup>1</sup>.

خامساً: الرسوم البيانية (Charts)

تُستعمل الرسوم البيانية لتوضيح حركة أسعار الأسهم في السوق المالية ومعرفة

الاتجاه العام للسوق دون الحاجة إلى معرفة اسم الشركة أو نوع العمل الذي تقوم به. ويُعتبر

الخط البياني من أسهل الطرق المستخدمة لعرض الأسعار وتسجيلها. إذ إنه يعبر عن

أسعار التداول (أسعار الإغلاق أو الإقفال) والذي يُعدُّ أهم سعر في التداول كونه بمثابة

الإعلان عن التسمية النهائية للاتجاه العام للسوق فيما إن كان صعودياً أو هبوطياً (الثيران

BULLS والدببة BEARS).

\* الوسط الهندسي للأسعار = (السعر النسبي للسهم الأول × السعر النسبي للسهم الثاني × ..... الخ)  $\frac{1}{n}$  حيث تمثل n عدد الأسهم.

\* أساس المؤشر هو قيمته عند تكوينه، إذ يتم تحديدها من قبل الخبراء القائمين على بنائه وعادة ما تكون هذه القيمة مساوية لـ 100 أو مضاعفاتها.

<sup>1</sup> الحناوي، محمد صالح، العبد، جلال إبراهيم: مرجع سبق ذكره، ص 260.

خامساً: مفهوم السوق المالية الكفوءة وأبعادها الاقتصادية:

#### 5-1. مفهوم كفاءة السوق المالية (Market Efficiency):

تدعم نظرية السوق الكفاء الفرض القائل بأن السعر الحالي للسهم يعكس كافة المعلومات المتوفرة في السوق والتي يكون المستثمرون على علم بها وبالتالي فإن المعلومات الجديدة فقط هي التي من شأنها أن تكون قادرة على تغيير العائد على الأصول المالية<sup>1</sup>.

وعلى اعتبار أن المعلومات تتوارد إلى السوق بصورة عشوائية، فإنه لا يمكن توقع أي تغييرات منتظمة (دورية) في العوائد على الأسهم.

من جهة أخرى، يرى البعض بأن كفاءة السوق تعني توافر المعلومات المطلوبة للسوق بسرعة وانعكاس أثرها على أسعار الاستثمارات وحجم التعامل في السوق<sup>2</sup> وبالتالي كلما زادت كفاءة السوق عكست أثر المعلومات المتاحة بسرعة دون تحيز وكلما كان حجم التعامل كبيراً.

مما تقدم فإن كفاءة السوق تعني تساوي القيمة الحقيقية للاستثمارات مع سعرها في السوق بحيث يكون السعر الحالي للورقة المالية هو أفضل قيمة لها في فترة معينة. ذلك أن المعلومات في السوق الكفاء تنعكس بسرعة وبطريقة عشوائية غير متحيزة في أسعار الاستثمارات وبالتالي فهي تمثل أفضل مؤشر للقيمة الحقيقية للمعلومات المتاحة مما يعني أنه من غير الممكن تحقيق أرباح غير عادية بالاعتماد على هذه المعلومات (لأنها قد تكون انعكست فعلاً في السعر).

#### 5-2. سمات السوق المالية الكفوءة:

لكي تحقق السوق المالية فرضية الكفاءة لابد أن تتسم بالصفات التالية:

#### 5-2-1. كفاءة التسعير (Price Efficiency):

ويُقصد بها أن أسعار الأوراق المالية تعكس كافة المعلومات المتاحة في السوق وبالسرعة المناسبة مما يعني أن بعض المستثمرين الذين يملكون معلومات خاصة لن يتمكنوا

<sup>1</sup>Fabozzi, Frank.J; Handbook of Finance, Financial Instruments and Financial Markets, ,2008,Op cit, P39.

<sup>2</sup>العريبي، عصام فهد: الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)، سلسلة الرضا للاستثمار والعلوم المصرفية، دار الرضا، دمشق، سورية، ط1، عام 2002، ص47.

من تحقيق أرباح استثنائية أو اكتساح السوق بشرائهم الاستثمارات المالية بالسعر الأدنى وبيعها بسعر أعلى من قيمتها الحقيقية بناء على تلك المعلومات.

من جهة أخرى ذهب البعض إلى تسمية هذا النوع من الكفاءة "بكفاءة التخصيص (التوزيع)"<sup>1</sup> إذ إن توفرها في السوق يعني السماح بالحصول على تلك الأسعار التي من شأنها أن تشجع تدفق رؤوس الأموال في الاقتصاد نحو الفرص الاستثمارية الواعدة.

### 5-2-2. كفاءة التشغيل (Operational Efficiency):

وتعني أن يكون المتعاملون بالأوراق المالية قادرين على أداء التعاملات المالية بالحد الأدنى من التكاليف<sup>2</sup> ودون تحقيق مزايا استثنائية (هامش ربح كبير وفعال)<sup>3</sup> لصناع السوق. هذا ويُعتبر وجود درجة عالية من الكفاءة التشغيلية شرطاً ضرورياً لتحقيق كفاءة التسعير إذ إن وجود معاملات مرتفعة التكاليف سيحدُّ من تدفق الائتمان والاستثمار إلى الاستخدامات ذات القيمة المرتفعة.

على صعيد آخر، يذهب بعض الاقتصاديين إلى اشتراط ما يُسمى بالكفاءة التنظيمية والفنية للسوق المالية إلى جانب كفاءة التسعير والتشغيل حتى تتحقق الكفاءة الكاملة للسوق المالية كالتالي.

### 5-2-3. الكفاءة التنظيمية للسوق (Organization Efficiency Markets):

والتي تتحدد من خلال مجموعة من العناصر تنحصر بتوفير إطار تنظيمي واضح للسوق يضمن تنظيم اختصاصاته وتحديد السلطة والمسؤولية للقائمين عليه بغرض تقادي عمليات المضاربة وعمليات الاكتتاب الوهمية للأسهم المطروحة لأول مرة والارتفاع المفعل لأسعار الأسهم. كما تشمل تنظيم مهمة الوساطة والسمسرة بما في ذلك تحديد اختصاصاتهم وتحملهم المسؤولية المهنية اللازمة عند عقد الصفقات<sup>4</sup>. هذا إلى جانب كفاءة التشريعات

<sup>1</sup> H.wood, John, L.wood, Norma: Financial Markets;, 1985, Op cit, P6.

<sup>2</sup> H.wood, John, L.wood, Norma: Financial Markets; 1985, Op cit, P7.

<sup>3</sup> يقصد بالهامش الفرق بين السعر الذي يدفعه صانع السوق لشراء الورقة المالية (Bid or Offering Price) والسعر الذي يطلبه عند بيعها (Ask Price)، إذ أنه غالباً ما تُقاس الكفاءة التشغيلية بمدى الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء حيث تكون العلاقة بينهما عكسية، بمعنى أنه كلما قل الفرق بين السعرين ازدادت كفاءة التشغيل.

<sup>4</sup> محمود، سمير عبد الغني: المفهوم الشامل لكفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة البنوك، عمان، الأردن، عام 1989، عدد 5، ص 968.

والالتزام بتطبيقها بحيث تتناسب وتوسع السوق وحجم التداول فيه إضافة إلى الرقابة الفعالة على السوق.

#### 5-2-4. الكفاءة الفنية للسوق (Technical Efficiency Market):

وتتحدد من خلال الآتي<sup>1</sup>:

1. تعدد أدوات الاستثمار في السوق وعدم اقتصرها على الأسهم أساساً للتعامل نظراً لما يوفره ذلك من توزيع لمخاطر الاستثمار وتفادي الكثير من الهزات والأزمات الاقتصادية.

2. العمل بنظام المزاد المكتوب والذي يوحد الأسعار التي يعكسها العرض والطلب على جميع أسهم الشركات بالإضافة إلى تفادي أهواء الوسطاء وضغوطاتهم في تحديد أسعار خاصة بهم.

من خلال استعراضنا لسمات السوق المالية الكفوءة يتضح لنا أن كلاً من كفاءة التسعير والتشغيل تعتبران من الركائز الأساسية التي من شأنها تحقيق استمرارية السوق من خلال التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة وتوفير المعلومات الكفيلة بعكس المراكز المالية الحقيقية للشركات المدرجة ولأسهمها الأمر الذي يسمح للمستثمرين باتخاذ القرارات الاستثمارية الصحيحة.

يُضاف إلى ذلك ضرورة حماية المستثمر من المخاطر التجارية وغير التجارية التي يمكن أن يتعرض لها وتوفير الأمان له في أدائه لمعاملته الأمر الذي يُعدُّ عنصراً مكملاً من عناصر كفاءة سوق الأوراق المالية.

#### 5-3. مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية:

تعكس كفاءة السوق عادةً وجهة نظر كل من المستثمر أو من ينوب عنه من سمسارة الأوراق المالية والمحللين الماليين ووجهة نظر السوق نفسه بالإضافة إلى وجهة نظر المجتمع بالنسبة لدرجة فعالية السوق.

<sup>1</sup> النجار، فائق جبر: مقدمة عن الأسواق المالية وكفاءتها، مجلة البنوك، عمان، الأردن، عام 2002، مجلد 21، عدد4، ص11.



وعلى اعتبار أن مفهوم كفاءة السوق المالي يرتبط بدرجة المعلومات المتوفرة في السوق؛ فإنه يمكن التمييز بين درجات كفاءة السوق كما يلي:

• الدرجة الضعيفة لكفاءة السوق (The Weak Form of EMH): وتقتضي هذه الفرضية بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات على سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت عليه في الماضي. وبالتالي فإن أي محاولة للتنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت على سعره في الأيام أو الشهور أو السنوات الماضية هي مسألة عديمة الجدوى<sup>1</sup>.

وتعرف صيغة الفرض الضعيف بنظرية الحركة العشوائية للأسعار<sup>2</sup>. أي أن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي ترابط إلى جانب غياب الأنماط الدورية ذات الأهمية للتنبؤ بالأسعار المستقبلية.

من جهة أخرى، تكون المعلومات متاحة للجمهور وبالتالي لا يستطيع أي من المستثمرين تحقيق عائد استثنائي لأن مستوى المخاطرة قد جرى تحديده للجميع استناداً إلى المعلومات التاريخية.

• الدرجة المتوسطة لكفاءة السوق (Semi Strong Form of EMH): وتقتضي هذه الفرضية بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار الأسهم بل تعكس كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التنبؤات التي تقوم على تلك المعلومات. سواء تمثلت تلك المعلومات فيما ينشر عن الشؤون الدولية أو الظروف الاقتصادية في الدولة أو ظروف الصناعة أو المنشأة بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور<sup>3</sup>.

وبالتالي فإن الوقت المتاح لتحليل البيانات والوصول إلى نتائج نهائية قد لا يكون كافياً فقد ترد إلى السوق معلومات جديدة قد تحدث تغييراً جديداً على سعر السهم. بمعنى أنه يوجد

<sup>1</sup> الهندي، منير إبراهيم: الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص 503.

<sup>2</sup> رمضان، زياد: مبادئ الاستثمار (الحقيقي والمالي)، دار وائل، الأردن، عمان، ط1، عام 1998، ص 129.

<sup>3</sup> الهندي، منير إبراهيم: الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص 506-508-509.

فاصل زمني يعطي الفرصة لإجراء تحليل لتلك المعلومات مما يتيح لبعض المستثمرين أن يحققوا الأرباح المتميزة إلى حد ما.

• الدرجة القوية لكفاءة السوق (Strong Form EMH): وتقضي بأن المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة للجمهور إضافة إلى تلك المعلومات التي قد تكون متاحة لفئة معينة منه مثل إدارة المنشأة المصدرة للسهم وكبار العاملين فيها وتلك التي يمكن أن يصل إليها المحللون الأساسيون من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة ومهارة عاليتان<sup>1</sup>. وفي ظل هذه الظروف يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب مستثمرين آخرين حتى لو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار في السوق.

يتبين مما سبق أن المستويات الثلاثة لكفاءة السوق متداخلة مع بعضها البعض من حيث المعلومات. فلكي يكون السوق كفوئاً بالمستوى القوي لا بد من أن يكون كفوئاً بالمستوى شبه القوي والضعيف. حيث يعكس المستوى الضعيف حجم التباين الكبير بين سعر الورقة المالية (القيمة السوقية) وبين القيمة الحقيقية لها، بينما يكون التباين بين سعرها وقيمتها الحقيقية صغيراً في المستوى شبه القوي ويصبح هذا التباين مساوياً للصفر في المستوى القوي للكفاءة.

#### 4-5. الأبعاد الاقتصادية للسوق المالية الكفوءة:

تتمثل الأهمية الاقتصادية للسوق المالية الكفوءة بما يلي<sup>2</sup>:

- توجيه وإرشاد المستثمرين نحو الخيارات الاستثمارية الصحيحة. إذ تعكس أسعار الأوراق المالية المحددة في ظل جميع المعلومات المتوفرة وبالتالي تقييمها بقيمتها الحقيقية.
- انسيابية تدفق أوامر البيع والشراء للأوراق المالية نتيجة توفر المعلومات للجميع في الوقت نفسه وبحد أدنى من التكاليف الأمر الذي يضمن توجه رأس المال نحو المجالات الاستثمارية المنتجة أو المربحة.

<sup>1</sup> الهندي، منير إبراهيم: الأوراق المالية وأسواق رأس المال؛ مرجع سبق ذكره، ص 510.  
<sup>2</sup> الهندي، منير إبراهيم: الفكر الحديث في الاستثمار، دار المعارف، الاسكندرية، ط2، عام 2004، ص 9-10.

- التسعير العادل (Fair Pricing) للأوراق المالية المتداولة. ففي ظل فرضية السوق الكفوءة لا يمكن لأي من البائع أو المشتري تحقيق أرباح غير عادية كون السوق الكفوءة تعكس تماماً القيم الحقيقية للأصول المتداولة.
- حالة التوازن مستمرة في السوق الكفوءة، طالما أن الأسعار السوقية مساوية للقيم الحقيقية فيها. وذلك بسبب توافر المعلومات ببسر مما يمكن المتعاملين من الحصول عليها واستخدامها في صياغة توقعاتهم المستقبلية للأسعار.
- الحد من حالات المضاربة المالية إذ إن الأسعار تستجيب للمعلومات الجديدة والصحيحة ولا تستجيب لغير الصحيحة منها والتي ربما يستخدمها المضاربون لتحقيق عوائد غير عادية. فإذا كان مقدار الاستجابة صحيحاً وموضوعياً فإن ذلك يؤدي إلى استقرار الأسعار وانخفاض المخاطرة الكلية وازدياد الثقة بالسوق المالية.

## الفصل الثاني

### التركيب البنوي للسياسة النقدية

## المبحث الأول: طبيعة السياسة النقدية ودورها في المدارس الاقتصادية

تُعتبر السياسة النقدية بشكل أساسي أحد السياسات الاقتصادية الكفيلة بتحقيق الاستقرار الكلي للبلد المعني والتي يتم تبنيها من قبل الحكومات بغرض معالجة حالات اختلال التوازن الاقتصادي المختلفة. وضمن هذا المفهوم تختلف فعالية السياسة النقدية وأدواتها من بلد إلى آخر نتيجة الاختلاف في الهياكل الاقتصادية لهذه البلدان والذي ينجم عن الاختلاف في درجة تطور أسواق النقد وأسواق رأس المال لديها إلى جانب تباينها في درجة التطور الاقتصادي والظروف الاقتصادية السائدة لديها بشكل عام.

ولدى دراسة السياسة النقدية بوصفها جزءاً من عملية التخطيط الشامل للدولة والسياسات الاقتصادية الكلية؛ فإنه لا بد من التعرف على طبيعتها وأدواتها والغايات والأهداف التي تسعى إلى تحقيقها.

**أولاً: مفهوم السياسة النقدية (معانيها، تطبيقاتها، أهدافها، أدواتها):**

### **1-1. تعريف السياسة النقدية:**

تعددت المفاهيم الشائعة للسياسة النقدية واختلفت باختلاف تخصص وتطور عمل البنوك المركزية. وخلال القرن الماضي كان الاهتمام واضحاً بالسياسة النقدية في الفكر الاقتصادي وبدأ هذا الاهتمام بالتزايد لاسيما خلال الأزمة الاقتصادية العالمية (1929-1933) أو في حقبة عدم الاستقرار الاقتصادي مما جعل السياسة النقدية تُعدُّ جزءاً مهماً وأساسياً من مكونات السياسة الاقتصادية للبلد إلى جانب تطور الأفكار والنظريات الاقتصادية عبر المراحل المتعاقبة والتي كان لها كبير الأثر في تطور مفهوم السياسة النقدية.

وذهب البعض إلى تعريف السياسة النقدية بأنها مجموع الإجراءات والتدابير المتخذة من قبل السلطات النقدية بقصد إحداث أثر على الاقتصاد وبما يضمن استقرار أسعار الصرف<sup>1</sup>.

بينما ذهب البعض الآخر إلى تعريفها على أنها مجموعة الإجراءات التي تطبقها السلطات النقدية والتي تسيطر من خلالها على شؤون النقد والائتمان. وتتم من خلال إحداث

<sup>1</sup> قدي، عبد المجيد: مدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية - دراسة تحليلية تقييمية (ديوان المطبوعات الجامعية)، الجزائر، عام 2003، ص6.

تأثيرات في كمية النقود (كمية وسائل الدفع) بما يتلاءم مع الظروف الاقتصادية للبلد المعني وتوسعى السلطات النقدية من خلال هذه الإجراءات إما إلى حقن الاقتصاد بتيار من النقود الإضافية أو امتصاص السيولة الفائضة<sup>1</sup>.

وهناك معنيان للسياسة النقدية (وفق مفهوم الكتلة النقدية) ضيق وواسع. فالمعنى الضيق للسياسة النقدية ينصرف إلى مراقبة وتنظيم عرض النقد (العملة والائتمان المصرفي) بهدف تحقيق أهداف اقتصادية محددة. وهناك من يرى أنها عبارة عن إجراءات تهدف إلى التأثير على مستوى الإنفاق الكلي وذلك بالتأثير على كلفة الائتمان (cost of credit) (سعر الفائدة) أو وفرة الائتمان (Availability of Credit).

أما المعنى الواسع للسياسة النقدية فيشمل تلك الإجراءات التي يتخذها البنك المركزي والخزينة العامة أو الحكومة بهدف التأثير على النقد والائتمان وحجم وتركيب الدين الحكومي<sup>2</sup>.

مما سبق يمكن أن نُعرّف السياسة النقدية بأنها مجموعة الإجراءات التي يتخذها البنك المركزي أو مجلس النقد والتسليف أو أية لجنة أو هيئة تنظيمية أخرى بغرض تحديد حجم ومعدل نمو العرض النقدي في السوق والذي بدوره يؤثر على معدلات الفائدة السائدة.

## 1-2. تطبيقات السياسة النقدية:

يعتمد الأساس الذي يتم وفقه تصنيف السياسة النقدية على نوع وطبيعة المشكلة المراد حلها. وعليه فإن السياسة النقدية تُصنف إلى<sup>3</sup>:

### 1) السياسة النقدية التوسعية:

وبموجب هذه السياسة يقوم البنك المركزي بزيادة عرض النقود وذلك عن طريق تشجيع الائتمان وزياد حجم وسائل الدفع بشكل يزيد عن الكمية المعروضة من السلع مما يؤدي إلى رفع حجم الاستثمارات نتيجة زيادة عمليات الإنتاج لمقابلة الزيادة في الطلب الأمر الذي يدفع في نهاية المطاف إلى تقليص نسبة البطالة في الاقتصاد.

<sup>1</sup> عبد الله، عقيل جاسم: النقود والمصارف، دار مجدلاوي، الأردن، عمان، ط2، عام 1999، ص 207.

<sup>2</sup> فاضل اسماعيل الدليمي، عوض: النقود والبنوك، العراق، جامعة بغداد، عام 1990، ص 584.

<sup>3</sup> مدوخ، ماجدة: "فعالية السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي في ظل الإصلاحات الراهنة" دراسة حالة الجزائر، رسالة ماجستير غير منشورة، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص النقود و التمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2002 / 2003، ص4.

## 2) السياسة النقدية الانكماشية:

بخلاف النوع الأول فإن هذه السياسة تستوجب من البنك المركزي تقليص كمية النقود المتداولة في الاقتصاد. لذلك يلجأ إلى رفع معدل الفائدة بهدف تقييد الائتمان وبالتالي كبح التضخم.

## 3) السياسة النقدية ذات الاتجاه المختلط:

تناسب هذه السياسة الدول النامية بصفة خاصة والتي يعتمد اقتصادها في الغالب على الزراعة الموسمية أو على تصدير المواد الأولية للخارج. وهنا يقوم البنك المركزي على زيادة وسائل الدفع واتباع سياسة نقدية توسعية لتمويل المحصول عند بداية موسم الزراعة ومن ثم اتباع سياسة انكماشية عندما تحين مرحلة البيع مما يسهم في تقليل آثار التضخم.

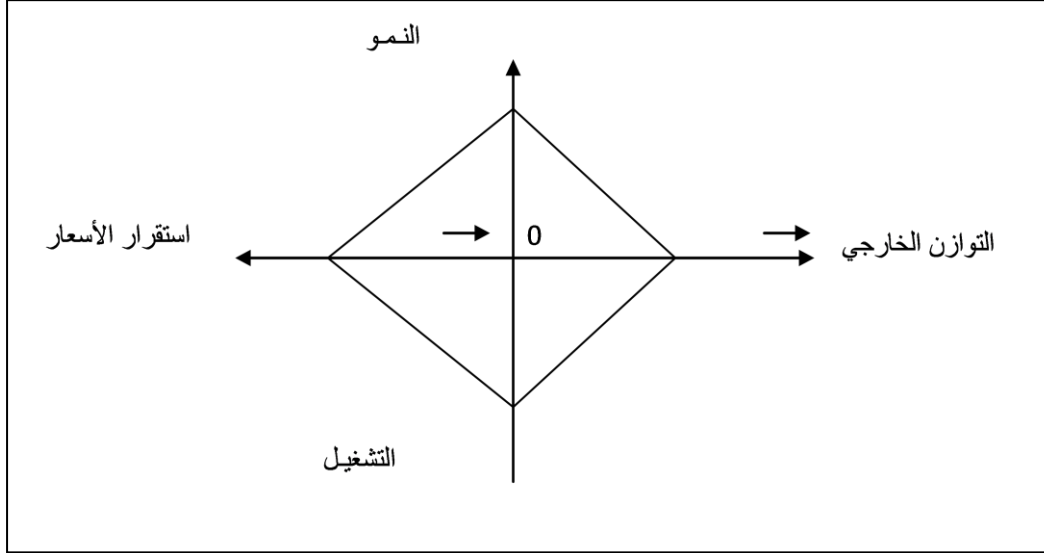
### **3-1. أهداف السياسة النقدية:**

تسعى السياسة النقدية دوماً إلى بلوغ الأهداف العامة أو النهائية التي تسعى لها السياسة الاقتصادية العامة باعتبارها تمثل أداة أو وسيلة من الوسائل الظرفية للسياسة الاقتصادية في أي اقتصاد كان. غير أن بلوغ تلك الأهداف النهائية لن يتأتى إلا من خلال المرور بأهداف وسيطة تعتبر حلقة الوصل لتحقيق الأهداف النهائية التي قد تختلف من دولة إلى أخرى لعدة اعتبارات.

ويُعتبر ضمان التوازن الاقتصادي العام بشطريه الداخلي والتوازن الخارجي من أهم أهداف السياسة النقدية إذ يتحقق الأول نتيجة ضمان استقرار المستويات العامة للأسعار (محاربة التضخم) وتحقيق التشغيل الكامل (محاربة البطالة) والنمو الاقتصادي. أما الشطر الثاني فيتمثل في توازن ميزان المدفوعات من خلال ضمان استقرار قيمة العملة الوطنية بالمقارنة مع نظيراتها الأجنبية ومحاولة تحقيق التوازن في الميزان التجاري والميزان المالي والرأسمالي.

هذه الأهداف النهائية الأربعة تعرف بأهداف المربع السحري والتي عرفها الاقتصادي الانجليزي " نيكولا كالدور" والتي يوضحها الشكل التالي<sup>1</sup>:

الشكل رقم (1.2) المربع السحري في السياسة النقدية



المصدر: عبد القادر، لحول: رسالة ما جستير بعنوان "أثر السياسة النقدية على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1990-2006"، كلية العلوم الاقتصادية والإدارية والتسيير، جامعة سعيدة، الجزائر، عام 2011، ص 3.

من الملاحظ أن العمل على الوصول إلى المركز المالي والذي يُعد دليلاً على تحقيق السياسة المتبعة لا يعد سهلاً كما هو موضَّح في الشكل إذ يتم هنا طرح مسألة الأولوية في الأهداف. فقد أثبتت السنوات الأخيرة أنّ أهداف تحقيق التوازن الخارجي واستقرار الأسعار لا يمكن أن تتحقّق دون أن تخلق ورائها آثاراً على النمو والتشغيل كما أن الاهتمام بتحقيق النمو الاقتصادي ودرجة مرتفعة من العمالة قد ينجم عنه ضغوطات تضخّمية واختلالات في الموازين الخارجية ذلك أن زيادة التوظيف والعمالة يؤدي إلى ارتفاع الأسعار وإحداث خلل في ميزان المدفوعات.

أما الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية، فهي تعبر عن تلك المتغيرات النقدية التي يمكن عن طريق مراقبتها وإدارتها الوصول إلى تحقيق كل أو بعض الأهداف النهائية ويشترط فيها ما يلي:

<sup>1</sup> عبد القادر، لحول: رسالة ما جستير بعنوان "أثر السياسة النقدية على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1990-2006"، كلية العلوم الاقتصادية والإدارية والتسيير، جامعة سعيدة، الجزائر، عام 2011، ص 3.



- وجود علاقة مستقرة بينها وبين الأهداف النهائية.
- إمكانية مراقبتها بما للسلطة النقدية من أهداف.
- أن تكون سهلة القياس والتقييم.

ومن بين الأهداف الوسيطة المجمّعات النقدية (عرض النقود) وسعر الصرف وأسعار

الفائدة<sup>1</sup>.

من جهة أخرى ونظراً لتنوع الأهداف الوسيطة للسلطة النقدية؛ فقد استلزم الأمر تحديد أهداف عملية (الأهداف الأولية) تمثل متغيرات نقدية شديدة الاستجابة لأدوات السياسة النقدية وتتمثل بالاحتياطيات النقدية (القاعدة النقدية) وسعر الفائدة<sup>2</sup>.

وعلى العموم نجد أن السلطات النقدية في أي دولة تعتمد على وضع ورسم استراتيجية نقدية خاصة قد تبدي عليها بعض التعديلات من فترة لأخرى آخذة بعين الاعتبار الاختلالات المسجلة لبعض المؤشرات الاقتصادية. وبالتالي يتعيّن على البنك المركزي تسطير جملة من الأهداف الواجب بلوغها يتقدمها التركيز على هدف بعينه ينبغي استهدافه أولاً وغالباً ما نجد أن استقرار المستويات العامة للأسعار يمثل الهدف المشترك في أغلب الدول.

مما تقدم يمكن أن نخلص إلى أن الأهداف العامة التي تسعى السياسة النقدية إلى تحقيقها

تتلخص بالآتي<sup>3</sup>:

- 1- تحقيق مستوى مقبول من الاستقرار النقدي والاقتصادي من خلال تجنب التغييرات المؤثرة في قيمة العملة الوطنية والتي تنجم عن التغييرات في المستوى العام للأسعار.
- 2- المساهمة في تحقيق معدلات نمو في القطاعات الاقتصادية عندما تنجح السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار النقدي ودفع عجلة التنمية من خلال توفير المناخ المناسب لتنفيذ برامج ومشاريع التنمية الاقتصادية والاجتماعية لا سيما في البلدان النامية.

<sup>1</sup> مدوخ، ماجدة: "فعالية السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي في ظل الإصلاحات الراهنة" دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص10.

<sup>2</sup> بخراز يعدل، فريدة: تقنيات وسياسات التسيير المصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، عام 2003، ص 116.

<sup>3</sup> محمد نوري الشمري، ناظم، " النقود والمصارف والنظرية النقدية"، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، ط1، عام 1999، ص 429.

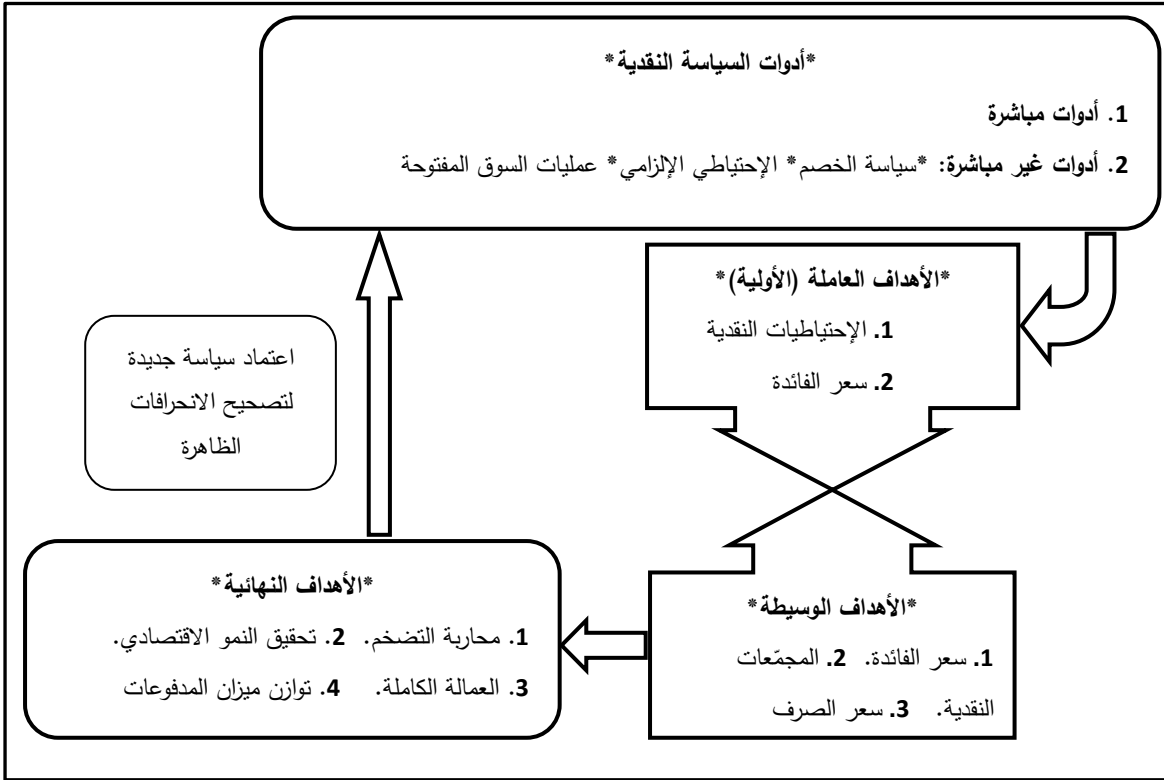
- فريد مصطفى، أحمد، محمد السيد حسن، سهير: "النقود والتوازن الاقتصادي"، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر، عام 2002، ص 182.

3- تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار وهو الهدف الذي تسعى إليه معظم البنوك المركزية في العالم.

4- المساهمة في تطوير المؤسسات المصرفية والمالية والأسواق التي تتعامل فيها هذه المؤسسات من خلال الإجراءات والتشريعات التي تتخذها السلطة النقدية.

5- معالجة حالات اختلال التوازن الاقتصادي لا سيما تلك المتعلقة بميزان المدفوعات عن طريق التحكم بكمية المعروض النقدي في الاقتصاد القومي وبما يضمن تحقيق الاستقرار في المستوى العام لسعر الصرف.

### الشكل رقم (2.2) استراتيجيات السلطات النقدية في تحقيق الأهداف النهائية



المصدر: الشكل من إعداد الباحثة بالاعتماد على تصنيف الأهداف في الدراسة.

### 4-1. أدوات السياسة النقدية:

تختلف مجموعة الأدوات المتاحة للسياسة النقدية من دولة إلى أخرى باختلاف الأنظمة السياسية والهياكل الاقتصادية لتلك الدول إضافة إلى تباين الإجراءات المؤسساتية والتنظيمية ودرجة تطور الأسواق المالية لديها. ويمكن تصنيف أدوات السياسة النقدية إلى ما يلي:

## أولاً: الأدوات غير المباشرة (الكمية) (Quantitative):

وهي تلك الأدوات التي تستخدمها السلطات النقدية للتأثير على القاعدة النقدية في السوق وعلى حجم الائتمان بصورة عامة وليس على نوع خاص منه وهي بذلك تستهدف التأثير على أساسيات العرض والطلب بالدرجة الأولى. ويمكن إيجاز هذه الأدوات بالتالي:

### 1. سعر إعادة الخصم (سعر المصرف المركزي) (Rediscount Rate):

ويمثل سعر الفائدة الذي يفرضه البنك المركزي على القروض والتسهيلات التي يمنحها للمؤسسات المالية المحلية<sup>1</sup>. وهو بذلك يعبر عن سعر الفائدة الذي يمكن أن يتقاضاه البنك المركزي من المصارف التجارية عند الاقتراض منه أو طلب إعادة خصم ما لديها من الأوراق التجارية وعادة ما يكون سعر الخصم أقل من سعر الفائدة السائد في السوق (بهامش 2% عادة) بما يمكّن المصارف التجارية من تغطية مصاريفها الإدارية وتحقيق هامش ربح معقول<sup>2</sup>.

تؤثر سياسة سعر إعادة الخصم على حجم الائتمان المصرفي الممنوح وبالتالي على عرض النقد في إطار السياسة النقدية فيما إن كانت توسعية أو انكماشية. ففي الحالة الأولى سيعمد البنك المركزي إلى زيادة كمية النقود المتداولة من خلال تخفيض سعر إعادة الخصم أي تخفيض تكلفة القروض التي يقدمها للمصارف التجارية مما يشجعها على الاقتراض من البنك المركزي<sup>3</sup> (حيث أن كلفة إعادة الخصم للحصول على السيولة ستكون أقل من سعر الخصم على الموجودات المالية التي تحتفظ بها المصارف التجارية في الفرصة السابقة لإعلان الخصم). وبالتالي فإن زيادة اقتراضها من البنك المركزي سيؤدي إلى توفير احتياطات نقدية كافية لدى المصارف التجارية لأغراض التوسع في منح الائتمان الأمر الذي يدفعها إلى تخفيض أسعار الفائدة على القروض التي تقدمها للوحدات الاقتصادية غير المصرفية في السوق النقدية عن طريق خصم الأوراق التجارية والمالية. وسيكون تخفيض سعر الخصم بالنسبة نفسها وفي الوقت نفسه لتخفيض سعر إعادة الخصم مما يؤدي إلى زيادة

<sup>1</sup> Measuring Capital, OECD Manual, Annexal Glossary of Technical Terms used in the Manual, OECD, 2001, P92.

<sup>2</sup> عبد الفتاح سليمان، مجدي: علاج التضخم والركود الاقتصادي في الإسلام، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، عام 2002، ص 107.

<sup>3</sup> J. Baumol, William, S. Blinder, Alan: "Economics – principles and policy", the Dryden press, USA, 7<sup>th</sup> Edition, 1998, P703.

عرض النقد وحجم الائتمان الممنوح للفعاليات الاقتصادية وبالتالي تشجيع عمليات الإنتاج والاستثمار.

أما إذا ما وجد البنك المركزي بأن المصارف التجارية قد تجاوزت الحدود المسموح لها بتقديمها فإنه يعمد إلى رفع سعر إعادة الخصم لديه متوقفاً أن تقوم المصارف برفع سعر الخصم الذي تتقاضاه من الوحدات الاقتصادية غير المصرفية وبذلك تصبح تكاليف الاقتراض أعلى مما هي عليه سابقاً.

هذا وتبدو فعالية سياسة سعر الخصم في حالتين<sup>1</sup>:

- إذا ما اضطرت المصارف التجارية ونتيجة لقلّة الاحتياطيات النقدية لديها للجوء إلى خصم بعض ما لديها من أوراق مالية لدى البنك المركزي.
- إن رفع سعر الخصم من قبل البنك المركزي لا يمكن أن يؤثر على التوسع في منح الائتمان من طرف المصارف التجارية مادام أصحاب المشروعات هم الذين يتحملون الزيادات المفروضة في سعر الخصم كما أن استمرارهم في طلب الائتمان بالرغم من ارتفاع أسعار الفائدة يكون نتيجة إمكانية تعويض ذلك من خلال رفع الإنتاجية أو أسعار السلع.

وتتميز سياسة سعر إعادة الخصم بالخصائص التالية<sup>2</sup>:

- تعدُّ إحدى التقنيات التي يهدف البنك المركزي من خلالها إلى التأثير بصورة مباشرة على سعر السيولة المصرفية.
- إن عملية إعادة الخصم ليست مرتبطة بالضرورة بعملية الخصم إذ يمكن أن تكون عمليات يقدمها البنك المركزي مقابل رهن سندات محفظة أوراق المؤسسات المصرفية بشكل مسبق.

تجدر الإشارة إلى أن أثر سعر إعادة الخصم هي وسيلة للبنك المركزي للتأثير على كلفة الائتمان وبالتالي على حجم الائتمان ومن ثم على اتجاهات الإنتاج والاستثمار. كما أنها تُعدُّ مؤشراً لعزم السلطات النقدية على تنشيط الفعاليات الاقتصادية وهو ما يدعى بأثر الإعلان

<sup>1</sup> ماجدة مدوخ، مرجع سبق ذكره، ص 15.

<sup>2</sup> بخراز يعدل، فريدة، مرجع سبق ذكره، ص 164.

(The Announcement Effect) إلا أن هذه الوسيلة غاية في الضعف عندما تتكسد الأرصدة النقدية العاطلة لدى المصارف وتبعاً لذلك ينتفي لجوءها إلى البنك المركزي للاقتراض<sup>1</sup>.

## 2. نسبة الاحتياطي القانوني (Legal Reserve Ratio):

يفرض البنك المركزي على المصارف التجارية العاملة الاحتفاظ بنسبة معينة من أموالها كوديعة في حساباتها الجارية لدى البنك المركزي بغرض مواجهة متطلبات السحب من عملائها<sup>2</sup>. وتلعب نسبة الاحتياطي الإلزامي دوراً مهماً في التأثير جزئياً على عمليات الاقتراض فيما بين المصارف إذ إن احتفاظ المصارف بالفائض من السيولة المتوفرة لديها لدى البنك المركزي يقلل من إمكانية لجوئها إلى الاقتراض من الأطراف الأخرى في السوق المالي.

من جهة أخرى تؤثر نسبة الاحتياطي القانوني على مقدرة المصارف التجارية على منح الائتمان حيث تتناسب مقدرة المصارف التجارية على منح الائتمان عكسياً مع نسبة الاحتياطي القانوني. وبالتالي يلجأ البنك المركزي إلى خفض هذه النسبة عندما يجد أنه من المناسب تشجيع التوسع في الائتمان لرفع مستوى الطلب على السلع والخدمات وزيادة الإنتاج والاستثمار بينما يلجأ إلى رفع هذه النسبة للتقليل من قدرتها على منح الائتمان.

كما أنه لا يمكن استخدام هذه الأداة بغرض امتصاص الاحتياطيات الزائدة إذا كانت تلك الاحتياطيات غير موزعة بالتساوي بين البنوك ولا توجد وسيلة فعالة لدى البنوك لإعادة توزيع تلك الاحتياطيات فيما بينها.

تجدر الإشارة إلى أن متطلبات الاحتياطي القانوني تكون أداة فعالة لتنظيم حجم الائتمان تنظيمياً مباشراً عندما يكون الجهاز المالي غير متطور لاسيما في البلدان النامية التي تفنقر إلى أسواق مالية ونقدية كفاءة ومنظورة مقارنة بعمليات السوق المفتوحة وحيث أن السوق النقدية غير المنظمة غير متطورة بطبيعتها فإن هذه الأداة من شأنها التأثير على مختلف القطاعات غير أن النتائج لن تكون مؤكدة نظراً لاحتفاظ المصارف بسيولة عالية.

<sup>1</sup> شافعي، محمد زكي: مقدمة في النقود والبنوك، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، 1965، ص 258.

<sup>2</sup> G.Maye, David, Toporowski, Jan: Open Markets Operations and Financial Markets, Routledge, Taylore and Francis Group, New York, USA, First Edition, 2007, P45.

أخيراً يمكن القول بأن فعالية هذه الأداة تنعكس في مدى توفير رقابة نقدية فعالة هذا بالإضافة إلى أن دور السلطة النقدية للتأثير في المتغيرات الاقتصادية بشكل عام والمتغيرات النقدية بشكل خاص يعتمد أساساً على طبيعة الاحتياطات النقدية لدى الجهاز المصرفي.

### 3. عمليات السوق المفتوحة (Open Market Operations):

وتقوم آلية عمل هذه الأداة على أساس دخول البنك المركزي بائعاً أو مشترياً للأوراق المالية (سندات حكومية أو مالية)<sup>1</sup> بقصد التأثير في كلفة وحجم العرض الكلي للنقد في الاقتصاد وحجم الائتمان وبالشكل الذي يتفق ومستوى النشاط الاقتصادي المرغوب فيه.<sup>2</sup>

فإذا ما لاحظ البنك المركزي بوادر انكماشية في الاقتصاد فإنه يقدم على شراء السندات الحكومية رغبة منه في تنشيط الاقتصاد وتوسيع الائتمان وبهذه الطريقة يحقن الاقتصاد بكمية إضافية من النقد مما يزيد من عرض النقود من جهة ويزيد الاحتياطات لدى المصارف التجارية (المشتري الأكبر للسندات الحكومية) من جهة أخرى مما يساهم في زيادة قدرتها على منح الائتمان. بينما يقدم البنك المركزي على بيع الأوراق المالية الحكومية في حال رغبته في اتباع سياسة انكماشية وامتصاص نسبة معينة من السيولة والائتمان الممنوح.

وتتطوي عمليات السوق المفتوحة على نوعين من الآثار (شأنها شأن سياسة سعر الخصم)، الأولى كمية تنصب في التأثير على الاحتياطات النقدية لدى المصارف التجارية وبالتالي التأثير في الكمية الإجمالية لعرض النقد والثانية على أسعار الأوراق المالية وأسعار الفائدة. وهنا تجدر الإشارة إلى العلاقة العكسية التي تربط بين سعر الفائدة وأسعار السندات<sup>3</sup> فعندما يقوم البنك المركزي ببيع السندات في السوق المالية بكميات كبيرة يزداد عرضها مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها وارتفاع سعر الفائدة الفعلي عليها والذي بدوره يرفع من تكلفة الاقتراض من البنوك التجارية الأمر الذي يجعل من الوحدات الاقتصادية غير راغبة بطلب الائتمان مما يقلص من عمليات الاستثمار والإنتاج ككل. ويحدث العكس في حال قيام البنك المركزي بشراء السندات.

<sup>1</sup> الوزيني، خالد واصف، الرفاعي، أحمد حسين: مبادئ الاقتصاد الكلي بين النظرية والتطبيق، دار وائل، الأردن، عمان، 2000، ص 305.

<sup>2</sup> القيسي، فوزي: النظرية النقدية: مطابع دار التضامن، العراق، بغداد، ط1، عام 1964، ص 164.

<sup>3</sup> J. Baumol, William, S. Blinder, Alan: "Economics – principles and policy", the Dryden press, USA, 7<sup>th</sup> Edition 1998, P701.

مما سبق نجد بأن عمليات السوق المفتوحة تحقق مجموعة من الأهداف الفورية على صعيد الاقتصاد الكلي لعل أبرزها ما يلي<sup>1</sup>:

- قدرتها على التحكم بالسيولة المتواجدة لدى المصارف التجارية وفي الاقتصاد الكلي والذي يمثل أحد الأهداف التشغيلية التي تتبناها معظم البنوك المركزية.
- إمكانية بيع وشراء الأوراق المالية قصيرة الأجل من قبل البنك المركزي إما لغرض تمويل العجز في النظام المصرفي أو امتصاص السيولة الفائضة وغالباً ما تتم هذه العمليات عند أسعار فائدة لفترة أطول من تكلفة الاقتراض لليلة واحدة وعمليات السوق المفتوحة تسهل هذه العمليات كونها تستحق قبل أن يصبح قرار السلطة النقدية نافذاً.
- توفر عمليات السوق المفتوحة مجالاً تتذبذب فيه أسعار الفائدة على عمليات الاقتراض لليلة واحدة والتي تتم على التسهيلات القائمة التي تحتفظ بها المصارف التجارية لدى البنك المركزي.

وتتميز عمليات السوق المفتوحة عن أدوات السياسة النقدية الأخرى بأنها تتم في إطار السيطرة الكاملة للبنك المركزي إلى جانب تمتعها بالمرونة والدقة إذ إنه لا يوجد حدود لهذه العمليات إلى جانب إمكانية تغييرها بسهولة<sup>2</sup>. إلا أنه ورغم الأهمية التي تتمتع بها فإن نجاحها يعتمد على وجود سوق مالية متطورة ومدى احتفاظ البنوك التجارية بمستويات مستقرة نسبياً من السيولة كما أن العلاقة بين بيع وشراء الأصول من قبل البنك المركزي ومستوى النقد المتداول والسيولة لدى البنوك التجارية ليست قائمة بالضرورة<sup>3</sup>.

وتُعدُّ هذه الوسيلة من أهم أدوات السياسة النقدية في اقتصاد رأسمالي لما لها من قدرة على جعل المبادرة في يد السلطة النقدية على الدوام إذ إنها تمكن من حقن أو امتصاص السيولة (بالعملة المحلية) من القاعدة النقدية في الاقتصاد في الوقت المناسب وبالمقدار المناسب وتصحيح الأخطاء من خلال الاستجابات الفورية في الاتجاهات التي تتخذها عمليات السوق.

<sup>1</sup>G.Maye, David, Toporowski, Jan: Open Markets Operations and Financial Markets, , 2007, Op cit, P37.

<sup>2</sup> يونس، محمود، أمين الوصال، كمال: اقتصاديات نقود وبنوك وأسواق مالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، عام 2005، ص 312.

<sup>3</sup> قدي، عبد المجيد، مرجع سبق ذكره، ص 91.

## ثانياً: الأدوات النوعية (المباشرة) (Qualitative):

وتُدعى هذه الأدوات بالرقابة النوعية الانتقائية (Selective Credit Control) وهي مساعدة للوسائل الكمية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي والتخلص من آثار التضخم الذي يشوّه نمط الاستثمار لاسيما في الدول النامية التي تعاني من تخلف المؤسسات النقدية والمالية لديها والذي يقلل من فاعلية الوسائل الكمية<sup>1</sup> وهي بذلك تمارس تأثيراً نوعياً (من خلال الأطر التنظيمية) على تحديد مستوى الطلب الكلي حسبما تقتضيه الظروف الاقتصادية ومتطلبات النمو الاقتصادي.

وقد تعددت وتنوعت هذه الأدوات باختلاف السياسات الاقتصادية وأهدافها ودرجة تطورها في الدول كافة ويمكن تلخيص أهدافها في توجيه الائتمان للقطاعات الاقتصادية التي ترغب السلطات بتنميتها. ولعل أبرز هذه الأدوات هي:

### 1. سياسة تأطير القروض:

وهي إجراء تنظيمي تقوم به أو بموجبه السلطات النقدية بتحديد مقدار الائتمان الممنوح من قبل المصارف التجارية بكيفية إدارية مباشرة وفق نسبة محددة خلال العام بحيث لا تتجاوز حداً معيناً<sup>2</sup> ويمكن لهذه الحدود أن تمارس رقابة فعالة إذا كان خلق النقد الاحتياطي (الذي يحدد عرض النقد من خلال مضاعف عرض النقود) مُتحكماً به كما أنها يمكن أن تقلل من أثر فقدان الرقابة النقدية أثناء التحول إلى الأدوات غير المباشرة إذا كانت آلية التحويل غير مؤكدة.

### 2. سياسة الائتمانات الموجهة:

وتعني انتهاج البنك المركزي سياسة تتعلق بتوجيه القروض والائتمان إلى بعض القطاعات الاقتصادية التي يرغب بتمويلها ويعتبرها ذات عوائد مرتفعة للاقتصاد الوطني وبالتالي تكون قراراته كفيلة بتأمين كافة التسهيلات لهذه القطاعات. وتأخذ هذه السياسة عدة أشكال<sup>3</sup> كإقرار

<sup>1</sup>Kamerchen, David: "Money and Banking", south- western Pub. Co., USA, 6<sup>th</sup> Edition, 1988, P311.

<sup>2</sup> قدي، مجدي، مرجع سبق ذكره، ص 80.

<sup>3</sup> خليل الحمزاوي، محمد كمال: اقتصاديات الائتمان المصرفي، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، عام 2000، ص 116.

\* يرى زعيم المدرسة النقدية ميلتون فريدمان أن سياسة أسعار الفائدة التمييزية لن تحقق الاستقرار الاقتصادي المستهدف ويرجع ذلك لأن آثارها تتناقض تدريجياً مع التقدم في اكتشاف طرق لمواجهتها والتهرب من آثارها فضلاً عن أنها ستؤدي إلى سوء تخصيص الموارد الاقتصادية Miss-allocation of resources.



معدل خصم تفضيلي وإمكانية إعادة خصم الأوراق التي لا تتوافر فيها الشروط المطلوبة إضافة إلى قبول خصم الأوراق فوق مستوى السقف المحدد وإعطاء أو منح تمديد لمدة استحقاق القروض ومعدل الفائدة هذا إلى جانب سياسة التمييز في أسعار الفوائد على القروض\*. وتظهر إمكانية تطبيق هذه السياسة في العادة بتقرير سعر فائدة منخفضة على القروض الممنوحة للقطاع الزراعي أو تلك الممنوحة لبعض المشاريع الصناعية.

### 3. الإقناع الأدبي:

وتقوم هذه السياسة على توجيه النصح للبنوك بعدم التوسع في منح القروض خاصة تلك الموجهة منها لعمليات المضاربة إذا ما لاحظ البنك المركزي بأن هنالك خطراً على الاقتصاد الوطني كنتيجة لهذا التوسع. وتأخذ هذه الوسيلة أشكالاً مختلفة منها<sup>1</sup>:

- إرسال مذكرات إلى المصارف لإقناعها بعدم قبول أوراق مالية معينة.
- عدم الإقراض لمشروعات معينة.
- التحذير بعدم قبول إعادة خصم بعض الأوراق التجارية.
- عدم تقديم القروض التي يكثر الطلب عليها.

وتختلف فعالية هذه الوسيلة من دولة لأخرى فهي تتوقف على عدد من الاعتبارات أهمها السمعة والمكانة ومدى علاقة البنك المركزي بالجهاز المصرفي وتكرار الاتصال والاستشارات التي يقوم بها مع المصارف الأخرى. إضافة إلى مدى الخبرة المصرفية التي يتمتع بها البنك المركزي لتنظيم الائتمان في المجتمع والإسهام في تحقيق الاستقرار الاقتصادي.

<sup>1</sup> مدوخ، ماجدة، مرجع سبق ذكره، ص21.

4. وسائل أخرى: يمكن حصرها بما يلي:

- الرقابة على الائتمان الاستهلاكي: يجري وضع الرقابة على الإنفاق الاستهلاكي بقصد خفض الطلب على الموارد الاستراتيجية المهمة في أوقات الأزمات من جهة ومنع الزيادات المتتالية في القوة الشرائية للمستهلكين. ويشترط لنجاح هذه الأداة دفع جزء من قيمة السلعة مقدماً وكذلك تحديد مقدار الأقساط وقيمتها شريطة عدم تجاوز هذه القروض قيمة محددة من موجودات المصارف.
- اشتراط الإيداع مقدماً لقاء الاستيراد (Deposit before import): وتُستعمل هذه الوسيلة في الدول التي يتعرض ميزان مدفوعاتها لعجز مستمر بسبب التوسع في الاستيراد أو الطلبات الكثيرة للتحويل الخارجي وبموجبها يلزم البنك المركزي بوضع احتياطي نقدي لقاء خطابات الضمان للمستوردين. كما يمكن جعلها أكثر نوعية من خلال التمييز بين المستوردين كأن تختلف نسبة الودائع المطلوبة مقدماً باختلاف أنواع المواد أو الدول المستورد منها.

## ثانياً: السياسة النقدية والمدارس الاقتصادية:

تطور مفهوم السياسة النقدية واختلف باختلاف النظريات الاقتصادية التي تعاقبت على تناوله والتي يمكن تصنيفها كالتالي:

### 2-1. السياسة النقدية في الفكر الكلاسيكي والنيو كلاسيكي:

يرى الكلاسيك أن النقود ما هي إلا حجاب (Veil) يخفي وراءه تبادلاً حقيقياً للسلع والخدمات. كما أنهم يعتبرون أن النقود لا تُطلب لذاتها وإنما هي وسيلة للتبادل في السوق<sup>1</sup> بمعنى أنها تُطلب لإنفاقها لا لاكتنازها وهي تعود إلى السوق كقوة شرائية فاعلة لتصريف الإنتاج في حالة استلامها كعوائد وبالتالي لا تُعتبر مخزناً للقيمة يمكن الاحتفاظ بها.

وقد جاءت فروض الكلاسيك متفقة حول دور النقود في الاقتصاد من حقيقة مفادها أن آلية السوق هي التي تنظم الاقتصاد من خلال الموازنة بين الطلب والعرض (الإنتاج) الكلي

<sup>1</sup> فاضل اسماعيل الدليمي، فاضل: النقود والبنوك، مرجع سبق ذكره. ص 387.

بحيث يسود مبدأ المنافسة الحرة دون تدخل الدولة في العلاقات الاقتصادية وهو ما عُرف بقانون ساي - (say law)<sup>1</sup>.

ومع بداية القرن التاسع عشر ظهرت النظرية الكمية في النقود التي ركزت اهتمامها على الجانب النقدي للدخل الكلي الأمر الذي حدا بتسميتها نظرية الطلب على النقود كونها تعبر عن مقدار كمية النقود التي تتم حيازتها عند مستوى دخل معين<sup>2</sup>.

ويمكن تصنيف الفروض المتصلة بالفكر الكلاسيكي (على أساس الفصل بين القطاع الحقيقي والنقدي في الاقتصاد القومي) إلى مجموعتين تفترض أولهما أن الاقتصاد مغلق يتم استخدام موارده بالشكل الكامل مما يجعل جهازه الإنتاجي يتسم بالجمود تجاه التغيرات في الطلب الكلي كما أن العرض فيه يخلق الطلب وبالتالي تتعدم حالة الإفراط في الإنتاج على مستوى الاقتصاد ككل إذا ما توفرت المرونة في الأسعار بينما يتساوى الادّخار مع الاستثمار عند مستوى سعر فائدة توازني<sup>3</sup>. بالمقابل تفترض المجموعة الثانية بأن جميع المعاملات في الاقتصاد يتم تنفيذها من خلال السوق باستخدام النقود وبذلك تتمثل الوظيفة الوحيدة للسوق بالتبادل ولا يمارس فيها التغير في كمية النقود أي تأثير على حجم الإنتاج.

وسعيّاً من الكلاسيك لتوضيح هذا الموقف النظري فقد اعتمدوا على ما يسمى بمعادلة التبادل أو التعامل للاقتصادي الأمريكي آرنيج فيشر والذي صاغ هذه المعادلة على النحو الذي يشرح العلاقة بين كمية النقود  $M$  والإنفاق الكلي للسلع والخدمات ( $PT$ ) بالشكل التالي<sup>4</sup>:

$$MV = PT$$

حيث تمثل  $P$  المستوى العام للأسعار بينما تمثل  $T$  حجم المعاملات أو حجم التبادل الذي يجري في زمن ما (وقد تشمل سلعاً قد لا يتضمنها تعريف الناتج المحلي الإجمالي إلا أنه قد تم تبادلها كسواء السلع المستعملة). وبالتالي فإن  $PT$  يمثل الإنفاق الكلي ويمكن

<sup>1</sup> كينيث جالبريت، جون، ترجمة أحمد فؤاد بليغ: تاريخ الفكر الاقتصادي (الماضي صورة الحاضر)، سلسلة عالم المعرفة، المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، الكويت، عام 2000، ص 89.

<sup>2</sup> أبو الفتوح الناقة، أحمد: نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، ط1، عام 1997، ص 29.

<sup>3</sup> غزلان، محمد عزت: اقتصاديات النقود والمصارف، دار النهضة العربية، مصر، القاهرة، ط1، عام 2002، ص 186-187.

<sup>4</sup> محمد نوري الشمري، ناظم: النقود والمصارف والنظرية النقدية، مرجع سبق ذكره، ص 92.

النظر إليه على أنه الدخل النقدي الكلي في الاقتصاد القومي أو القيمة النقدية للدخل الكلي. وبالمقابل تمثل  $V$  متوسط عدد المرات التي تنفق خلالها وحدة النقد في شراء السلع والخدمات المنتجة في الاقتصاد خلال فترة زمنية معينة عادة ما تكون سنة (سرعة دوران النقود).

ويرى فيشر أنه في حال قيام الأفراد باستخدام بطاقات الائتمان لإتمام معاملاتهم (مما يعني استخداماً أقل للنقد) فإن  $M$  ستتناقص وبالتالي ستزداد سرعة دوران النقود (العلاقة عكسية) بينما يحدث العكس لدى استخدام النقد أو السحب من الودائع تحت الطلب. واعتبر فيشر بأن العوامل المؤسسية في الاقتصاد والتي من شأنها التأثير على سرعة الدوران بطيئة التغيير عبر الزمن مما حدا به إلى اعتبار أن  $V$  ثابتة في الأجل القصير. ومن أبرز تلك العوامل كثافة السكان ومدى الوعي المصرفي إضافة إلى درجة تطور الجهاز المصرفي ومدى تطور الأسواق المالية والنقدية وغيرها.

هذا وقد واجهت النظرية التقليدية للنقود انتقادات عدة كان أبرزها:

- افتراض النظرية التقليدية بأن التغييرات التي تطرأ على كمية النقود تنعكس على المستوى العام للأسعار في ظل ثبات حجم الإنتاج عند مستوى التشغيل الكامل مما جعل الفكر التقليدي لا يعترف بالعوامل الأخرى التي من شأنها التأثير على المستوى العام للأسعار مثل العوامل التي ترتبط بالنشاط الاقتصادي الحقيقي كارتفاع الأجور فهي تُعتبر في نظره متغيرات ثابتة في الأجل القصير<sup>1</sup>.
- تضم معادلة التبادل جميع المعاملات دون التمييز بين عمليات الإنتاج وعمليات أسواق الأوراق المالية أو تبادل الأصول الحقيقية، كما أن متوسط أسعار السلع  $P$  هو متوسط عام للأسعار لا يأخذ السلع الاستهلاكية والإنتاجية بعين الاعتبار وبالتالي لا يمكن اعتباره أداة مناسبة للتحليل الاقتصادي لأن النشاط الخاص بالدخل القومي يقوم على خلق سلع جديدة.

<sup>1</sup> شامية، أحمد زهير: النقود والمصارف، دار زهران للنشر، الأردن، عمان، ط1، عام 1993، ص 115.

- تفترض النظرية ثبات سرعة دوران النقود وهو ما أثبتت الدراسات الإحصائية عدم صحته.
- تفترض النظرية بأن كمية النقود هي دائماً السبب بينما تعتبر تغيرات المستوى العام للأسعار هي النتيجة وبموجب ذلك تحولت معادلة التبادل إلى دالة للأسعار (السعر متغير تابع وكمية النقود متغير مستقل) في حين أنه يمكن حدوث العكس إذ يمكن أن تزداد الأسعار لأسباب غير كمية النقود كالتوقعات بالنسبة للمستقبل.
- لا تأخذ هذه النظرية سعر الفائدة بعين الاعتبار وبالتالي تعدُّ غير مناسبة.
- إن ثبات حجم المعاملات وتحقق التشغيل الكامل بصفة تلقائية ومستمرة وعدم وجود موارد اقتصادية عاطلة يمكن أن تُستخدم لزيادة الإنتاج الكلي وبالتالي فإن فرضية ثبات العرض الكلي للسلع والخدمات والتي تقوم عليها النظرية هي غير صحيحة في مطلق الأحوال<sup>1</sup>.

أعيدت صياغة هذه النظرية فيما بعد من لدن الاقتصادي البريطاني الفريد مارشال والذي قدم صياغة أخرى للطلب على النقود تستند أيضاً إلى نظرية كمية النقود أطلق عليها معادلة كامبريدج أو نظرية الأرصدة النقدية وصيغت على النحو الذي يربط كمية النقود بمستوى الإنتاج فقط بحيث أنه استبدل  $T$  بالمتغير  $Y$  والذي يمثل كمية السلع والخدمات النهائية المنتجة خلال مدة زمنية معينة فأصبحت المعادلة كالآتي<sup>2</sup>:

$$M = K PY$$

تختلف هذه المعادلة عن سابقتها بمفهوم  $K$  والذي يساوي إلى  $\frac{1}{V}$  ويمكن توضيح ذلك كالتالي:

$$MV = PY \text{ وبالتالي فإن } V = \frac{PY}{M}$$

<sup>1</sup> غزلان، محمد عزت، مرجع سبق ذكره، ص 193.

<sup>2</sup> السيد علي، عبد المنعم، سعد الدين عيسى، نزار، النقود والمصارف والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 238-239.

معادلة كامبردج  $K = \frac{M}{PY}$  وبالتالي  $V = \frac{1}{K}$  والتي تمثل الوحدة النقدية الواحدة التي يحتفظ بها الفرد خلال السنة.

مما سبق يتضح بأن السياسة النقدية لدى الكلاسيك هي سياسة محايدة يتمثل دورها في خلق النقود بقصد تنفيذ المعاملات أي أن حجم المعاملات هو الذي يحدد كمية النقود الواجب توفرها. وهذا ما استطاع الكلاسيك التوصل إليه لأن النقود برأيهم لا تزال تعدّ وسيلة لتسهيل الحياة الاقتصادية وعلاقة كمية النقود موجودة فقط مع المستوى العام للأسعار الأمر الذي جعلها تتمتع بالحيادية خلال المدة التي سادت فيها أفكار الكلاسيك. بينما خلص التحليل النيو كلاسيكي (نظرية الأرصدة النقدية) إلى أن التغير في حجم الأرصدة النقدية المطلوبة (أي النسبة K المتولدة عن التبدل في التوقعات) إذا لم ترافقه تغيرات مقابلة في عرض النقود فإن ذلك سيؤدي إلى تقلبات كبيرة في النشاط الاقتصادي ويكون مصدراً من مصادر التقلبات الاقتصادية.

## 2-2. السياسة النقدية في الفكر الكينزي:

شكلت أفكار كينز ثورة حقيقية في عالم الاقتصاد في الفترة التي تلت الكساد الكبير (1933-1936) وقد حققت نظريته رواجاً كبيراً في الأوساط الأكاديمية في المجتمعات الغربية أمام عجز النظرية الكلاسيكية التي كانت سائدة عن تفسير الكساد وتزويد الدولة بأفكار تمكّن من رسم سياسة اقتصادية يكون بمقدورها إخراج الاقتصاد الرأسمالي من أعنف أزمة مرّ بها وبالشكل الذي يضمن تجدد هياكله الاقتصادية.

ففي الوقت الذي تؤمن فيه النظرية الكلاسيكية بحيادية النقود، تقوم النظرية الكينزية على أساس أهمية الدور الذي يمكن أن تلعبه النقود على مستوى الاقتصاد القومي. بمعنى أن تغير كمية النقود سيؤثر بالتبعية في المتغيرات الاقتصادية الأخرى كالإنتاج والعمالة والادّخار والاستثمار والاستهلاك الأمر الذي يستتبع التأثير في الوضع الاقتصادي ككل<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> عوض الله، زينب، الفولي، أسامة: أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، بيروت، عام 2003، ص 228، 232.

وبالنظر إلى النقود في التحليل الكينزي، يعدُّ سعر الفائدة ظاهرة نقدية وليست ظاهرة عينية أو حقيقية كما افترضها التحليل الكلاسيكي يتم تحديده على أساس التفاعل بين عوامل العرض والطلب (تفضيل السيولة) على اعتبار أنه يمثل ثمن التخلي عن السيولة النقدية خلال فترة زمنية معينة. كما أن الطلب على النقود من جانب الأفراد (أي رغبتهم في الاحتفاظ بها) يرجع إلى دوافع ثلاثة هي: دافع المعاملات ودافع الاحتياط ودافع المضاربة.

ويعتبر دافع المعاملات العامل الرئيسي والأكثر شيوعاً لاحتفاظ الأفراد بثروتهم على شكل نقود ويُطلق على النقود التي يستلزمها النشاط لهذا الغرض مصطلح النقود الفعالة أو العاملة إذ يفضل الأفراد النقود "السيولة" لمواجهة المدفوعات النقدية التي تستلزمها المعاملات المختلفة في الفترة الواقعة بين استلامهم لدخولهم في شكل رواتب وأجور وإجراء المدفوعات النقدية (أي ما يطلق عليه فترة الدخل والإنفاق)<sup>1</sup>. كما تتوقف كمية النقود بدافع المعاملات على مستوى الدخل القومي وعلى حجم المعاملات وسرعة دوران النقود رغم أن العلاقة فيما بين هذه العوامل لا تعتبر ثابتة على المدى الطويل ويمكن اعتبارها ثابتة خلال الأمد القصير فهي دالة متزايدة.

بالمقابل يُقصد بدافع الاحتياط، الدافع الذي يجبر الأفراد والمشروعات على طلب النقود بدافع الحيطة والحذر لمواجهة الحالات الطارئة نتيجة ما يمكن أن يحدث من الإنفاق غير المتوقع في المستقبل. ويتوقف هذا الطلب على مستوى الدخل القومي إذ يمثل دالة مستقرة ترتبط بمستوى الدخل ولا ترتبط بمعدلات الفائدة. أي أن  $M_L = L(y)$

من جهة أخرى، فقد فصل كينز الطلب على النقد بدافع المضاربات عن الدافعين السابقين وأطلق عليه تعبير "تفضيل السيولة" والذي يعني الاحتفاظ بالنقد للاستفادة من فروق الأسعار وتحقيق الربح أو تفادي الخسارة بسبب المخاطر المستقبلية التي تصاحب تطورات الحياة الاقتصادية وخاصة تلك المتعلقة بأسعار الفائدة. حيث أن ارتفاع سعر الفائدة من شأنه أن يؤدي إلى انكماش في حجم الاستثمار ومن ثم نقص في الطلب الكلي الفعال والذي ينعكس بدوره على مستويات الدخل والإنتاج والاستخدام<sup>2</sup>. ويحصل العكس بميل التفضيل

<sup>1</sup> شامية، أحمد زهير، مرجع سبق ذكره، ص 177.

<sup>2</sup> أيوب الجوريجاتي، أوس فخر الدين: أثر المتغيرات النقدية والمالية في النمو الاقتصادي في بلدان نامية مختارة، أطروحة دكتوراه، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العراق، عام 2005، ص 130-133.

النقدي للانخفاض مما يدعو إلى اعتبار التفضيل النقدي (طبقاً للتحليل الكينزي) مصدراً مهماً من مصادر التقلبات الاقتصادية.

كما أن إيمان كينز بمبدأ تدخل الدولة جعله يفوض إدارة وتحديد كمية النقود اللازمة للاقتصاد للسلطات النقدية وعليه فإن كمية النقود المعروضة تعدُّ بمثابة متغير خارجي يتحدد من خارج السلطة النقدية في حين أنه عدُّ الطلب على النقود (Md) يتحدد بتفضيل السيولة. وطبقاً لهذا الفرض فإن وسيلة انتقال أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد الكلي والتأثير على كمية المعروض النقدي هي من خلال قناة سعر الفائدة حيث تسعى السياسة النقدية في هذه الصدد إلى توفير الأموال (الائتمان المصرفي) بكلفة منخفضة لزيادة وتيرة الطلب على الاستثمار وتسريع عملية تكوين رأس المال باتجاه دفع عملية النمو الاقتصادي في الدول النامية وهنا يكون الطلب على النقود لأغراض التمويل الاستثماري مقدماً على أغراض المعاملات والاحتياط والمضاربة\*.

في إطار ما سبق، يرى كينز أن حجم الاستثمار يتوقف على عاملين اثنين هما<sup>1</sup>:

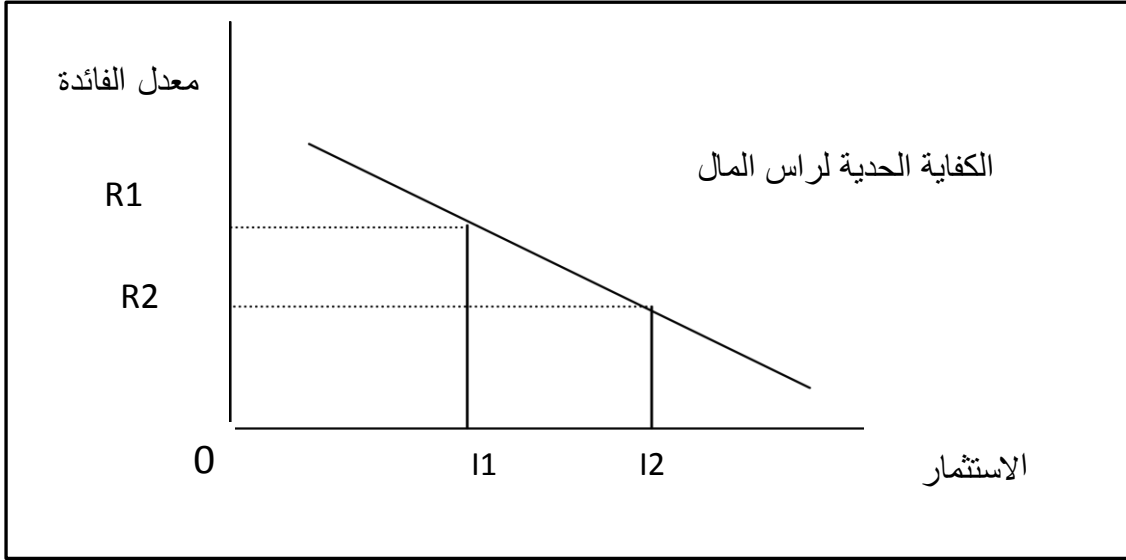
1. معدل الفائدة الذي يدفعه المنظم لقاء حصوله على رأس المال النقدي المقترض من السوق النقدية والذي سيتم استخدامه في خلق سلع إنتاجية جديدة.
  2. الكفاية الحدية لرأس المال وهو يمثل سعر إعادة الخصم الذي يحقق التعادل بين نفقات المشروع والقيمة المخصومة لتيار الدخل المستقبلي الذي يولده المشروع.
- فإذا ما افترضنا ثبات الكفاية الحدية لرأس المال فإن الاستثمار يتماشى عكسياً مع سعر الفائدة كما يبين الشكل التالي:

\*أهمل التحليل الكينزي دور النقود والسياسة النقدية في اقتصاد متقدم يعيش حالة الركود الاقتصادي بينما ظهرت أهميتها لديه في اقتصادات الدول النامية.

<sup>1</sup> نعمة الله، يوسف عبد الوهاب: النقود في النشاط الاقتصادي، شركة مطابع الجزيرة، عام 1975، ص 175.



### الشكل رقم (3.2) العلاقة بين الاستثمار وسعر الفائدة

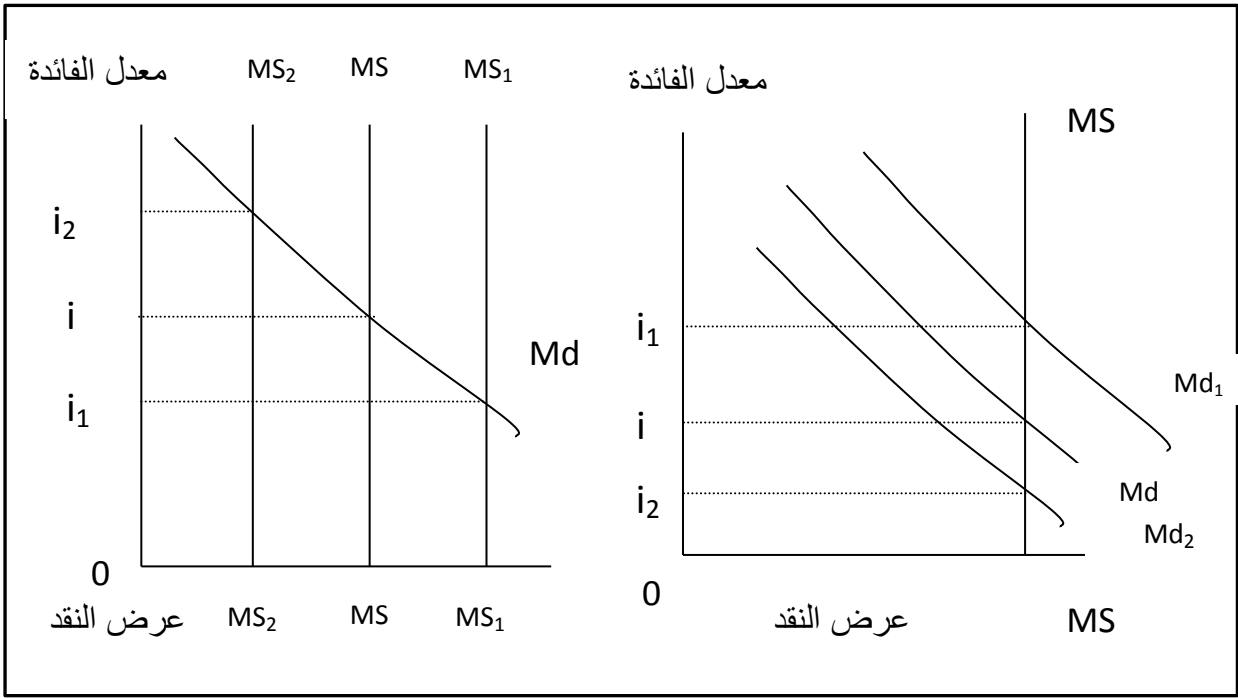


Source: Kamerchen, David: "Money and Banking", 1988, Op cit, P 429.

من هنا فإن أي زيادة في كمية النقود تؤدي إلى انخفاض في معدل الفائدة والذي يؤدي بدوره إلى زيادة الاستثمار وبالتالي زيادة الطلب الفعال وارتفاع الدخل التوازني بتأثير عمل المضاعف. وخلاصة التحليل الكينزي أنه كلما كان سعر الفائدة مرتفعاً يكون أثر تغير سعر الفائدة الناجم عن تغير المعروض النقدي أكبر ما يمكن والعكس صحيح بمعنى أن السياسة النقدية تكون غير فعالة عند المستويات المنخفضة من سعر الفائدة.

ويوضح كل من الشكل رقم (4.2) والشكل رقم (5.2) العلاقة بين سعر الفائدة وعوامل

العرض والطلب على النحو التالي:



العلاقة بين عرض النقد وسعر الفائدة

مع ثبات منحنى تفضيل السيولة

الشكل رقم (4.2)

العلاقة بين الطلب على النقود

وسعر الفائدة مع ثبات عرض النقد

الشكل رقم (5.2)

نلاحظ من الشكل رقم (4.2) أن سعر الفائدة يتماشى عكسياً مع التغيرات التي تحدث في عرض النقد (MS) عند افتراض ثبات مستوى تفضيل السيولة النقدية<sup>1</sup>. أما الشكل (5.2) فإنه يبين المستويات المختلفة من تفضيل السيولة عند مستويات فائدة متباينة بافتراض ثبات كمية المعروض النقدي حيث يرتفع سعر الفائدة مع ارتفاع منحنى تفضيل السيولة من (Md) إلى (Md<sub>1</sub>) وينخفض بانخفاضه ويرى كينز أن سعر الفائدة ليس العامل الأهم المؤثر في الادّخار بل إن الدخل القومي هو الذي يحدد الادّخار كما أن الفائدة التي تدفع ليس جزءاً للامتناع عن الاستهلاك بل هي بمثابة إغراء للتخلي عن السيولة أو عدم الاكتناز<sup>2</sup>.

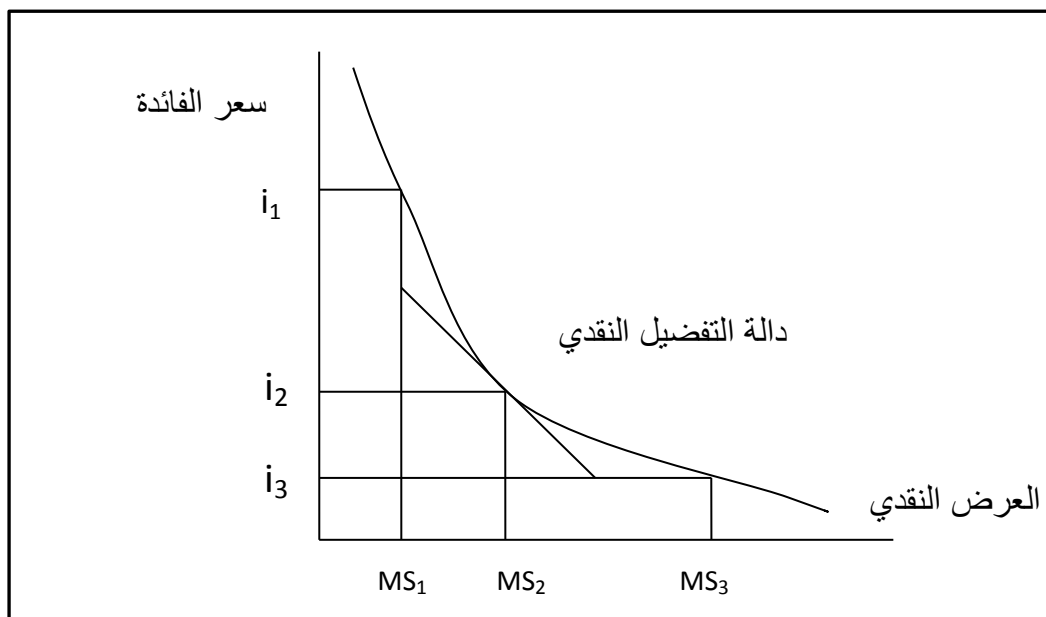
وعليه وعلى اعتبار أن عمليات السوق المفتوحة هي أداة السلطات النقدية للتحكم بكمية المعروض النقدي في السوق، فإن اتباع سياسة نقدية انكماشية تدفع البنك المركزي إلى الدخول بأتعاً للسندات الحكومية في السوق المالية وامتصاص جزء من السيولة النقدية

<sup>1</sup>فاضل اسماعيل الدليمي، فاضل: النقود والبنوك، مرجع سبق ذكره. ص 466-467.

<sup>2</sup>قريصة، صبحي تادرس، يونس، محمود: مقدمة في الاقتصاد، دار النهضة العربية، بيروت، عام 1984، ص 288.

وتخفيض عرض النقد الأمر الذي يرفع من سعر الفائدة وكلفة الحصول على القروض لأغراض الاستثمار مما يحدُّ من الطلب الاستثماري<sup>1</sup> بينما يحصل العكس لدى اتباع سياسة نقدية توسعية. كما تتوقف قدرة السياسة النقدية في التأثير على المستوى السائد لسعر الفائدة على مدى ثبات ومرونة دالة التفضيل النقدي والذي يوضحه الشكل التالي<sup>2</sup>:

الشكل رقم (6.2) العلاقة بين السياسة النقدية وسعر الفائدة



Source: Kamerchen, David: "Money and Banking", 1988, Op cit, P471.

وقد تعرضت النظرية الكينزية لمجموعة من الانتقادات يمكن تلخيص أبرزها بما يلي:

- يعتقد كثير من الاقتصاديين أن نظرية كينز ليست نظرية عامة فهي لا تصلح إلا لأحوال الكساد حيث أهمل كينز في كتاباته علاقة النفقة بالأسعار كما أنه أهمل تقلباتها وقد يمكن قبول هذا الإهمال في أحوال البطالة بينما لا يمكن قبوله في حالة التوظيف الكامل أو القرب منها وبالمقابل فإن السياسة النقدية السخية التي نادى بها كينز قد تسفر عن نشوب حالة التضخم وتعرقل دور السياسة المصرفية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> حرمة، خديجة: آلية انتقال آثار السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي مع إشارة خاصة للاقتصاد الموريتاني، أطروحة ماجستير، جامعة بغداد، عام 1999، ص 3.

<sup>2</sup>Kamerchen, David: "Money and Banking", 1988, Op cit, P471.

<sup>3</sup> عمر، حسين: مبادئ علم الاقتصاد والمشكلة الاقتصادية والسلوك الرشيد، تحليل جزئي وكلي، القاهرة، عام 1989، ص 780.

- انتقد بعض الاقتصاديين طريقة كينز التي حدد فيها شكل الاحتفاظ بالثروة إما على شكل نقود أو سندات وربطها بتوقعات أسعار الفائدة وحاولوا تفسير الطريقة التي يحتفظ بها الأفراد بالأرصدة النقدية في ظل التطورات الاقتصادية الحاصلة في الأسواق المالية وإمكانية استثمار الأموال خلال فترة قصيرة جداً. فلم يكن كينز يتصور غير السندات والنقود مع أن هنالك أشكالاً متباينة من أشباه النقود التي يمكن أن تحتفظ بالسيولة وكما كان المجتمع غنياً كلما اتسعت محفظته لتشمل أصولاً سائلة وشبه سائلة.
  - عدم ارتباط التفضيل النقدي بدافع المعاملات والاحتياط بالدخل فحسب بل بمستوى سعر الفائدة أيضاً. كما اعتبر بعض الاقتصاديين أن سعر الفائدة يرتبط أيضاً بالتفضيل النقدي للمعاملة والاحتياط كما أن استلام الدخل لا يتوافق مع إنفاقه مما يوجد فرصة للاستفادة من جزء منه وبالتالي فإن الادّخار والإنفاق الفعلي الذي يتحقق اليوم هو من الدخل الذي تحقق بالأمس وإن الزيادة في الدخل المترتبة على الزيادة في الاستثمار لا ينتج عنها زيادة في الإنفاق والادّخار ويعتقد "روبرتسون" أن هذه الزيادة قد تستمر لفترة من الزمن طالما أن ارتفاع مستوى الدخل يؤدي إلى ارتفاع الأسعار ومستوى الأرباح.
  - اعتباره سعر الفائدة ظاهرة نقدية وعدم إشارته إلى التغيرات في مستوى الدخل والتي من شأنها أن تؤثر على أسعار الفائدة كما أنه اكتفى بتحديد العوامل التي تحدد سعر الفائدة على الأمد القصير ولم يتناول العوامل التي تحدده في الأجل الطويل<sup>1</sup>.
- تتالت بعد ذلك محاولات الكينزيين لتحديث فروض نظرية كينز، فقد ذهب كل من توبن وبامول إلى أن الطلب على النقود يعتمد بالإضافة إلى الدخل على عوامل أخرى عدة منها<sup>2</sup>:
- تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالأرصدة النقدية لغرض التبادل بشكلها النقدي مقابل استثمارها في موجودات مالية أخرى، وتتمثل هذه التكلفة بسعر الفائدة في السوق فقد يواجه المستثمرون مخاطر كبيرة لدى احتفاظهم بالنقود بسبب التقلبات في قيمة النقود نتيجة التقلبات في المستوى العام للأسعار.
  - تكلفة الدخول إلى السوق والخروج منه والتي تتمثل بشكل رئيس بالعمولات التي تُدفع عادة للسماسة الماليين عند بيع وشراء الأوراق المالية.

<sup>1</sup> شامية، أحمد زهير: مرجع سبق ذكره، ص 202.

<sup>2</sup> السيد علي، عبد المنعم، سعد الدين عيسى، نزار، النقود والمصارف والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 244.

- حالة عدم اليقين أي عدم التأكد فيما يخص أسعار الفائدة في المستقبل مما يشكل حجر الزاوية لدى المفاضلة بين السندات والنقود بوصفها أشكالاً رئيسية للاحتفاظ بالثروة.

جاءت مساهمة الكينزيين هذه خاصة بعد أن تعرضت نظرية كينز في الطلب على النقود لأغراض المضاربة إلى الانتقاد كون فخ السيولة التي تحدث عنه كينز هو حالة خاصة في الطلب على النقود ولا يحدث ذلك إلا في الظروف غير الاعتيادية كزمن الكساد الكبير والذي بناه كينز على افتراض الاختيار ما بين الاحتفاظ بالثروة على شكل نقود أو سندات بينما الحالة الأكثر احتمالاً في رأي المستثمر هو تنويع المحفظة وتوزيع الثروة بينهما.

وقد ساهمت نظرية ماركويتز وجيمس توبن في معالجة حالة النقص هذه إذ قدم كل منهما طريقة تمكن الأفراد من الاختيار ما بين المضاربة في توزيع ثرواتهم وعلى أساس الموازنة بين العوائد والمخاطر بغرض الوصول إلى محفظة استثمارية متنوعة ويمكن تلخيص إسهام كل منهما بالشكل التالي<sup>1</sup>:

- يرغب المضارب بتقسيم ثروته ما بين النقود والسندات.
- تتميز النقود بقلّة المخاطرة وانخفاض العائد بينما تتميز السندات بارتفاع العائد والمخاطرة مقارنة بالنقود.
- يتمثل العائد على السندات بالفوائد المستحقة عليها بالإضافة إلى الزيادات المتوقعة في أسعارها، في حين أن العائد على النقود يتمثل بالفوائد التي تمنح على الودائع في المصارف.
- إذا أراد المضارب أن يقلل المخاطر التي يتحملها فإنه يزيد من موجوداته النقدية ويقلل من موجوداته من السندات وهو بذلك يضحى بالعوائد التي يحصل عليها من السندات وتزداد التضحية كلما ارتفعت هذه العوائد.
- إذا كانت التضحية بالعوائد تتم مقابل تخفيض المخاطر أكبر مما يرغب فيه المضارب فإنه في هذه الحالة سوف يزيد من طلبه على السندات ويقلل من طلبه على النقود ويتحقق ذلك عندما ترتفع الفوائد على السندات ويحدث العكس في حالة انخفاضها.

<sup>1</sup> السيد علي، عبد المنعم، سعد الدين عيسى، نزار، النقود والمصارف والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 251.

## 2-3. السياسة النقدية في التحليل النقدي:

تعرضت الأفكار والمبادئ الأساسية للتحليل الكينزي لانتقادات عدة من قبل أصحاب مدرسة شيكاغو والمسماة بالمدرسة النقودية التي يتزعمها الاقتصادي الأمريكي ملتون فريدمان (Melton Friedman).

ويبني أصحاب هذه المدرسة آراءهم بالإشارة إلى مدرسة أخرى يُطلق عليها اسم (مدرسة المنفعة) (Utility School) والتي تفترض بأن النقود تعطي منفعة لحائزها شأنها في ذلك شأن السلع وبالتالي فإن إدخال الناتج المحلي الإجمالي في الطلب على النقود يرجع إلى أن الناتج الإجمالي يمثل قيداً على الإنفاق (أي حداً أعلى للإنفاق) فهو بمنزلة مقياس للحجم يقابل الدخل في دالة الاستهلاك<sup>1</sup>.

وفيما يتعلق بالسياسة النقدية ونظرية كمية النقود. يعتقد ملتون فريدمان بأن الزيادة في كمية النقود هي شرط كافٍ لتحقيق النمو الاقتصادي على المدى الطويل<sup>2</sup> عدا عن تأثيرها الفاعل على الدخل ومستويات الأسعار. كما يرى أن هنالك علاقة ثابتة بين ما يرغب ان يحتفظ به الجمهور كأرصدة نقدية حقيقية وبين عدد من المتغيرات المستقلة وبسبب هذه الدالة الثابتة على النقود فإن التغيرات الحاصلة في كمية النقود تؤدي إلى حصول تغيرات في الدخل والأسعار كما أن الأرصدة النقدية التي يحتفظ بها الأفراد تعدّ معقلاً مؤقتاً للقوة الشرائية كون النقود تمكن من الفصل بين عمليات البيع والشراء.

بالمقابل فإن الطلب على النقود كما يراه فريدمان هو طلب على أرصدة نقدية حقيقية تتغير بصورة نسبية مع المستوى العام للأسعار<sup>3</sup> وهي شكل من أشكال الثروة وأصل من ضمن الموجودات لدى الوحدات مالكة الثروة في الاقتصاد إضافة إلى كونها سلعة إنتاجية تشكل مصدراً لتوليد الخدمات الإنتاجية المساهمة مع خدمات عوامل الإنتاج الأخرى<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> جاسم، عباس كاظم: تقييم السياسة النقدية في بلدان عربية مختارة، رسالة ماجستير، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، العراق، عام 2005، ص 38-39.

<sup>2</sup> السيد علي، عبد المنعم: دور السياسة النقدية في التنمية الاقتصادية، المنظمة العربية للتربية والثقافة والعلوم، معهد البحوث والدراسات العربية، القاهرة، مصر، عام 1975، ص 80.

<sup>3</sup> السيد علي، عبد المنعم: اقتصاديات النقود والمصارف، وزارة التعليم العالي والبحث العلمي، الجامعة المستنصرية، ط1، عام 1986، الجزء الأول، ص 358.

<sup>4</sup> Friedman, Melton: "Studies in the quantity theory of money", the University of Chicago press, six impression, 1974, P4.

وتتحدد تكلفة الاحتفاظ بالنقود (باعتبارها شكلاً من أشكال الثروة) بالعائد على الموجودات المالية كالأسهم والسندات والأصول المالية الأخرى كالعقارات والسلع الذي تتخلى عنه الوحدات الاقتصادية مقابل احتفاظها بالنقود كما أنها تأخذ معدل التضخم المتوقع بعين الاعتبار.

بتعبير آخر فإن ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع الادخارية والسندات يزيد من تكلفة الاحتفاظ بالنقود مما يدفع بالأفراد إلى إحلال هذه الموجودات محل النقود في ثروتهم مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على النقود والعكس صحيح<sup>1</sup>.

في ضوء ما سبق يمكن صياغة دالة الطلب على النقود عند فريدمان على الشكل التالي<sup>2</sup>:

$$\left( \frac{M}{P} \right) = F \left( rb, P, re, \frac{1}{P} \frac{dp}{dt}, w, \frac{Y}{P}, u \right)$$

حيث أن:

$M/P$  (ويمكن كتابتها  $M^d$ ) وتمثل دالة الطلب على النقود.

$rb$  عائد السندات ويتمثل بسعر الفائدة السوقي.

$P$  المستوى العام للأسعار.

$re$  عائد الأسهم ويتمثل بالأرباح السنوية.

$\frac{1}{P} \frac{dp}{dt}$  معدل التضخم المتوقع.

$W$  تمثل نسبة الثروة غير البشرية (رأس المال البشري) إلى الثروة البشرية.

$Y/P$  الدخل الدائم أو القيمة الحقيقية للثروة (ترتبط بسعر الفائدة).

$u$  وتمثل الأذواق وترتيبات الأفضلية.

<sup>1</sup>Friedman, Melton: "Studies in the quantity theory of money", 1974, Op cit, P11.

<sup>2</sup> اسماعيل الدليمي، عوض: النقود والبنوك، مرجع سبق ذكره، ص 567-568.

يتضح من الصيغة أعلاه ان الطلب على السيولة النقدية دالة في عوائد الأصول المالية والنقدية وهي متغيرات خارجية شأنها شأن معدل التضخم المتوقع في حين أن كلاً من الدخل الدائم والعنصرين (W,U) هما متغيرات داخلية عدّها فريدمان ذات تأثير ضئيل على الأمد القصير ليصل إلى أن دالة الطلب على النقود متجانسة من الدرجة الأولى بالنسبة للأسعار. كما أن النظرة المتفحصة لهذه الدالة تكشف عن تقلص في عدد المتغيرات المحددة للطلب على النقود حيث يتم تفسيرها بعامل واحد هو الدخل الدائم الحقيقي كتعبير عن الثروة<sup>1</sup> مما يجعل دالة الطلب على النقود تصبح دالة مستقرة لعدد محدود من المتغيرات يمكن التعبير عنها بالشكل التالي:

$$\frac{M}{P} = ky$$

M/P الطلب على النقود بصورة أرصدة نقدية حقيقية.

K نسبة الأرصدة النقدية التي يحتفظ بها الأفراد من دخلهم الدائم.

Y الدخل الحقيقي الدائم.

بناء على ما تقدم نخلص إلى ما يلي:

1. إن مرونة الطلب النقدي لمعدل الفائدة لا تظهر تغيرات مهمة على الطلب على النقود عندما يكون سعر الفائدة في أدنى مستوى له ويعني ذلك إنكار فريدمان لفكرة مصيدة السيولة (التفضيل المطلق للسيولة).
2. إن التغيرات في عرض النقود MS سيكون لها الدور الأكبر في تفسير التغيرات في مستوى الدخل الكلي بالاستناد إلى فرضية دالة الطلب على النقود. يكون ذلك من خلال آلية عمليات السوق المفتوحة التي يقوم بها البنك المركزي من جهة ومن خلال خلق نقود إضافية جديدة عن طريق منح الائتمان للأفراد والمشاريع وبسعر فائدة أقل من السابق الأمر الذي يدفع الوحدات الاقتصادية غير المصرفية إلى شراء الموجودات الحقيقية كونها أرخص من الموجودات المالية مما يزيد الإنتاج والدخل القومي بشكل عام.

<sup>1</sup> محمد مناحي الرفيعي، افتخار: أثر المضاعف النقدي في عرض النقود، أطروحة ماجستير، جامعة بغداد، عام 2002، ص 33.



وخلص تحليل ملتون فريدمان هو إعطاء أهمية رئيسة للتوسع النقدي في تفسير النمو والتوسع الاقتصادي وفي تفسير التطورات التي تطرأ على مستوى النشاط الاقتصادي<sup>1</sup> إذ إن تأثير كمية النقود على الدخل القومي يتم من خلال سريانها من القطاع النقدي والمالي إلى القطاع الحقيقي إلى جانب اعتباره النقود سلعة رأسمالية تدخل في العمليات الإنتاجية ويكون دورها الحاسم في رسم السياسة النقدية وليس لأسعار الفائدة أو الإنفاق الاستثماري<sup>2</sup>.

ويقترح فريدمان وأنصاره من النقوديين زيادة كمية النقود بنسبة ثابتة مع الزيادة في الناتج القومي آخذين بعين الاعتبار الاتجاه العام ومدة التأخير ذلك أن أي اختلال بين معدل نمو عرض النقد ومعدل نمو الناتج المحلي الحقيقي يؤدي إلى اختلالات في توازن الاقتصاد القومي. كما أنهم يرون وجود علاقة عكسية بين معدل نمو عرض النقد وسعر الفائدة مسمين ذلك "تأثير السيولة" مع بقاء العوامل الاقتصادية كالدخل ومستوى الأسعار والتضخم المتوقع على حالها. أما إذا ما أثرت الزيادة في عرض النقد على هذه العوامل الاقتصادية ذات التأثير المباشر على الاقتصاد فإن زيادة عرض النقد قد تؤدي إلى زيادة أسعار الفائدة<sup>3</sup>.

## 2-4. السياسة النقدية في تحليل التوقعات العقلانية:

ظهرت مدرسة التوقعات الرشيدة خلال عقد السبعينات من القرن الماضي بقيادة روبرت لوكس من جامعة شيكاغو إلى جانب آخرين مثل توماس سارجنت و مل والس وروبرت بارو.

وقد اتبع هؤلاء المنهج الكلاسيكي من جانب التأكيد على دور الأسعار والأجور المرنة في تحقيق التوازن ما بين العرض والطلب في جميع الأسواق وبشكل تلقائي بما في ذلك سوق العمل غير أنه أضاف سمة جديدة لهذا التحليل ألا وهي سمة التوقعات العقلانية (الرشيدة) والتي رأوا بأنها تلعب دوراً مهماً في النشاط الاقتصادي لاسيما الأسعار والدخل

<sup>1</sup>Friedman, Melton: "Studies in the quantity theory of money", 1974, Op cit, P12.

<sup>2</sup> محمد مخلص الخالدي، ذكاء: الطلب على النقود في العراق، منشورات دار البيان، بغداد، عام 1976، ص 30.

<sup>3</sup> الرفاعي، غالب عوض، د. بلعربي، عبد الحفيظ: اقتصاديات النقود والبنوك (الأساسيات)، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ط1، عام 2002، الجزء الأول، ص 180.

والإنتاج والعمالة والادّخار والاستثمار وهنا تمثل مرونة الأسعار والأجور الافتراض الأول الذي تقوم عليه النظرية.

يقوم الافتراض الثاني على أن توقعات (الأفراد - المنشآت) هي توقعات رشيدة بمعنى أنها تلك التوقعات التي تقوم على الاستخدام الكفاء لجميع المعلومات المتاحة والتي تمكن الأفراد من توقع أثر التغييرات في السياسة وتكييف أفعالهم بشكل يلغي أو يشل تماماً أي سياسة<sup>1</sup>. كما أن هذه التوقعات غير متحيزة إحصائياً كونها تستند إلى معلومات وافية وكافية عن الحالة الاقتصادية السائدة لا تختلف عن تلك المتاحة للحكومات.

وينطلق أصحاب مدرسة التوقعات العقلانية في التحليل من أن سلوك الوحدات الاقتصادية يتحدد على أساس تعظيم المنافع إلى أقصى حدّ ممكن وتقليل الخسائر إلى أدنى حدّ ممكن. كما أن أمام كل وحدة اقتصادية كماً معيناً من المعلومات حول المتغيرات الاقتصادية الكلية يمكن أن يتم استخدامها بكفاءة عالية وتستطيع من خلالها اتخاذ القرارات الواقعية والصحية بشأن كل متغيرات السياسة الاقتصادية وبالتالي لن يكون لهذه المتغيرات وخاصة النقدية منها سوى تأثير ضئيل لا يتم أخذه في الحسبان خاصة في المتغيرات الاقتصادية الكلية كالإنتاج والاستخدام<sup>2</sup>.

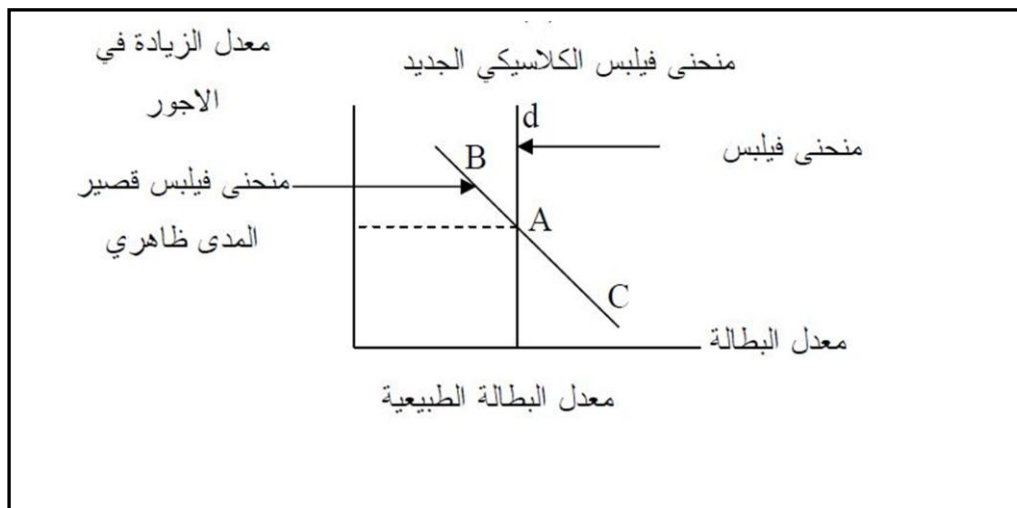
من جهة أخرى استند النقديون إلى نظرية التوقعات الرشيدة لدى تفسيرهم للعلاقة بين كمية النقود وسعر الفائدة إذ إن زيادة كمية النقود بشكل مفاجئ وغير متوقع ستكون آثارها المباشرة والآنية انخفاضاً في سعر الفائدة غير أنه، وبمرور الوقت وعندما يتوقع الأفراد أن هذه السياسة ستؤدي إلى ارتفاع في المستوى العام للأسعار، فإن ذلك سيدفع المقرضين للمطالبة بسعر فائدة أعلى (سعر الفائدة الاسمي) للتعويض عن انخفاض قيمة النقود.

<sup>1</sup> زكي، رمزي: الاقتصاد السياسي للبطالة (تحليل لأخطر المشكلات الرأسمالية المعاصرة)، سلسلة عالم المعرفة، الكويت، عام 1997، نشرين الأول، العدد 226، ص 472.

<sup>2</sup> يحيى علي العكيلي، علي: فاعلية السياستين المالية والنقدية وانعكاساتها على المتغيرات الاقتصادية الكلية، أطروحة دكتوراه، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق، عام 2002، ص 14-15.

وتوصل أتباع هذه النظرية إلى اقتصار أثر السياسة النقدية على المتغيرات الاسمية دون تأثيرها على المتغيرات الحقيقية مما يعني حيادية السياسة النقدية. فهي في نظرهم لا تمارس أي تأثير على مستوى الإنتاج ما عدا التضخم المتوقع الأمر الذي يسمح بانخفاض وقتي في معدل البطالة بل إنهم اعتقدوا بعدم وجود علاقة بين التضخم والبطالة على الأمد القصير. ذلك أن اتباع سياسة نقدية تقوم على زيادات متتالية في عرض النقد وبافتراض العمالة الكاملة ستزيد من الأسعار والأجور نسبياً تاركة الأجر الحقيقي دون تغيير وبالتالي فإن معدل البطالة لن يتغير على الرغم من تزايد معدل التضخم. ولذلك نجد بأن منحنى فيليبس يأخذ عندهم شكل الخط المستقيم العمودي على المحور الأفقي<sup>1</sup> كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل (7.2) منحنى فيليبس الكلاسيكي الجديد



المصدر: سامويلسون، بول: الاقتصاد، ترجمة هشام عبد الله، الدار الأهلية، عمان، الأردن، ط1، عام 2001، ص 644.

<sup>1</sup> إيدجمان، مايكل: الاقتصاد الكلي (النظرية والسياسة)، ترجمة محمد إبراهيم، دار المريخ، الرياض، المملكة العربية السعودية، عام 1989، ص 412، 413.

ووفقاً لأتباع المدرسة الكلاسيكية الجديدة (التوقعات العقلانية) فإن منحني فيليبس الحقيقي يكون عمودياً (موازياً للمحور العمودي) غير أنه يمكن ملاحظة منحني فيليبس ظاهري قصير المدى يمر عبر النقاط (A,B,C). حيث أن النقطة B تنشأ عند توقع صدمة تضخمية حيث تكون الأجور النقدية فوق مستوياتها المتوقعة وبالتالي يعتقد العمال بأن الأجور الحقيقية قد ارتفعت مما يدفعهم إلى العمل أكثر مما يسهم في خفض البطالة وينتقل الاقتصاد من النقطة A إلى النقطة B. وبالطريقة نفسها يمكن تتبع كيفية ترك العمال لوظائفهم حتى يولدوا النقطة C.

وعلى الرغم من قبول فكرة التوقعات العقلانية من الناحية النظرية فقد تعرضت لانتقادات جعلت صلاحيتها كأداة تحليل نظري لرسم السياسات الاقتصادية في موضع الشك والتساؤل وأهم هذه الانتقادات ما يلي<sup>1</sup>:

- تشير أكثر الدلائل الإحصائية إلى عدم تغير الأسعار بمرونة كبيرة وإن حدث ذلك فإنه يتم بشكل بطيء وكذلك الحال بالنسبة للأجور وخاصة في البلدان المتقدمة إذ تتحكم بأسواق العمل نقابات قوية للعمال تحدد الأجور بعقود لا تقل مدتها عن سنة كاملة.
- عجز النظرية عن تفسير كيفية ارتفاع معدلات البطالة طالما أنها كانت تفترض بأن سوق العمل يتجه دائماً نحو التوازن وبشكل تلقائي بفضل المرونة في الأجور.
- تحمل هذه النظرية قصوراً واضحاً في فرضياتها ويتضح ذلك في البلدان النامية بصورة أكبر والتي تتصف بنقص البيانات لديها وعدم اتساق المعطيات بالإضافة إلى التضارب في الأرقام وعدم توافر نماذج تصف الاقتصاد بالشكل المطلوب فما أسهل صياغة الفروض لبناء النماذج ولكن ما أصعب بناء فرضيات من الواقع لمعالجة الواقع.

<sup>1</sup> السيد علي، عبد المنعم، سعد الدين عيسى، نزار، النقود والمصارف والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 446.

## 2-5. السياسة النقدية في تحليل اقتصادي جانب العرض:

تعرضت للاقتصاديات الكينزية في السنوات الأخيرة لانتقادات شديدة من لدن مجموعة جديدة انضمت إلى النقاش الدائر بين الكينزيين والنقوديين وأصحاب مدرسة التوقعات العقلانية حيث ظهرت في بداية عقد الثمانينات من القرن الماضي مدرسة عرفت باسم اقتصاديات جانب العرض (Supply-side economics). وأكد اقتصاديو هذه المدرسة على أهمية العمل والادّخار كما اقترحوا إجراء تخفيضات كبيرة في الضرائب ويعتبر كل من آرثر لافر وبول كريج وبرتس ونورمان تيور وغيرهم من أبرز قادة هذه المدرسة.

وعلى الرغم من تبني أصحاب هذه المدرسة جملة من المواقف المختلفة إلا أنهم قد ركزوا على فكرة أساسية ألا وهي التأكيد على الدور الذي يمكن أن تلعبه الحوافز إلى جانب العرض الإجمالي. ففي الوقت الذي ينصب فيه اهتمام الكينزيين على إدارة الطلب الإجمالي يعتقد اقتصاديو جانب العرض أن الحوافز تؤدي إلى الحصول على عوائد من العمل والادّخار والمجازفة الرأسمالية وبالتالي فإنهم يسعون إلى تجنب كل الأمور التي تعيق عمل الحوافز كارتفاع معدلات الضرائب<sup>1</sup>. كما يؤكد أصحاب هذه المدرسة على أهمية الحوافز لزيادة الإنتاج والعرض الحقيقي للسلع والخدمات في علاج مشكلات النظام الرأسمالي وعلى رأسها الركود التضخمي<sup>2</sup>.

وعلى هذا الأساس يفهم أنصار مدرسة جانب العرض أن السياسة النقدية الواجب اتباعها هي سياسات النقود الرخيصة (Cheap money policies) بدلاً من السياسات النقدية والائتمانية الانكماشية التي تؤثر سلباً على إمكانية إنعاش جانب العرض إذ إن الائتمان الميسر ذا الكلفة المنخفضة (حسب رأيهم في أسعار الفائدة المنخفضة) من شأنه أن يقود إلى زيادة الحوافز الدافعة إلى الإنتاج والإنتاجية بمعنى أن انخفاض تكلفة الائتمان سيؤدي إلى تشجيع الاستثمار وبالتالي زيادة الإنتاج والعرض الإجمالي.

<sup>1</sup> آ سامويلسون، بول: مرجع سبق ذكره، ص 647، 648.  
<sup>2</sup> إيدجمان، مايكل: مرجع سبق ذكره، 351-352.

وهنا سوف ينتقل أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد من خلال جانب العرض الإجمالي وليس الطلب الإجمالي أي أن أساس السياسة النقدية التي يؤمن بها أصحاب هذه المدرسة تتمثل في سياسة النقود الرخيصة والائتمان الميسر<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> سيجل، باري: النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة د. طه عبد الله ود. عبد الفتاح عبد الرحمن، جامعة الملك سعود، الرياض، 1987، ص 636-618.

## المبحث الثاني: السياسة النقدية في إطار الاقتصاد الكلي

### أولاً: السياسة النقدية والتوازن الاقتصادي:

تسعى السياسة النقدية إلى تحقيق التوازن الاقتصادي العام بشطريه الداخلي والخارجي وذلك من خلال التأثير على كمية النقود وأسعار الفائدة في الاقتصاد. ومن خلال بحثنا للنظرية الكلاسيكية نجد أنها قد اعتمدت مبدأ حيادية النقود بحيث يقتصر أثر التغيرات التي تحدث في كمية النقود على إحداث تغييرات مقابلة لها في قيمتها دون المساس بالنشاط الاقتصادي إلى جانب فصل الجانب النقدي عن الجانب الحقيقي للنشاط الاقتصادي تأكيداً على هذا المبدأ. أما فيما يتعلق بسعر الفائدة فلا يمكن تقديره إلا إذا عرفنا مستوى الدخل الحقيقي ولا يتحقق ذلك دون تحقق التوازن الكلي.

وقبل الشروع في كيفية تأثير السياسة النقدية في التوازن الاقتصادي العام لا بد من الإشارة إلى القطاعات الرئيسية التي يتكون منها الاقتصاد الكلي والتي بتوازنها يتحقق التوازن الاقتصادي العام وهي كالتالي<sup>1</sup>:

1. قطاع السلع والخدمات (القطاع الحقيقي) والذي يتمثل بسوق المنتجات ويعبر عن مجموعة أسواق السلع والخدمات المنتجة في البلد. ويتحقق التوازن في هذا السوق عندما يتساوى العرض الكلي مع الطلب الكلي لدى تساوي الادّخار مع الاستثمار (ذلك أن الادّخار لا يمثل سوى صورة أخرى من صور الإنفاق وهو الإنفاق على شراء سلع الاستثمار بمعنى أن كل ادّخار سيتحول بالضرورة إلى استثمار بفضل معدل الفائدة الأمر الذي ينطبق على الاقتصاد النقدي). ويمكن التعبير عن ذلك بالذاتين التاليتين:

$$S = f(i^+) \quad I = f(i^-)$$

حيث تمثل  $I$  الاستثمار (دالة تابعة سلباً لمعدل الفائدة) بينما تمثل  $S$  الادّخار (دالة تابعة إيجابياً لمعدل الفائدة). ويمكن التعبير عن حالة التوازن في القطاع الحقيقي بالمنحنى  $(IS)$

<sup>1</sup> السيد علي، عبد المنعم؛ د.سعد العيسى، نزار: النقود والمصارف والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، 2003، ص 323-324.  
- عبد القادر، لحول: رسالة ماجستير بعنوان "أثر السياسة النقدية على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1990-2006"، كلية العلوم الاقتصادية والإدارية والتسيير، جامعة سعيدة، الجزائر، عام 2011، ص 9، 10.

حيث تمثل أي نقطة على هذا المنحنى توليفة من الدخل وسعر الفائدة تجعل من سوق السلع والخدمات في حالة توازن.

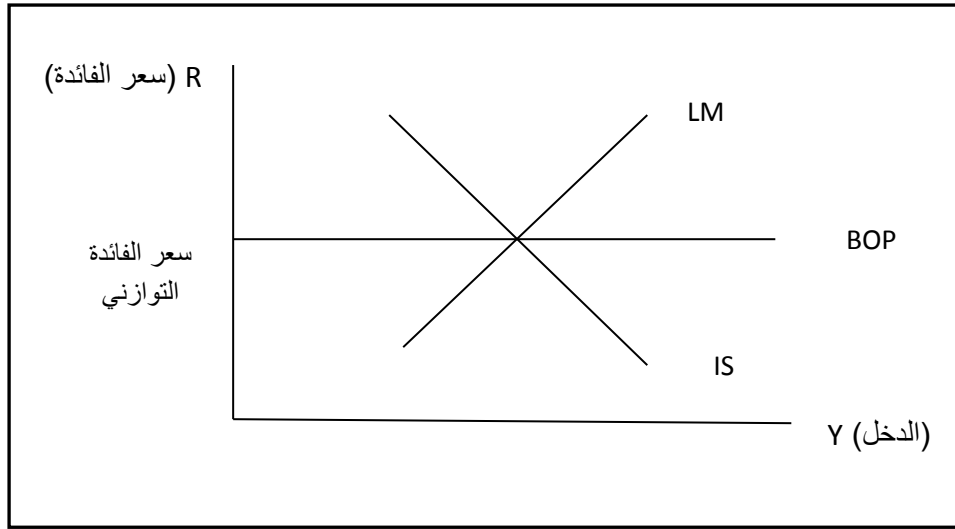
2. القطاع النقدي والذي يتمثل بسوق النقود (Money Market) وفي حالة استخدام نظرية الأموال القابلة للإقراض فإنه سيتمثل بسوق الأموال القابلة للإقراض أو سوق الائتمان. ويتطلب التوازن في هذا القطاع تساوي عرض النقود مع الطلب عليها ويُعبر عن حالة التوازن في هذا القطاع بالمنحنى (LM) حيث أن أي نقطة على هذا المنحنى تمثل توليفة من الدخل  $Y$  وسعر الفائدة  $R$  التي تجعل سوق النقود في حالة توازن.

3. القطاع الخارجي الذي يشمل جميع المعاملات الحقيقية (صادرات ومستوردات سلعية وخدمية) والمعاملات النقدية مع البلدان الأخرى. وتظهر هذه المعاملات في ميزان المدفوعات وسوق العملات الأجنبية إذ يتطلب التوازن في هذا القطاع تحقيق التوازن في كل منهما ويتمثل ذلك بالمنحنى (Bop) حيث أن أي نقطة على هذا المنحنى تمثل المنحنى الهندسي لجميع إحدائيات الدخل وسعر الفائدة والذي يعكس بدوره توازناً بين تدفق رأس المال وميزان الحساب الجاري.

وعندما نضع المنحنيات الثلاثة (IS، LM، Bop) في شكل واحد فإنها تعكس توليفة من الدخل وسعر الفائدة يتحقق من خلالها التوازن في الأسواق الثلاث (التوازن الكلي العام) كما هو موضح في الشكل التالي:



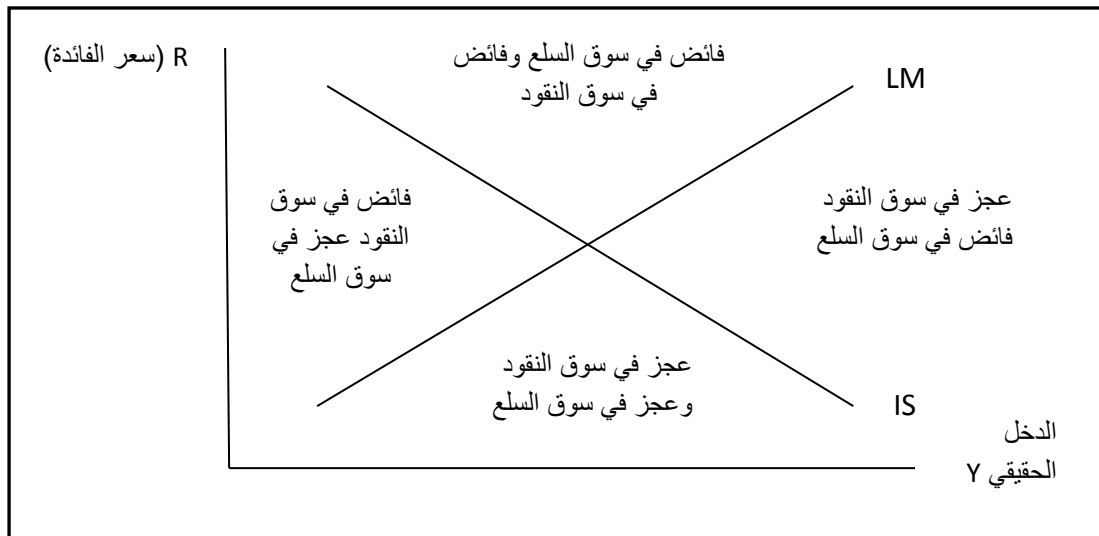
الشكل رقم (8.2) منحنيات (Bop, LM, IS) والتوازن الكلي العام



المصدر: السيد علي، عبد المنعم، سعد الدين العيسى، نزار: النقود والمصارف والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 335.

ولغرض تبسيط شرح أثر السياسة النقدية في وضع التوازن العام (أثر إحداهن تغييرات في عرض النقود وما يعنيه ذلك من تأثير في الدخل وسعر الفائدة) نفترض بأن القطاع الخارجي يبقى في حالة توازن (والتوازن المطلوب هنا هو ذلك الذي لو تعرض سوق النقود أو السلع أو كلاهما لصدمات معينة فإن هنالك قوى ذاتية في السوقين تدفعها باتجاهه). ويمكن حصر حالات عدم التوازن التي يتعرض لها السوقان في الشكل التالي:

الشكل رقم (9.2) حالات عدم التوازن في السوقين السلعي والنقدي



المصدر: السويدي، سيف سعيد: النقود والبنوك، جامعة قطر، ط3، عام 2002، ص 290.

بناء على ما تقدم يمكن القول بأن التغييرات في سوق النقود يكون مصدرها تغييرات في عرض النقد وتأثيرها في سعر الفائدة (سواء أكانت ناتجة من منطلق توفير موارد إضافية للقطاع المصرفي أو من أجل التوسع في التسهيلات الائتمانية أو من أجل الإيفاء بالالتزامات الحكومية تجاه سندات سبق وأن أصدرتها) ستتسبب في تخفيض الاحتياطي الإلزامي أو تشجيع البنك المركزي أو المصارف التجارية على منح التسهيلات الائتمانية ويتمثل ذلك في انتقال منحنى (LM) إلى اليمين كما هو مبين في الشكل رقم (10.2) أدناه.

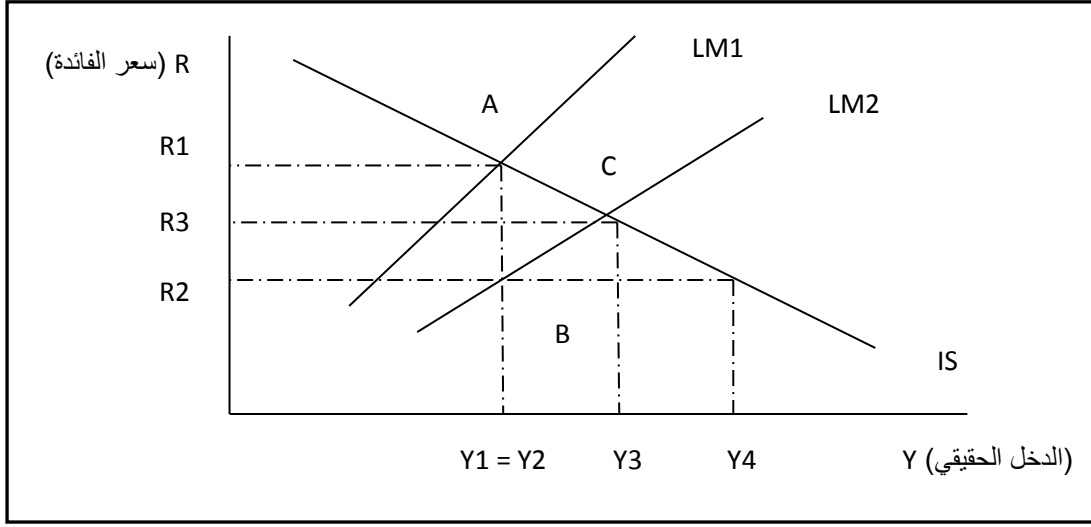
فعلى افتراض انخفاض أسعار الفائدة من  $R1$  إلى  $R2$  نتيجة التغييرات في عرض النقود فإن ذلك سيؤدي إلى توازن آني في سوق النقود ذلك أن منحنى (LM) الذي يعكس الزيادة في عرض النقود ويحقق التوازن في السوق النقدية هو منحنى (LM2). وبالتالي فإن زيادة عرض النقود ستقلل السوق إلى حالة عجز في النقطة B والذي يُقدَّر بالمسافة بين مستوى الدخل ( $y1=y2$ ) والمستوى ( $y4$ ) الأمر الذي يعني أن طلباً إضافياً على السلع المنتجة في سوق السلع لا يمكن استيفاؤه في ظل مستوى الإنتاج السابق مما يدفع المستثمرين إلى الاقتراض من القطاع المصرفي أو السحب من ودائعهم بغية زيادة استثماراتهم (لمواجهة العجز في سوق السلع).

وفي ظل سعي المصارف لتقليل حجم الطلب على مواردها تبدأ المنافسة على موارد الأفراد من خلال رفع سعر الفائدة على الودائع الادخارية الذي يسهم بدوره في تقليل الاستهلاك الخاص مما يعني ارتفاع سعر الفائدة من  $R2$  إلى  $R3$ . غير أن هذا الارتفاع سيؤدي إلى تناقص مستوى الإنتاج نتيجة ارتفاع الطلب على السلع من جانب الأفراد وبالتالي تناقص حجم الاستثمار جراء ارتفاع تكلفة الاقتراض وتستمر هذه التغييرات حتى الوصول إلى النقطة (C) والتي تتساوى عندها الكمية المطلوبة مع الكمية المعروضة في السوقين (أي أن التوسع في عرض النقود قد أسهم في تنشيط الاقتصاد والنهوض به طالما تمكنت تلك السياسة من التأثير في المستوى التوازني) ويمكن أن نتصور الحالة لدى اتباع سياسة نقدية انكماشية<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> السويدي، سيف الدين: النقود والبنوك، مرجع سبق ذكره، ص 293.

- P.Dow, James: The Demand and liquidity Effects of Monetary Shocks, Journal of Monetary Economics, Washington, 1995, P1,10.

الشكل رقم (10.2) أثر عرض النقود في التوازن الاقتصادي العام



المصدر: السويدي، سيف سعيد: النقود والبنوك، مرجع سبق ذكره، ص 292.

من جهة أخرى ارتبط تحقيق التوازن الاقتصادي من وجهة نظر السياسة النقدية بتحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار بوصفه الهدف المعلن للسلطات النقدية فيما يُعرف بالاستقرار الداخلي أو الاستقرار النقدي.

ويرتبط مفهوم استقرار الأسعار بالحالة التي يكون فيها معدل التضخم منخفضاً ومستقراً (يتضمن ذلك معدل تضخم مساوياً للصفر)<sup>1</sup> ويُعبّر عنه عادة بالرقم القياسي لأسعار المستهلك الذي يعكس اتجاهات التضخم.

وبشكل عام تختار المصارف المركزية عادةً بين ثلاثة أنظمة نقدية مختلفة تنقسم بين استهدافها لسعر الصرف أو استهدافها لنمو العرض النقدي والتي تقوم على استهداف التضخم بطريقة غير مباشرة إلى جانب استخدام استراتيجية استهداف التضخم كإطار جديد للسياسة النقدية<sup>2</sup>.

- استهداف سعر الصرف: حيث تستهدف العديد من المصارف المركزية استقرار سعر الصرف خاصة في الاقتصادات الصغيرة المفتوحة التي تشكل فيها المستوردات نسبة

<sup>1</sup>Lars E.O. Svensson, Price Stability as a Target for Monetary Policy, Institute for International Economic Studies, June 1999, p4.

<sup>2</sup> شعيب، يمنى: رسالة ماجستير بعنوان "دور السياسة النقدية في علاج ظاهرة التضخم في الاقتصاد السوري"، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد/ قسم الاقتصاد، عام 2009، ص 42.

كبيرة. وبالتالي يعير المصرف المركزي التقلبات الحاصلة في سعر الصرف أهمية كبيرة لما لها من أثر على التضخم المحلي.

• استهداف نمو العرض النقدي: حيث يقوم المصرف المركزي باستخدام سعر الفائدة (أو أية أداة أخرى) في محاولة منه لزيادة (تخفيض) العرض النقدي بغرض الوصول إلى المعدل الذي تم الإعلان عنه مسبقاً بحيث يكون متسقاً مع هدف تحقيق استقرار الأسعار. وتستند هذه الاستراتيجية إلى افتراضين:

1. وجود علاقة مستقرة بين العرض النقدي ومستوى الأسعار بالاستناد إلى معادلة الطلب على النقد على المدى المتوسط والطويل.

2. إمكانية التحكم بالعرض النقدي من قبل السلطة النقدية خلال فترة قصيرة نسبياً.

وفي حال توفر هذين الشرطين فإن البنك المركزي يستطيع استخدام أدواته للحفاظ على نمو المعروض النقدي وفقاً لمساره المحدد مسبقاً. الأمر الذي يؤدي بشكل غير مباشر للتأثير على المستوى العام للأسعار<sup>1</sup>.

ثانياً: السياسة النقدية والعرض النقدي:

### 1-1 مفهوم العرض النقدي (Money Supply):

تزايد اهتمام السلطات النقدية بقياس حجم النقود المعروضة في المجتمع وتعديلها بما يتلاءم مع تحقيق الأهداف الاقتصادية الكلية غير أن هذا الأمر قد أثار جدلاً كبيراً بين الاقتصاديين النقديين بسبب اختلاف وجهات النظر حول تعريف الأصول السائلة التي ينطبق عليها مفهوم النقود وبالتالي تحديد مفهوم العرض النقدي. وقد خلص هؤلاء إلى أن هنالك مفهومين أساسيين يستخدمان في قياس العرض النقدي هما<sup>2</sup>:

• مفهوم المعاملات (The Transactions Approach): يرى أنصار هذا المفهوم أن تعريف النقود يجب أن يشمل فقط على الأصول التي تستخدم كوسيط في التبادل وتتمتع

<sup>1</sup> The Monetary policy of ECB, ECP, 2004, P56.

<sup>2</sup> أحمد الشناوي، اسماعيل، محمد غزلان، عزت، حسن السيد، جابر: اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 72-71.

- عبد القادر، لحول: مرجع سبق ذكره، ص 9، 10.

يقبول عام. ويطلق على هذا التعريف المفهوم الضيق للنقود ويرمز له بالرمز (M1) ويشمل على وسائل الدفع التالية:

1. النقد Cash المتداول في الاقتصاد القومي خارج الجهاز المصرفي والذي يتكون من النقود الورقية (البنكنوت) والنقود المعدنية في أيدي الأفراد ومنشآت الأعمال التي تستخدم كوسائل دفع حاضرة.

2. الودائع الجارية (Current Deposits) والودائع تحت الطلب (Demand Deposits) الخاصة بالأفراد والمنشآت لدى قطاع البنوك بالعملة المحلية باعتبارها وسائل دفع لشراء السلع والخدمات وسداد الديون الحاضرة وبالتالي يستبعد من الودائع تحت الطلب تلك الودائع الحكومية لأنها لا تمثل وسائل دفع لشراء السلع والخدمات في المجتمع وكذلك وداائع البنوك لدى بعضها البعض.

• مفهوم السيولة (The Liquidity Approach) ويستند هذا المفهوم في تعريف النقود إلى استخدام النقود كمستودع للقيمة حيث يتم الاحتفاظ بالأصول المالية خلال الفجوة الزمنية التي تفصل بين الحصول على هذه الأصول وبين استخدامها في الدفع.

وطبقاً لهذا المفهوم يجب أن يشمل تعريف النقود الأصول ذات السيولة العالية أي تلك التي يمكن تحويلها إلى وسائل دفع بدون أي تكلفة أو خسائر رأسمالية وبأقل تكلفة ممكنة. وتتمثل الأصول السائلة بأشياء النقد وهي الودائع الآجلة والودائع الادخارية لدى المصارف التجارية وبنوك الاستثمار والأعمال وفروع المصارف الأجنبية إضافة إلى الودائع الادخارية بصناديق البريد (والتي يمكن تحويلها بسهولة إلى عملة ورقية أو وداائع تحت الطلب في المصارف التجارية مقابل تكلفة بسيطة تتمثل في التنازل عن الفائدة التي كان من الممكن الحصول عليها فيما لو بقيت في شكل وداائع ادخارية). ويرمز لمكونات السيولة المحلية وفقاً لهذا المفهوم بـ M2.

يتبين مما سبق أن **التعريف الضيق للنقود** يشتمل على وسائل الدفع السائلة التي تتكون من النقد المتداول (نقود معدنية وورقية) خارج المؤسسات المالية وكذلك الحسابات الجارية لدى المصارف التجارية (M1). وإذا أضفنا إلى ذلك أشباه النقود التي تتمثل في الودائع غير الجارية للأفراد والمنشآت بالعملة المحلية لدى المصارف التجارية وكذلك الودائع غير الجارية

للأفراد والمنشآت بالعملة الأجنبية لدى المصارف التجارية فنحصل على تعريف أوسع للنقود يسمى (M2) وهو ما يطلق عليه السيولة المحلية الخاصة.

أما التعريف الواسع للنقود والذي يمثل إجمالي السيولة المحلية (M3) فيتكون من (M2) بالإضافة إلى الودائع الحكومية لدى المصارف التجارية وبوالص التأمين لدى شركات التأمين المختلفة والودائع غير الجارية (الادخارية والأجلة) لدى مختلف المؤسسات المالية في المجتمع عدا المصارف التجارية.

## 1-2. تعريف مضاعف عرض النقود (Money Multiplier):

وهو يعبر عن العلاقة بين القاعدة النقدية ومقدار عرض النقد المتواجد في الاقتصاد ويفسر الزيادة في كمية النقد المتداول نتيجة قدرة المصارف التجارية على منح الائتمان بشكل يزيد على موجوداتها من الودائع<sup>1</sup>. أي أنه يمثل عدد مرات تضاعف عرض النقد عند تغير القاعدة النقدية التي يتحكم بها البنك المركزي عن طريق عمليات السوق المفتوحة.

وتعتمد قدرة المصارف على منح الائتمان بشكل أساسي على جزء من الاحتياطات التي تلتزم المصارف بالاحتفاظ بها من إجمالي الودائع (الاحتياطي القانوني) بينما يتم تحويل باقي الودائع إلى قروض يتم منحها وبالتالي فإن التوسع المبدئي في النقد الاحتياطي بواسطة السلطات النقدية سيؤدي إلى توسع نقدي من قبل المصارف التجارية عن طريق الودائع المودعة بها وفي نهاية الأمر نجد أن التغير في عرض النقد يكون أكبر من التغير في القاعدة النقدية (بتضاعف) وهي سمة من سمات نظام الاحتياطي الكسري (أي حقيقة أن المصارف تحتاج إلى الاحتفاظ باحتياطات مقابل جزء فقط من ودائعها) الذي يسمح بخلق النقود (الأمر الذي يعني بأن مضاعف عرض النقد يعبر عن النسبة ما بين الودائع الجديدة والزيادة في الاحتياطي).

---

<sup>1</sup> American Psychological Association (APA), Chicago Manual of style (CMS), Business dictionary, Web finance Inc. 2012,

ويمكن صياغة العلاقة بين القاعدة النقدية (B) وعرض النقد ( $M_S$ ) على الشكل

التالي<sup>1</sup>:

$$M_S = \frac{1}{rd} B \implies M_S = M * B$$

حيث أن:

$M_S$  عرض النقود طبقاً للتعريف المستخدم مثلاً ( $M_1, M_2, M_3$ ).

$M = \frac{1}{rd}$  مضاعف عرض النقود ويعتمد على التعريف المستخدم لعرض النقود.

B القاعدة النقدية.

rd نسبة الاحتياطي الإلزامي.

أما القاعدة النقدية فيمكن صياغتها على النحو التالي:

$$B = C + R$$

$$R = E + RD + RT$$

$$B = C + E + RD + RT$$

حيث أن:

E الاحتياطيات الفائضة التي تحتفظ بها المصارف التجارية مما لديها إما على شكل نقد أو لدى المصرف المركزي.

$RD = rdD$  المبلغ الذي تستقطعه المصارف من احتياطياتها النقدية للإيفاء بالاحتياطي الإلزامي على الودائع الجارية بالعملة المحلية.

$Rt = rtT$  المبلغ الذي تستقطعه المصارف من احتياطياتها النقدية للإيفاء بالاحتياطي الإلزامي على ودائع التوفير والودائع لأجل بالعملة المحلية.

rd نسبة الاحتياطي الإلزامي إلى الودائع الجارية بالعملة المحلية.

rt نسبة الاحتياطي الإلزامي إلى ودائع التوفير والودائع لأجل بالعملة المحلية.

D الودائع الجارية بالعملة المحلية.

T ودائع التوفير ولأجل بالعملة المحلية.

<sup>1</sup> D.Mahmood Ibrahim Noor & D.Adnan Taieh, Financial bank, stabies an English, Al- Israuniversity, Jordan, Third Edition,2003, P26.

- سجل، باري: النقود والبنوك والاقتصاد، مرجع سبق ذكره، ص 186، 198.

$C = KD$  المبالغ التي يحتفظ بها الجمهور على شكل نقد وهي جزء من إجمالي ودائعه الجارية.

$E = eD$  المبالغ من الاحتياطات الفائضة التي تحتفظ بها المصارف وهي جزء من إجمالي ودائع الجمهور لديها.

$T = tD$  المبالغ التي تحتفظ بها المصارف على شكل ودائع توفير ولأجل وهي جزء من إجمالي ودائعه الزمنية.

$H = hD$  المبالغ التي يحتفظ بها الجمهور على شكل أوراق مالية (الشكل الآخر للنقود) وهي جزء من إجمالي ودائعه من الموجودات الأخرى.

وباستخدام الرموز والمتغيرات السابقة إلى جانب تعريف عرض النقود فإنه يمكن اشتقاق

مضاعف عرض النقود على أساس:

1. مضاعف عرض النقد بالمعنى الضيق<sup>1</sup>:

$$M1 = C + D \quad (1)$$

ويمكن احتساب قيمة مضاعف عرض النقود بعد التعويض عن قيم  $Rt, Rd, E, C$  على النحو الآتي:

$$B = C + E + RD + Rt \quad (2)$$

$$B = KD + eD + rdD + rt Td \quad (3)$$

ومن خلال المعادلة رقم (3) نحصل على قيمة  $D$

$$D = B \left( \frac{1}{K+e+rd+rtT} \right) \quad (4)$$

نعوض عن قيمة  $D$  في المعادلة رقم (1)

$$M1 = C + B \left( \frac{1}{K+e+rd+rtT} \right) \quad (5)$$

نعوض عن قيمة  $C$  في القيم أعلاه بالمعادلة (5)

$$M1 = KD + B \left( \frac{1}{K+e+rd+rtT} \right) \quad (6)$$

<sup>1</sup> فاضل الدليمي، فاضل: النقود والبنوك، مرجع سبق ذكره، ص 248.



نعوض عن قيمة D في (4) بالمعادلة (6)

$$M1 = K\left(\frac{1}{K+e+rd+rtT}\right)B + B\left(\frac{1}{K+e+rd+rtT}\right) \quad (7)$$

مضاعف عرض النقود بالمعنى الضيق

$$M1 = B\left(\frac{1+K}{K+e+rd+rtT}\right) \quad (8)$$

2. مضاعف عرض النقود بالمعنى الواسع:

$$M2 = M1 + T \quad (1)$$

$$M2 = C + D + T \quad (2)$$

إذ إن T ودائع التوفير والودائع الآجلة بالعملة المحلية.

وبعد التعويض عن قيم T, D, C نحصل على

$$M2 = K\left(\frac{1}{K+e+rd+rtT}\right)B + B\left(\frac{1}{K+e+rd+rtT}\right) + t\left(\frac{1}{K+e+rd+rtT}\right)$$

مضاعف عرض النقود بالمعنى الواسع

$$M2 = B\left(\frac{1+K+t}{K+e+rd+rtT}\right)$$

3. مضاعف عرض النقود بالمعنى الأوسع<sup>1</sup>:

$$M3 = M2 + H \quad (1)$$

$$M3 = C + D + T + H \quad (2)$$

وبالتعويض عن قيم H, T, C, D نحصل على

$$M3 = K\left(\frac{1}{K+e+rd+rtT}\right)B + B\left(\frac{1}{K+e+rd+rtT}\right) + t\left(\frac{1}{K+e+rd+rtT}\right)B + h\left(\frac{1}{K+e+rd+rtT}\right)B \quad (3)$$

مضاعف عرض النقود بالمعنى الأوسع

$$M3 = B\left(\frac{1+K+t+h}{K+e+rd+rtT}\right)$$

<sup>1</sup> إيدجمان، مايكل: الاقتصاد الكلي (النظرية والسياسة)، مرجع سبق ذكره، ص 216-219.

تجدر الإشارة إلى أن التغييرات في مضاعف النقود تعكس سلوك ثلاثة أنواع من الجهات الاقتصادية وهي السلطات النقدية التي تحدد شروط الاحتياطي القانوني إضافة إلى المصارف التجارية التي تقرر حجم ما تود حيازته من احتياطات فائضة وأخيراً الجمهور غير المصرفي. فالقاعدة النقدية تعتمد على احتياطات المصارف التجارية التي يمكن للمصرف المركزي أن يتحكم بها من خلال سياسة سعر الخصم وعمليات السوق المفتوحة بينما لا يمكن للسلطة النقدية إحكام السيطرة على القاعدة النقدية بشكل كامل نتيجة تفضيل الجمهور للتعامل بالنقد والذي يمكن أن تمارس السلطة النقدية الضغط عليه من خلال السندات التي يقبلون على شرائها<sup>1</sup>.

أما مضاعف عرض النقود فيمكن للبنك المركزي أن يحدده من خلال نسبة الاحتياطي الإلزامي على الودائع الجارية وعلى ودائع التوفير والودائع الآجلة في حين أنه يكون للمصارف التجارية دور في اختيار نسبة الاحتياطي الفائض إلى إجمالي الودائع ويبقى للجمهور خيار نسبة النقد الحاضر لديه إلى الودائع الجارية.

### ثالثاً: السياسة النقدية وسوق السندات:

لدى الحديث عن سوق السندات لا بد من التطرق بداية إلى أكثر متغيرات السياسة النقدية ذات العلاقة به ألا وهو سعر الفائدة والذي يعدُّ من المتغيرات الاقتصادية الهامة على المستوى الكلي والجزئي في النشاط الاقتصادي. إذ إن تغيرات أسعار الفائدة تؤثر بشكل مباشر على قرارات العديد من الوحدات الاقتصادية في النشاط الاقتصادي. كما أن استقرار أسعار الفائدة في حدود مقبولة يعبر عن مدى صحة وسلامة السياسات النقدية المتبعة في اقتصاد معين.

بالمقابل نجد أن سعر الفائدة يؤثر على قرارات الأفراد في التصرف في الدخل التي يحصلون عليها وفي توجيهها نحو الاستهلاك أو الادّخار كذلك نجد أن سعر الفائدة يؤثر في قرارات رجال الأعمال في استخدام الموارد المالية الفائضة.

<sup>1</sup> السويدي، سيف سعيد: النقود والبنوك، مرجع سبق ذكره، ص 207.

وهنا لا بد من التفرقة بين سعر الفائدة الاسمي وسعر الفائدة الحقيقي كون ذلك يعكس التكلفة الحقيقية لعمليات الإقراض والاقتراض في النشاط الاقتصادي ومن ثم يسهم في إعطاء مؤشر جيد على الإقراض والاقتراض في السوق المالي. حيث يشير معدل الفائدة الاسمي (Nominal Interest Rate) إلى معدل الفائدة السائد في السوق دون أخذ التوقعات التضخمية بعين الاعتبار بينما يشير معدل الفائدة الحقيقي (Real Interest Rate) إلى معدل الفائدة الاسمي الذي يتم تعديله بالنسبة للتغير المتوقع في مستوى الأسعار (معدل التضخم المتوقع) ويعدُّ أكثر دقةً في التعبير عن التكلفة الحقيقية للإقراض<sup>1</sup>.

وبالتالي فإن سعر الفائدة الاسمي يكون مساوياً لسعر الفائدة الحقيقي مضافاً إليه معدل التضخم. وعليه فإنه كلما انخفض معدل التضخم ارتفع سعر الفائدة الحقيقي مما يدفع العديد من المقرضين والوحدات الاقتصادية ذات الفائض إلى الإقبال على عمليات الإقراض. من جهة أخرى يتحدد سعر الفائدة الحقيقي بواسطة العوامل الحقيقية في الأجل الطويل بينما يتحدد السعر الاسمي بواسطة إجراءات كل من السياسات النقدية والعوامل الهيكلية والبيئية التي تؤثر في توقعات التضخم ومواكبة ضبط المعدلات الاسمية في السوق من قبل السلطات الحكومية<sup>2</sup> مما يدفع إلى الاعتقاد بوجود أثر واضح للسياسة النقدية في المعدلات الحقيقية للفائدة وبالتالي في أداء القطاعات الحقيقية في الأجل القصير.

في ضوء ما تقدم وفيما يتعلق بعلاقة تغيرات سعر الفائدة وعرض النقود؛ فإن التغير في سعر الفائدة يتماشى عكسياً مع التغير في عرض النقود ذلك أن زيادة عرض النقود سيؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة وزيادة الاستهلاك الذي يُعتبر أحد مكونات صافي الثروة الخاصة مما يسهم في زيادة كل من الطلب الكلي والدخل التوازني<sup>3</sup>.

في السياق نفسه نلاحظ أن العلاقة بين سعر الفائدة وأسعار السندات هي علاقة عكسية إذ تُعتبر تذبذبات أسعار الفائدة السوقية مصدراً من مصادر المخاطر السعرية

<sup>1</sup> أحمد الشناوي، اسماعيل، محمد غزلان، عزت، حسن السيد، جابر: اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 140.

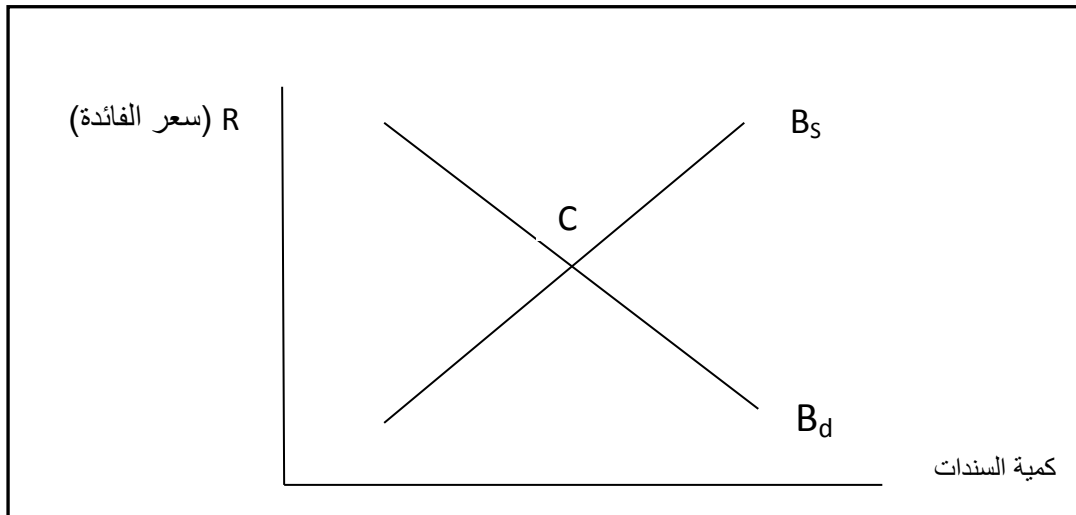
<sup>2</sup> فخر الدين أيوب الجوجاتي، أوس: أثر متغيرات نقدية ومالية على النمو الاقتصادي، مرجع سبق ذكره، ص 150.

<sup>3</sup> International Monetary Fund, International Capital Department Global Markets Analysis Division, Financial Market Update, 2003, P 1-3.

المرتبطة بالاستثمار في السندات بالنسبة لحاملها. ذلك أن الزيادة في مستوى سعر الفائدة (العائد) من شأنه أن يخفض من سعر السند والعكس صحيح كما أن هذه المخاطر تختلف باختلاف تاريخ استحقاق السند ومعدل الخصم (الكوبون)<sup>1</sup> (بمعنى أن السندات ذات أجل الاستحقاق الأطول تتعرض لمخاطر أسعار الفائدة بشكل أكبر نتيجة حالة عدم التأكد المرتبطة بالتدفقات النقدية المتولدة عن الاستثمار بها (المخاطر) وارتفاع العوائد المرجوة منها).

بالمقابل يستتبع تأثير تغيرات أسعار الفائدة على أسعار السندات تغيرات في الكميات المعروضة منها. فكلما انخفض سعر الفائدة على السندات كلما ازدادت الكمية المعروضة منها ويرجع السبب في ذلك إلى أن انخفاض سعر الفائدة سيقلل من تكلفة الاقتراض بالنسبة للجهة التي أصدرت السندات وبالتالي فإن رغبتها للاقتراض عن طريق إصدار السندات سترتفع أي أن الكمية المعروضة من السندات ستزداد ويمكن ملاحظة العكس عندما يبدي الأفراد والمنشآت رغبتهم بشراء هذه السندات خاصة في ظل أسعار فائدة مرتفعة عليها (ارتفاع العائد). ويتحقق التوازن عندما تتساوى الكمية المعروضة من السندات مع الكمية المطلوبة منها كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم (11.2) العلاقة بين سعر الفائدة والكمية المعروضة والمطلوبة من السندات



المصدر: عوض الرفاعي، غالب، بلعربي، عبد الحفيظ: اقتصاديات النقود والبنوك، مرجع سبق ذكره، ص 161.

<sup>1</sup> Dubil, Robert: An Arbitrage Guide to financial Markets, John Wiley & Sons. Ltd, USA, 2004, P51.

على صعيد آخر تجدر الإشارة إلى أن العلاقة بين السياسة النقدية وسوق السندات تظهر لدى لجوء الحكومة إلى البنك المركزي بغرض تمويل العجز في موازنتها العامة حيث تعتمد الحكومة إلى الاقتراض من البنك المركزي (أو بيع أوراق مالية إلى البنك المركزي) الأمر الذي يزيد من مستحقاته على الحكومة كما تزداد ودائع الحكومة لديه أو حيازته من الأوراق المالية في الوقت ذاته وهنا لا يحدث تغيير في "صافي" المستحقات على الحكومة<sup>1</sup>.

بيد أن قيام الحكومة ببيع تلك الأوراق إلى البنك المركزي من شأنه أن يزيد من عرض النقود. فإذا ما قام البنك المركزي بشراء تلك السندات وأنفقت الحكومة عائداتها في الوقت نفسه؛ فإن ذلك سيؤدي إلى زيادة عرض النقود بمقدار يعادل التغير في القاعدة النقدية أي يساوي حجم مبيعات السندات نفسه مضروباً في مضاعف النقود كون هذه العملية تزيد من مقدار النقد الاحتياطي لدى البنك المركزي<sup>2</sup>.

أخيراً تجدر الإشارة إلى أن تمويل العجز عن طريق الاقتراض من البنك المركزي يشبه عملية التمويل عن طريق إصدار نقدي جديد (أو ما يُسمى بإسباغ الصفة النقدية على العجز) والذي يعتبر أمراً غير مرغوب به في بعض الأحيان كونه يؤدي إلى زيادة معدلات العرض النقدي ويرفع من معدلات التضخم خصوصاً في البلدان النامية.

#### رابعاً: السياسة النقدية وميزان المدفوعات:

يعكس وضع ميزان المدفوعات موقف الاقتصاد القومي تجاه باقي الاقتصاديات ويؤدي اختلال ميزان المدفوعات (الذي يعبر في الغالب عن حالة عجز) إلى زيادة مديونية البلاد الأمر الذي يؤدي إلى تدهور قيمة عملتها الوطنية واختلال التوازن الخارجي بشكل عام.

وتلعب السياسة النقدية دوراً كبيراً في تصحيح الاختلال في ميزان المدفوعات من خلال قيامها بالتأثير على القاعدة النقدية وعرض النقود وباستعمالها لأدواتها وعلى رأسها سعر الصرف. وتستند الطريقة النقدية فيما يتعلق بالنقود إلى التمييز بين النقود من مصدر داخلي (الائتمان المحلي) وتلك المتأتية من مصدر خارجي (صافي الأصول الأجنبية) حيث

<sup>1</sup> Overview of Macroeconomic Adjustments & structural reforms Report, Monetary Analysis, IMF institute, Washington, USA, 2000, P13.

<sup>2</sup> أيدجمان، مايكل: الاقتصاد الكلي (النظرية والسياسة)، مرجع سبق ذكره، ص 226-227.

ترتبط دالة الطلب على النقود التغيرات في الأرصدة النقدية الحقيقية بالتغيرات في الدخل الحقيقي والتضخم.

كما أن زيادة نسبة التغير في الكتلة النقدية على التغير في الائتمان المحلي يجعل ميزان المدفوعات في حالة فائض (صافي الأصول الأجنبية يكون موجباً) وغالباً ما تتأثر العلاقة بين الحسابات النقدية وميزان المدفوعات بالتغيرات في سعر الصرف<sup>1</sup>.

في سياق ما سبق يعدُّ ميزان المدفوعات ظاهرة نقدية ففي اقتصاد مفتوح وفي ظل ثبات سعر الصرف لا يُعتبر عرض النقد أداة مستقلة كما هو الحال في ظل اقتصاد مغلق والذي يعدُّ فيه عرض النقد متغيراً مستقلاً يستطیع التأثير في وضع ميزان المدفوعات. ومن خلال النهج النقدي يمكن اشتقاق علاقة مفيدة ما بين التغير في صافي الأصول الأجنبية (الاحتياطيات)\* والائتمان المصرفي المحلي كآلاتي<sup>2</sup>:

$$\Delta MS = \Delta NFA + \Delta DC \dots (1) \iff \Delta NFA = \Delta MS - \Delta DC$$

حيث أن:

$\Delta MS$  تمثل التغير في عرض النقود مقاساً بالسيولة المحلية.

$\Delta NFA$  التغير في صافي الأصول الأجنبية لدى الجهاز المصرفي.

$\Delta DC$  التغير في مجموع الائتمان المحلي بالإضافة إلى صافي البنود الأخرى غير المصنفة.

تشير الصيغة أعلاه إلى أن التوسع في الائتمان المحلي بشكل يزيد على الكتلة النقدية (والتي تساوي الطلب على النقود في وضع التوازن) تنعكس في انخفاض صافي الأصول الأجنبية لدى الجهاز المصرفي (أي تصبح  $\Delta NFA$  سالبة) وتشكل هذه العلاقة أساس المنهج النقدي لميزان المدفوعات كما أنها تقدم السبب النظري لوضع حدود قصوى على

\* يعتبر مفهوم صافي الأصول الأجنبية أكثر شمولاً من مفهوم الاحتياطيات الرسمية حيث يشمل مفهوم صافي الأصول الاحتياطيات الرسمية للدول مضافاً إليها أصول أجنبية أخرى تتبع للسلطات النقدية كالعملات الأجنبية التي لا يمكن تحويلها إلى عملات أخرى والاستحقاقات الناشئة عن اتفاقيات الدفع الثنائية وإن كان مفهوم صافي الأصول الأجنبية يساوي الاحتياطيات الرسمية في كثير من البلدان وخاصة تلك النامية منها.

<sup>1</sup>Overview of Macroeconomic Adjustments & structural reforms Report, Monetary Analysis, 2000, Op cit, P23.

<sup>2</sup> العلي، أحمد أبريهي، ميزان المدفوعات النقدية والتغير النقدي والإنفاق العام، أطروحة دكتوراه، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق، عام 1991، ص 120-121.

صافي الأصول المحلية المدعومة بموارد خارجية (كتلك الموارد المقدمة من صندوق النقد الدولي).

بالإضافة إلى ما سبق يتضمن النموذج العنصر الآخر المقابل لعرض النقود وهو الطلب على النقود والذي يمكن التعبير عنه من خلال الصيغة التالية<sup>1</sup>:

$$M^d = f(Y, R, P, \dots) \dots \dots (2)$$

وتبين هذه المعادلة أن الطلب على النقود يرتبط بعلاقة طردية مع الدخل الحقيقي (Y) وعكسية مع معدل الفائدة (R) والمستوى العام للأسعار (P) ذلك أن الطلب على النقود هو طلب اسمي.

وباعتبار أن التوازن في سوق النقود يتحقق عندما يتساوى عرض النقود مع الطلب عليه ( $M_s = M^d$ ) فيمكن إبراز علاقة سوق النقد بميزان المدفوعات كالتالي:

$$\Delta NFA = f(y, r, p \dots) - \Delta DC \dots \dots (4)$$

وتجدر الإشارة هنا إلى أن كلاً من الدخل الحقيقي والمستوى العام للأسعار هما متغيران مستقلان يتم تحديدهما خارج النموذج كما أن الطلب على النقود لا يتأثر بمقدار الائتمان المحلي مما يعني أنه يتوجب على السلطات النقدية أن تأخذ التغيرات في أسعار الفائدة بعين الاعتبار لناحية تأثيرها على الائتمان الممنوح للمستثمرين. ذلك أن انخفاض أسعار الفائدة وما يعنيه ذلك من توسع الجهاز المصرفي في الائتمان الممنوح وبمقدار أكبر من الزيادة في الطلب على النقود من شأنه أن يؤدي إلى تدهور صافي الأصول الأجنبية وتدهور الوضع العام لميزان المدفوعات وبالتالي التأثير على الوضع التنافسي للاقتصاد المحلي (زيادة الواردات على الصادرات وانخفاض تكلفة الاقتراض لغرض تمويل المستوردات) إلى جانب التأثير على التدفقات الرأسمالية من وإلى الاقتصاد المحلي<sup>2</sup>. وكل ذلك يفسر إصرار واضعي السياسة وبرامج التصحيح (التثبيت) قصيرة الأجل على تقليص

<sup>1</sup> علي توفيق صادق وآخرون: السياسات النقدية في البلدان العربية: النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص 67.

<sup>2</sup> عبد الرحيم يوسف، توفيق: الإدارة المالية الدولية والتعامل بالعملة الأجنبية، دار صفاء، الأردن، عمان، ط1، عام 2004، ص 31.

- Fabio Ghironi, Macroeconomic Interdependence under Incomplete Markets, Journal of International Economics, Boston Collage, USA, 2006, P1-6.

الائتمان الممنوح بشكل عام وذلك الممنوح للحكومة بشكل خاص بغرض معالجة الاختلالات التي يتعرض لها ميزان المدفوعات.

ويظهر سلوك سعر الصرف لدى تأثيره على التوازن الخارجي للبلد المعني (وكمتغير من متغيرات السياسة النقدية) في اتجاهين يتمثل أولهما في العلاقة بين سعر الصرف والموجودات الأجنبية (سوق الصرف الأجنبي) بينما يتمثل الثاني في القدرة التنافسية الدولية للاقتصاد والتي يعبر عنها بسعر الصرف الحقيقي للعملة الوطنية.

فمن جهة تتدخل السلطة النقدية في سوق الصرف للحد من تغيره أو تقلب سعر الصرف سواء ببيع العملات الصعبة التي تحتفظ بها (الاحتياطيات الدولية) مقابل العملة المحلية للحد من انهيار أو انخفاض قيمة عملتها، بينما يحدث العكس في حال ارتفاع قيمة العملة عن الحد الذي ترغب فيه السلطات النقدية بشراء العملات الأجنبية مقابل العملة المحلية من خلال عمليات السوق المفتوحة. ويتوقف تطبيق هذه السياسة على حجم احتياطي الدولة من العملات الأجنبية.

هذه الإجراءات من شأنها أن تنعكس على وضع ميزان المدفوعات خاصة لدى قيام بعض الدول بتعديل سعر عملتها مقارنة بعملات الدول الأخرى حيث تلجأ العديد من الدول إلى استعمال سياسة تخفيض قيمة عملتها لحل مشكلة العجز في ميزان المدفوعات الأمر الذي يعني تخفيض أسعار سلعها مقومة بوحدة النقد الأجنبي مما يعمل على تنشيط الصادرات نتيجة زيادة الطلب عليها من الخارج نظراً لانخفاض أثمانها كما أن أسعار السلع الأجنبية المقومة بعملة تلك الدولة تصبح مرتفعة مما يؤدي إلى الحد من الواردات<sup>1</sup>. وهنا تجدر الإشارة إلى أن النتيجة النهائية لسياسة تعديل سعر الصرف تتوقف على مدى مرونة عرض وطلب صادراتها فإذا كان الطلب الخارجي على صادرات الدولة التي قامت بالتخفيض مرناً واتسم جهازها الإنتاجي بالمرونة فإن ذلك من شأنه أن يؤدي إلى زيادة الصادرات وتحقيق فائض في الميزان التجاري لميزان المدفوعات.

<sup>1</sup> صالح، أويابة: رسالة ماجستير بعنوان "أثر التغير في سعر الصرف على التوازن الاقتصادي (دراسة حالة الجزائر 1990-2009)", معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التيسير، المركز الجامعي بغرداية، الجزائر، عام 2010-2011، ص 40.



أخيراً، فإن عدم استقرار سعر الصرف يبعث برسالة غامضة للمستثمرين والدائنين في الخارج الذين يقدمون تمويلاً للاقتصاد المحلي حيث أن التقلبات في سعر الصرف تعني تقلبات في قيمة الإيرادات والأصول الرأسمالية. ولذلك يتفادى المستثمرون تمويل الاقتصادات التي تتسم أسعار صرفها بالتقلب.

#### خامساً: السياسة النقدية والسوق المالية:

هناك علاقة وثيقة تربط بين السياسة النقدية وتنمية سوق الأوراق المالية. فإتساع حجم السيولة في السوق المالية يفسر عنها ازدياد الترابط فيما بينهما إذ تستطيع السياسة النقدية التأثير في المكونات المختلفة للسيولة في الاقتصاد رغبة منها في الاحتفاظ بالاستقرار النقدي.

ويعتمد بناء استراتيجية للسياسة النقدية على الآلية التي تنتقل بها آثارها إلى السوق المالية حيث يتم انتقال الأثر النقدي بطريقتين الأولى مباشرة والتي يمكن أن تكون مقيدة لنشاط السوق المالية من خلال بيع الأوراق المالية وشرائها من قبل البنك المركزي. والطريقة غير المباشرة التي ترتبط فعاليتها بدرجة الشفافية ومدى استقلالية البنك المركزي حيث يكون تأثير الإجراءات النقدية المتخذة ذو تأثير كبير في حجم سيولة السوق من خلال قنوات معينة أهمها قناة سعر الفائدة وقناة الائتمان<sup>1</sup>.

إن قيام المصرف المركزي بتغيير أسعار الفائدة على عمليات الإقراض التي تقوم بها المصارف سيؤثر في شروط السوق النقدي من خلال توجيه أسعار الفائدة التي تتقاضاها المصارف وأيضاً من خلال التأثير في توقعات السوق حول الاتجاهات الاقتصادية.

فقد أظهرت الأدلة العملية والنظرية أن اتباع سياسة نقدية توسعية يؤدي إلى انخفاض كلفة الائتمان بفعل انخفاض سعر الفائدة ومن ثم زيادة الطلب على الائتمان من قبل المصارف الأمر الذي يقود إلى انخفاض توجه الأفراد والمستثمرين نحو السوق المالية لطلب التمويل أي قيام المقترضين بإحلال مهمة الإقراض من السوق المالية إلى المصارف

<sup>1</sup> توماس ماير وآخرون: النقود والبنوك، ترجمة أحمد عبد الخالق ود. أحمد بديع بليج، دار المريخ، الرياض، عام 2002، ص 662، 671.

التجارية والذي يؤدي بدوره إلى انخفاض عرض السندات وارتفاع أسعارها<sup>1</sup> في حين أنه نتجه العلاقة بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم إلى أن تكون علاقة عكسية وفق التحليل السابق.

بالمقابل فإن عدم القناعة بالطريقة التي تؤثر فيها قناة أسعار الفائدة على الإنفاق لشراء الأصول طويلة الأجل قد أدى إلى ظهور وجهة نظر جديدة تركز على مشكلة عدم تماثل المعلومات في السوق المالي مما دعا إلى تقسيم قناة الائتمان بحسب الدراسات الاقتصادية (Mishkin 1995,1996) إلى قناة الإقراض المصرفي أو قناة الائتمان الضيقة وقناة الميزانية العمومية أو قناة الائتمان الواسعة<sup>2</sup>.

● قناة الإقراض المصرفي: وترتكز هذه القناة على الدور الخاص الذي تلعبه المصارف في السوق المالي من أجل حل مشكلة عدم تماثل المعلومات في سوق الإقراض. إذ تقوم المصارف بالتعامل مع المقترضين وخاصة الشركات الصغيرة التي لا تستطيع الدخول إلى السوق المالي مباشرة وبالتالي عندما يقوم البنك المركزي باتباع سياسة نقدية تشددية فإن ذلك سيؤدي إلى تقليص قدرة المصارف على الإقراض وتراجع الإنفاق الاستثماري مما يخفض من المستويات العامة للأسعار لا سيما أسعار الأسهم والسندات والأصول بشكل عام.

● قناة الميزانية العمومية: تعمل قناة الميزانية العمومية للشركات من خلال صافي قيمة الأصول لدى الشركات حيث يؤدي انخفاض قيمة الأصول إلى انخفاض قيمة الضمان الذي تقدمه الشركات للحصول على القروض من قبل المصارف وبالتالي احتمال تعرض المصارف المقرضة لمخاطر أعلى مما يدفعها إلى تقليص إقراضها لأغراض تمويل الإنفاق الاستثماري الأمر الذي يخفض من مستويات الأسعار.

بالإضافة إلى ما تقدم فإن هنالك مجموعة من أدوات السياسة النقدية ذات التأثير على السوق المالية والتي أتينا على ذكرها سابقاً وتتمثل بسعر الخصم وعمليات السوق المفتوحة

<sup>1</sup> Flavio Padrini, Velocity Innovations, Financial Markets and the Real Economy, Journal of Monetary Economics, OECD, Economics Department, Zrue Andre Pascal, Paris Cedex 16, France, 2002, P1-6.

<sup>2</sup> -S. Mishkin, Frederic: The channels of monetary Transmission lessons for Monetary Policy, Banque de bulletin digest no. 27- march 1996.

- Mishkin, F.S: Symposium on the monetary Transmission, Journal of Economic perspectives 9, P 4.

ونسب الاحتياطي الإلزامي إذ من شأن هذه الأدوات أن تتحكم بحجم الائتمان والسيولة المتواجدة في السوق المالي.

وتجدر الإشارة إلى أن فعالية عمل قنوات الأثر النقدي على السوق المالي تعتمد على مجموعة من العوامل أهمها<sup>1</sup>:

1. درجة التنافسية في القطاع المصرفي.
2. مدى إمكانية الوصول إلى مصادر التمويل المحلية.
3. مدى عمق السوق المالي والنقدي.
4. مقدار التواجد الحكومي في السوق المالي.
5. مدى سيولة السوق المالي.
6. مقدار تطور الوساطة المالية.
7. نوعية نظام الصرف المتبع.
8. مقدار الانفتاح في الحساب الجاري والرأسمالي.
9. مدى تطور سوق الصرف الأجنبي.

كل هذه العوامل مجتمعة من شأنها أن تؤثر على سرعة وقوة قنوات الانتقال ومن ورائها على الدرجة التي يمكن أن يعتمد فيها على أدوات السياسة النقدية في إرسال إشارات السياسة من خلال القنوات الطبيعية وبالتالي فعالية السياسة النقدية المستندة إلى أدوات السوق.

أخيراً لا بد من الإشارة إلى أن درجة تدخل الحكومة في السوق المالية يمكن أن تؤثر على قنوات انتقال أثر السياسة النقدية من خلال ثلاثة عوامل هي<sup>2</sup>:

1. التحكم المعلن أو الضمني بأسعار الفائدة أو أية قيود أخرى على الأسعار في السوق المالي.

---

<sup>1</sup> Laurens, Bernard: Channels of Transmission of Monetary Policy, Joint Africa Institute, workshop on Monetary and foreign exchange operation, Tunisia, September 12-16. 2005.

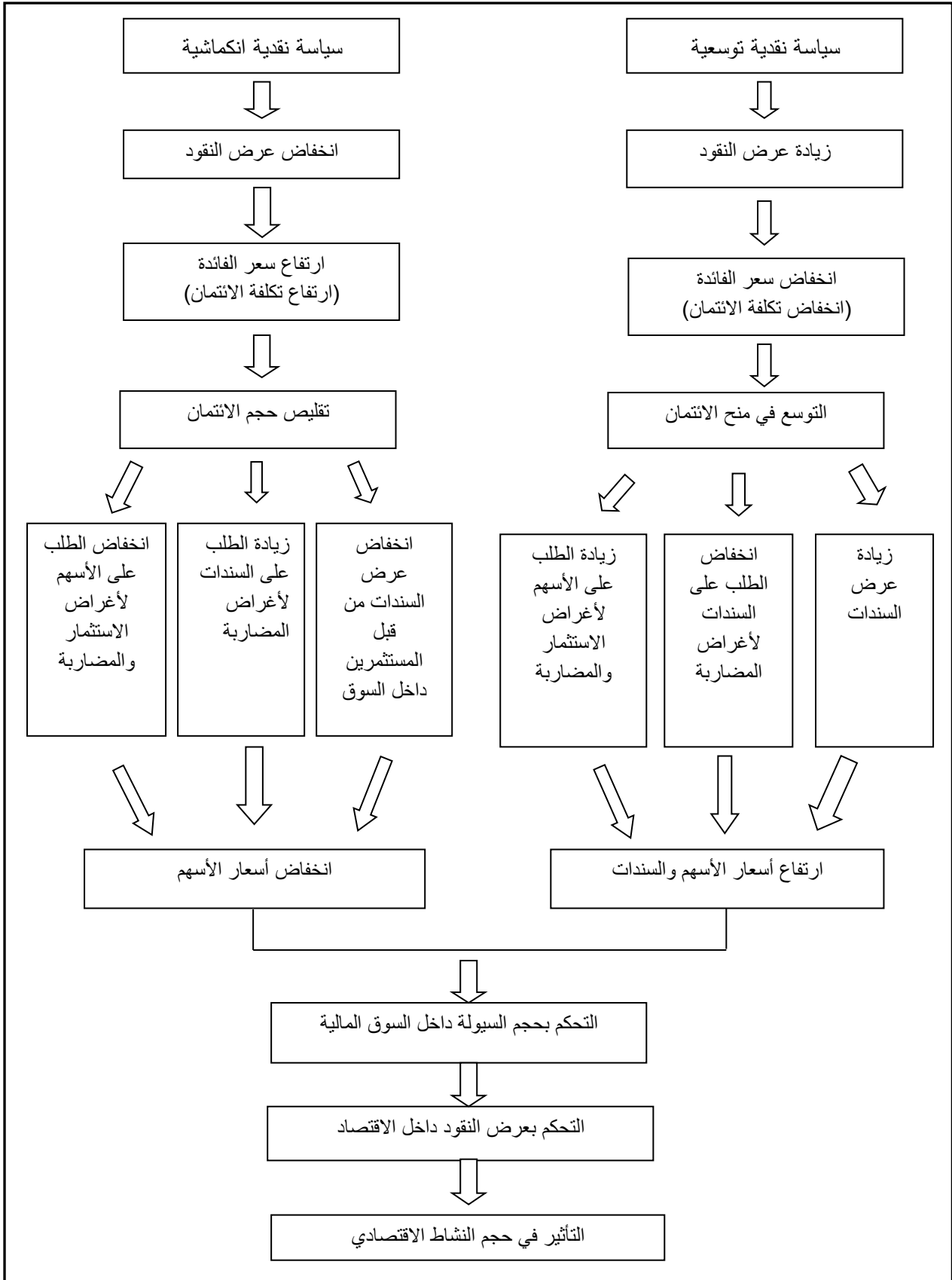
<sup>2</sup> شعيب، يمنى: مرجع سبق ذكره، ص 62.

2. وضع قيود على الإقراض المصرفي.

3. تطبيق سياسة نقدية انتقائية.

بالإضافة إلى ذلك فإن وجود سيولة فائضة في السوق المالي يضعف من فعالية انتقال الأثر النقدي حيث أن الإجراءات التي يتخذها البنك المركزي من أجل تعقيم السيولة الزائدة في السوق المالي تتطلب تكلفة كبيرة كما أنها تتسبب بخسائر كبيرة قد تمنعه من رفع سعر الفائدة.

الشكل رقم (12.2) آلية انتقال الأثر النقدي إلى السوق المالية والتحكم بحجم السيولة



المصدر: كاظم الدعيمي، عباس: مرجع سبق ذكره، ص 107.

## الفصل الثالث

قياس أثر السياسة النقدية على أداء سوق عمان للأوراق  
المالية (خلال الفترة 1998-2011)

## المبحث الأول: واقع السياسة النقدية والسوق المالية في الأردن خلال الفترة

(1998-2011)

أولاً: واقع السياسة النقدية في الأردن خلال الفترة (1998-2011):

### 1-1. نشأة الجهاز المصرفي وتطوره:

اعتُبر مجلس النقد الأردني السلطة الوحيدة المخولة بإصدار النقد في الأردن منذ عام 1949. غير أنه، ومع دوران عجلة التنمية ورغبة الأردن في تعزيز استقلاله الاقتصادي، رأت الحكومة الأردنية أن مجلس النقد قد أصبح غير قادر على مواكبة متطلبات التنمية في الفترة اللاحقة الأمر الذي دفعها إلى تأسيس البنك المركزي الأردني بإصدار قانون عام 1959 والذي تم تعديله بالقانون عام 1960 وبموجب هذا القانون باشر البنك أعماله في عام 1964 وهنا بدأت ملامح السياسة النقدية تتبلور بشكل أفضل.

واعتباراً من عام 1989 ابتدأ البنك المركزي الأردني بانتهاج مسلك جديد في السياسة النقدية يستند إلى آلية مخططة ذات أهداف نقدية محددة ضمن برنامج الإصلاح الاقتصادي في ضوء انعدام فعالية السياسة النقدية التي كانت تسلك اتجاهات عامة دون وضع إطار محدد للأهداف يعطي الأولوية لبعضها على حساب بعضها الآخر والتي كان من نتائجها ارتفاع معدلات التضخم<sup>1</sup>.

ومن الجدير بالذكر أنه ورغم تملك الحكومة الأردنية كامل رأسمال البنك (والذي بدأ بمليون دينار أردني وتمت زيادته تدريجياً إلى ثمانية عشرة مليون دينار) إلا أنه يتمتع وفق أحكام القانون المُشار إليه أعلاه بشخصية اعتبارية مستقلة الأمر الذي عزز فعاليته في إدارة السياسة النقدية حيث يتولى إدارة شؤونه مجلس إدارة مؤلف من المحافظ ونائبين له وخمسة أعضاء يعينون بقرار من رئاسة مجلس الوزراء وله فرعان أحدهما في إربد والآخر في العقبة.

<sup>1</sup> حمد الله الشبيكات، غازي: رسالة ماجستير بعنوان "سياسة وضع الأهداف النقدية في الأردن"، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، عمان، عام 1994، ص 29.  
- الموقع الإلكتروني للبنك المركزي الأردني [www.cbj.gov-jo.com](http://www.cbj.gov-jo.com).

ورغم تشابه البنوك المركزية في معظم دول العالم إلا أن طريقة أداء كل بنك مركزي لوظائفه تعتمد على معايير خاصة ترتكز بدرجة أساسية على مقومات الاقتصاد الذي يعمل فيه حيث نص قانون البنك المركزي الأردني على أن تتركز مهامه في الحفاظ على الاستقرار النقدي في المملكة مع ضمان قابلية تحويل الدينار الأردني والمحافظة على نظام مدفوعات وطني آمن ومتطور فضلاً عن إصدار النقد والمسكوكات والاحتفاظ باحتياطي المملكة من الذهب وتوفير السيولة اللازمة للمصارف العاملة إلى جانب تقديم المشورة للحكومة في رسم السياسة النقدية بصورة خاصة والسياسة الاقتصادية والمشاريع المؤثرة في البيئة الاقتصادية وأخيراً نشر وتعميق الثقافة المصرفية والمالية من خلال قيامه بتوفير مصادر البيانات والمعلومات اللازمة<sup>1</sup>. ويوضح الجدول التالي تطور الجهاز المصرفي في الأردن خلال فترة الدراسة.

الجدول رقم (1.3) تطور هيكل الجهاز المصرفي في الأردن للفترة (1998-2011)

البنك المركزي الأردني (3 فروع مع المركز الرئيسي)					
إجمالي عدد الفروع	المجموع	عدد المصارف الأجنبية	عدد المصارف الوطنية		السنة
			المصارف الإسلامية	المصارف التجارية	
451	20	4	2	14	1998
457	20	4	2	14	1999
462	21	5	2	14	2000
464	21	5	2	14	2001
464	21	5	2	14	2002
443	21	5	2	14	2003
441	24	8	2	14	2004
513	23	8	2	13	2005
515	23	8	2	13	2006
558	23	8	2	13	2007
593	23	8	2	13	2008
616	23	8	2	13	2009
663	25	9	3	13	2010
695	26	10	3	13	2011

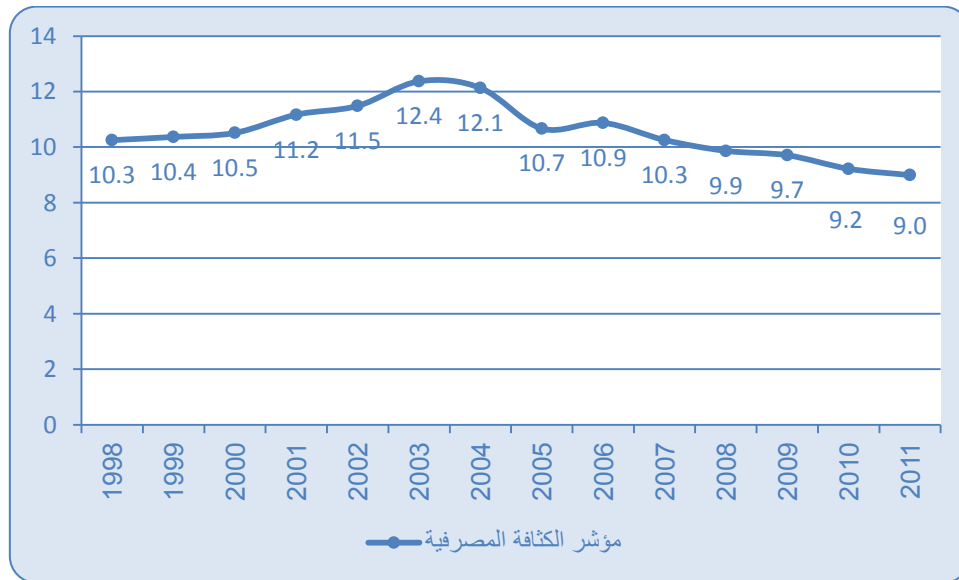
المصدر: الجدول من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني - أعداد مختلفة، تقرير جمعية البنوك في الأردن - أعداد مختلفة.

<sup>1</sup> الموقع الإلكتروني للبنك المركزي الأردني [www.cbj.gov-jd.com](http://www.cbj.gov-jd.com) التنظيم الإداري.



نلاحظ من الجدول أعلاه تطور الجهاز المصرفي الأردني خلال فترة الدراسة حيث ازداد عدد المصارف الأردنية من 20 مصرفاً منها أربعة عشر مصرفاً تجارياً ومصرفان إسلاميان تعمل جنباً إلى جنب مع أربعة مصارف أجنبية في عام 1998 وبواقع 451 فرعاً ليصل إلى 26 مصرفاً في عام 2011 موزعة إلى ستة عشر مصرفاً أردنياً منها ثلاثة مصارف إسلامية وعشرة فروع لمصارف أجنبية منها فرع لمصرف إسلامي وبعده فروع وصل إلى 695 تتوزع في مختلف المحافظات الأردنية. وقد لوحظ تطور دور هذه المصارف في تغطية الفعاليات الاقتصادية المختلفة وأداء الخدمات المصرفية من خلال فروعها داخل المملكة إذ بلغ مؤشر الكثافة المصرفية (والذي يمثل عدد السكان إلى العدد الإجمالي لفروع المصارف العاملة في المملكة) في نهاية عام 2011 حوالي 9 آلاف نسمة لكل فرع مقارنة مع 9.7 ألف نسمة لكل فرع في عام 2009 و 10.2 ألف نسمة لكل فرع و 9.9 ألف نسمة لكل فرع في عامي 2007، 2008 على التوالي. ويبين الشكل رقم (1.3) تطور مؤشر الكثافة المصرفية خلال فترة الدراسة كالتالي:

الشكل رقم (1.3) تطور مؤشر الكثافة المصرفية خلال الفترة (1998-2011)



المصدر: الشكل من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات الواردة في الملحق الإحصائي/ الجدول رقم (1).

هذا ويعكس المركز المالي الإجمالي (الميزانية الموحدة للمصارف العاملة) طبيعة الجهاز المصرفي الأردني ودوره في النشاط الاقتصادي خلال فترة الدراسة (1998-2011)، والتي توضحها أرصدة واستخدامات المصارف العاملة كونها تمثل في الوقت نفسه

ما تقوم به هذه المصارف من وظائف ادخارية وتمويلية في النشاطات الاقتصادية المتعددة. وفي هذا الصدد فقد ارتفع إجمالي موجودات واستخدامات الجهاز المصرفي من (15،10.5) مليار دينار خلال عامي (1998،2002) إلى (29.8،26.8) مليار دينار خلال الأعوام (2007،2008) على التوالي ولتصل إلى 37.3 مليار دينار مع نهاية عام 2011 مسجلة ارتفاعاً مقداره 2,713.3 مليون دينار (7.8%) عن مستواه المسجل في نهاية عام 2010 مقابل إجمالي موجودات بلغ (32،35) مليار دينار أردني لعامي 2009، 2010 على الترتيب.

هذا التطور الحاصل في أرصدة أموال الجهاز المصرفي واستخداماتها خلال مدة الدراسة قد تابع نموه في السنوات الثلاث الأخيرة على وجه التحديد على الرغم من استمرار تداعيات الأزمة المالية والاقتصادية العالمية وحالة عدم الاستقرار التي شهدتها بعض الدول العربية إلى جانب تعمق الأزمة المالية في منطقة اليورو. ويمكن أن يُعزى جزء من ذلك إلى عدة عوامل ومنها عدم تملك المصارف العاملة في الأردن لأي من الأوراق المالية التي تتطوي على مخاطر عالية والمرهونة بالعقارات في الولايات المتحدة الأمريكية إضافة إلى ممارسة المصارف العاملة في الأردن للعمل المصرفي التجاري أكثر من العمل المصرفي الاستثماري. هذا إلى جانب السياسات النقدية والمصرفية الحصيفة والمتوازنة التي اتبعتها البنك المركزي الأردني والتي هدفت إلى دعم وتعزيز النشاط الاقتصادي في المملكة دون الإضرار بهدف تحقيق الاستقرار النقدي لا سيما تلك التدابير الرامية إلى رفع سوية ومنعة مؤسسات الجهاز المصرفي ودرجة المنافسة بين وحداتها وتعزيز قدرتها على إدارة المخاطر استناداً إلى أفضل الممارسات والمعايير العالمية خاصة في ضوء تطبيق معايير لجنة بازل (2) وتعليمات اختبارات الضغط (Stress Testing).

## 1-2. الأدوات النقدية للبنك المركزي الأردني:

اعتمد البنك المركزي (وحتى تسعينات القرن الماضي) على الأدوات التقليدية المباشرة في إدارته للسياسة النقدية كما أنه لجأ خلال تلك الفترة إلى الإجراءات الإدارية للتأثير على هيكل الائتمان المصرفي وكلفته من خلال تحديد أسعار الفوائد على القروض والودائع والزام

المصارف بتوجيه جزء من محفظتها المالية نحو استثمارات معينة بالإضافة إلى فرض سقف مباشرة على التوسع في الائتمان في بعض الأحيان.

غير أنه وبعد أن أثبتت التجربة أن استخدام البنك المركزي للأدوات المباشرة لم يكن بالفعالية المطلوبة للتأثير على حجم السيولة في الاقتصاد الوطني إلى جانب التشوهات السعرية والهيكلية التي أحدثتها في القطاع المصرفي وما يعنيه ذلك من تقليل كفاءة تخصيص الموارد في الاقتصاد الوطني؛ فقد عمد منذ نهاية عام 1993 لاتباع الأسلوب غير المباشر في إدارة السياسة النقدية لا سيما من خلال عمليات السوق المفتوحة والذي يُعتبر الأسلوب الأكثر شيوعاً في الدول المتقدمة واستخدم البنك المركزي الأردني لهذه الغاية شهادات الإيداع التي عمل على إصدارها بهدف إدارة السيولة المحلية.

فيما يلي عرض لأهم أدوات الرقابة التي يستخدمها البنك المركزي الأردني وهي كالآتي:

### 1) نسبة الاحتياطي القانوني:

تنظم المادة (42) من قانون البنك المركز الأردني طرق تعامل البنك المركزي بالاحتياطي النقدي الإلزامي المفروض على المصارف المرخصة، إذ تنص الفقرة (أ) من هذه المادة أنه على البنك المركزي الأردني أن يطلب من المصارف المرخصة إيداع احتياطي نقدي إلزامي لديه بنسبة أو نسب معينة من ودائعها المختلفة على ألا تقل هذه النسبة أو النسب عن 5% ولا تزيد عن 35% منها وللبنك المركزي أن يودع الاحتياطي النقدي الإلزامي في حساب جاري أو على شكل وديعة إيجار أو لأجل ولا يجوز السحب من هذا الحساب إلى مادون النسبة المقررة إلا بموافقة البنك المركزي الأردني<sup>1</sup>. وقد طلب البنك المركزي الأردني من المصارف المرخصة الاحتفاظ بالاحتياطي النقدي الإلزامي بما نسبته 60% على شكل وديعة خاضعة لإشعار يومين و 40% على شكل حساب جاري كما حدد البنك المركزي النسبة المطبقة على البنوك بـ 8% اعتباراً من 2002/1/1 وبقيت هذه

<sup>1</sup> البنك المركزي الأردني، دائرة الأبحاث والدراسات، مجموعة التشريعات المصرفية، بدون تاريخ، ص 18.

النسبة ثابتة حتى عام 2007 وارتفعت في عام 2008 لتصبح 9% بينما استقرت خلال الأعوام الثلاثة الأخيرة من فترة الدراسة عند حدود 7% من ودائع المصارف<sup>1</sup>.

وفي ضوء تطبيق البنك المركزي لنظام التسويات الإجمالي الفوري فقد قرر البنك المركزي الأردني دمج متطلبات الاحتياطي الإلزامي في الحساب الجاري بحيث يظهر رصيد البنك متضمناً الحد الأدنى الواجب عدم التصرف به 80% وعدم السماح بانخفاض رصيد البنك الفعلي عن هذا الحد ويحتسب البنك المركزي الأردني غرامة نقدية لا تزيد عن 365/1 من قيمة النقص عن كل يوم يستمر فيه النقص<sup>2</sup>.

## (2) عمليات السوق المفتوحة:

لم يمارس البنك المركزي الأردني عمليات السوق المفتوحة كأداة من أدوات السياسة النقدية غير المباشرة إلا مع نهاية عام 1993 كما أسلفنا الذكر وذلك في إطار التحول إلى الرقابة غير المباشرة على الائتمان. واعتمد في ذلك على إصدار شهادات الإيداع حيث أن إصدارها يساعد على امتصاص السيولة الزائدة في الاقتصاد الوطني وبالتالي منعها من التأثير على سعر الصرف والمستوى العام للأسعار هذا من جهة. كما أن عمليات إعادة شراء شهادات الإيداع تساعد على ضخ السيولة في الاقتصاد الوطني عند اللزوم فضلاً عن دورها في تسهيل مهمة المصارف في إدارة محافظها المالية في الأجل القصير من جهة أخرى. وقد استخدم البنك المركزي كلاً من سياسة سعر إعادة الخصم ونافذة الإيداع لليلة واحدة لتحقيق هذا الغرض<sup>3</sup>.

ضمن الإطار السابق، ارتفع الرصيد القائم لشهادات الإيداع في عام 1998 من 9.72 مليون دينار أردني ليصل إلى 25.34 مليون دينار في عام 2004 محققاً أقصى ارتفاع له غير أنه عاود الانخفاض من جديد ليصل إلى 11.7 مليون دينار مع نهاية عام 2008. وهنا تجدر الإشارة إلى أن البنك المركزي، ومنذ تشرين الأول من عام 2008، قد

<sup>1</sup> د. اسماعيل إبراهيم الطراد، مساعد مدير البنك المركزي الأردني- فرع إربد: بحث مقدم إلى المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي الذي تنظمه كلية الشريعة والدراسات الإسلامية بجامعة أم القرى- مكة المكرمة، عام 2002، طبعة تمهيدية.

<sup>2</sup> البنك المركزي الأردني، مجموعة التشريعات المصرفية، المادة 42 من قانون المصارف ص 14.

<sup>3</sup> تقرير تطور القطاع المصرفي الأردني خلال الفترة 2000-2010، جمعية البنوك في الأردن، عمان، عام 2010، ص 17.

- تم الحصول على الرصيد القائم لشهادات الإيداع خلال فترة الدراسة من موقع البنك المركزي الأردني على الانترنت-[www.cbj.gov.jo](http://www.cbj.gov.jo).

توقف عن إصدار شهادات الإيداع في إطار الإجراءات الاحترازية التي كان قد اتخذها لمواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية وبما يضمن تجنب المصارف المحلية للمخاطر التي تعرضت لها المصارف العالمية. بالمقابل فقد بلغ سعر الفائدة المرجح على آخر إصدار من شهادات الإيداع لأجل ثلاثة أشهر 5.64% بينما بلغ سعر الفائدة على آخر إصدار من شهادات الإيداع لأجل ستة أشهر نحو 5.94%<sup>1</sup> في حين أن سعر الفائدة على نفاذة الإيداع لليلة واحدة بلغ 2.25% في نهاية عام 2011 مقابل 2% في نهاية عام 2010.

وبغرض استكمال إجراءات التحول إلى عمليات السوق المفتوحة، عمل البنك المركزي الأردني على إصدار سندات وأذونات الخزنة بأجال استحقاق مختلفة تتراوح بين ثلاثة أشهر وستة أشهر وسنة بهدف تمويل العجز في الميزانية العامة للدولة دون اللجوء إلى الاقتراض المباشر من البنك المركزي وتوفير أصول مالية يمكن تداولها في السوق المالية بما يضمن أثراً أكثر فعالية لعمليات السوق المفتوحة خاصةً مع تنويع الأوراق المالية القابلة للتداول. حيث بلغ الرصيد القائم لكل من سندات وأذون الخزنة مع نهاية عام 2011 نحو 4374.4 مليون دينار بعد أن بلغت (63.7) و (1180.7) و (1341.2) و (4891.5) مليون دينار للأعوام (1998، 2002، 2006، 2010) على التوالي<sup>2</sup>. ومن الملاحظ هنا ارتفاع حجم السندات والأذونات المصدرة خلال هذه الفترة مما يعني دخول البنك المركزي بائعاً للأوراق المالية الحكومية وتحقيق هدفه في خفض السيولة داخل الاقتصاد للمحافظة على الاستقرار النقدي.

### (3) سعر البنك (سعر إعادة الخصم):

نص قانون البنك المركزي الأردني، فيما يتعلق بعلاقته مع المصارف المرخص لها ومؤسسات الإقراض المتخصصة، أن له أن يخضم أو يعيد خصم أو أن يبيع أو يشتري كافة الأوراق المالية ووثائق الائتمان التي نص عليها القانون كالأسناد والكمبيالات المحررة لتمويل العمليات التجارية الحقيقية وتلك العمليات الصناعية والإنشائية وغيرها شريطة ألا

<sup>1</sup> التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني للعام 2011.

<sup>2</sup> الأرقام الواردة من البيانات الإحصائية السنوية – الاحتياطيات الأجنبية للبنك المركزي الأردني (جدول رقم 10) الموقع الإلكتروني للبنك المركزي الأردني.

تزيد مدة استحقاقها عن تسعين يوماً إضافة إلى السندات الحكومية وسندات المؤسسات العامة المكفولة من الحكومة والمطروحة للاكتتاب العام. هذا إلى جانب القروض والسلف التي يمنحها لهذه المصارف وله في ذلك أن يعين بين الحين والآخر أسعار الخصم التي يتقاضاها لإعادة الخصم ومنح السلف<sup>1</sup>.

وفي هذا الصدد، فقد بلغ سعر إعادة الخصم 9% في عام 1998 بينما بلغ (3.75%، 7.5%، 6.25%) للأعوام (2004، 2006، 2008) على الترتيب في حين بلغت قيمته 4.5% مع نهاية عام 2011. ومن الملاحظ هنا تفاوت سعر إعادة الخصم خلال السنوات المالية المختلفة لفترة الدراسة الأمر الذي يعكس السياسات المختلفة التي اتبعتها البنك المركزي في تقييده أو تسهيل عمليات التسليف ومنح الائتمان وفق ما يتطلبه وضع السيولة في الاقتصاد.

#### (4) ضوابط التوسع الائتماني:

احتلت سياسة السقوف الائتمانية مكانة كبيرة بين الأدوات النقدية التي تبناها البنك المركزي عام 1992 عندما تحتم على البنك المركزي ضبط حجم التسهيلات الائتمانية ضمن الحدود والخطوط التي قررها برنامج التصحيح الاقتصادي حيث قام بتحديد حجم التسهيلات الائتمانية الممنوحة من قبل المصارف المرخصة بالدينار والعملات الأجنبية بما لا يزيد عن عشرة أضعاف رأس المال والاحتياطيات لديها. غير أنه وخلال عام 1995 قام البنك المركزي بإلغاء سقف الائتمان المشار إليه أعلاه<sup>2</sup>.

ضمن الإطار السابق، فقد ارتفع إجمالي الرصيد القائم للتسهيلات الائتمانية الممنوحة من قبل المصارف المرخصة من 4.29 مليار دينار في عام 1998 ليصل إلى (6.2)، (9.8، 13) مليار دينار أردني خلال الأعوام (2004، 2006، 2008) على الترتيب ووصل إلى ما قيمته 15.9 مليار دينار مع نهاية عام 2011 مسجلاً ارتفاعاً قدره 1399.8 مليون دينار (9.7%) عن مستواه في عام 2010 والذي بلغ 14.5 مليار دينار.

<sup>1</sup> قانون البنك المركزي الأردني رقم 23 لعام 1971 وتعديلاته- المواد رقم 39-41.  
<sup>2</sup> الطراد، اسماعيل إبراهيم، مرجع سبق ذكره، ص 18.

ويُظهر توزيع التسهيلات الائتمانية وفقاً للجهة المقترضة ارتفاع رصيد التسهيلات الممنوحة للقطاع الخاص (المقيم) خلال عام 2011 بمقدار 1,304.9 مليون دينار أو ما نسبته 93.2% من إجمالي الزيادة في التسهيلات الائتمانية. بينما سجل رصيد التسهيلات الممنوحة للقطاع العام (حكومة مركزية والمؤسسات العامة) ارتفاعاً مقداره 140.4 مليون دينار (31.4%) في حين انخفض رصيد التسهيلات الممنوحة للقطاع الخاص (غير المقيم) بمقدار 46.1 مليون دينار (4.5%). ومن الجدير بالذكر أن رصيد التسهيلات الائتمانية الممنوحة بالعملة الأجنبية شكلت ما نسبته 11.4% من إجمالي التسهيلات الائتمانية خلال عام 2011 مقابل 11.8% في عام 2010<sup>1</sup>.

### 5) نسبة السيولة:

تهدف نسبة السيولة التي يتولى البنك المركزي مسؤولية تحديدها بموجب القانون إلى ضمان توظيف المصارف للحد الأدنى من الموارد المالية المتاحة لها في أصول نقدية أو سريعة التحول إلى أصول سائلة بغرض تدعيم المراكز المالية لتلك المصارف. ومن ثم فإن للبنك المركزي صلاحية تحديد مكونات نسبة السيولة والمعدلات التي يتعين على المصارف الخاضعة لإشرافه الالتزام بها وهي بذلك تعدّ إحدى الأدوات التي يستخدمها البنك المركزي للتأثير في حجم الائتمان سواء بالعملة المحلية أو الأجنبية.

وتقيس نسبة السيولة القانونية حجم الموجودات السائلة المتوفرة لدى البنك المركزي منسوبة إلى التزاماته التي يتوجب عليه أدائها. وقد بلغت هذه النسبة لدى المصارف العاملة في الأردن أعلى مستوياتها في نهاية عام 2003 لتصل إلى 179.6% لتأخذ بعد ذلك بالانخفاض المستمر حتى بلغت 141% في نهاية عام 2008 ومن ثم ارتفعت في نهاية عام 2009 لتصل إلى 159.1% ووصلت مع نهاية النصف الأول من عام 2010 إلى 159.5%<sup>2</sup>.

هذا وتعتبر نسبة السيولة منذ العام 2003 وحتى الآن أعلى بكثير من الحد الأدنى لمتطلبات البنك المركزي الأردني والبالغ 100%. وبهذا فإن البنك المركزي ومن خلال

<sup>1</sup> الأرقام الواردة حول التسهيلات الائتمانية خلال فترة الدراسة من الجدول رقم (12) توزيع التسهيلات الائتمانية حسب القطاعات. التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني للعام 2011.

<sup>2</sup> تقرير تطور القطاع المصرفي خلال الفترة 2000-2010، جمعية البنوك الأردنية، مرجع سبق ذكره، ص 47.

رقابته على الجهاز المصرفي يركز على الإدارة السليمة للسيولة من خلال تعليمات أصدرها عام 2000 حول السيولة حسب سلم الاستحقاق والتي تأخذ بعين الاعتبار المواعمة بين آجال مصادر الأموال واستخداماتها وعدم الاعتماد على مصادر أموال متذبذبة وقصيرة الأجل لتمويل موجودات طويلة الأجل.

## (6) الوسائل الأخرى<sup>1</sup>:

1. يقوم البنك المركزي بممارسة دوره الرقابي على المصارف العاملة من خلال عدة وسائل من خلال عمليات الترخيص للمصارف وفروعها داخل وخارج المملكة إلى جانب الرقابة المكتبية من خلال قيام المصارف بتزويده بالبيانات المالية والتي يتم على أساسها حساب أهم المؤشرات والنسب للوقوف على مدى تقيدها بالتعليمات والأنظمة إضافة إلى الرقابة الميدانية وزيارة المصارف للتأكد من التزامها بالتعليمات خاصة فيما يتعلق بالنواحي الإدارية والنوعية. وتجدر الإشارة هنا إلى ان البنك المركزي يعتمد على نظام CAMEL لتقييم المصارف المحلية.

2. وفي عام 2005 تم تشكيل لجنة عليا للبدء بتطبيق معيار بازل 2 وقد تم اتخاذ القرار بتطبيقه اعتباراً من الربع الأول من عام 2008 حيث أصدر البنك المركزي تعليماته للمصارف لتزويده بنماذج الكفاية حسب بازل 1 وبشكل موازي حتى 2009/3/31 وتحقق من صحة الاحتساب من خلال فريق متخصص قام بعمل فحص ميداني لبيانات 15 مصرفاً لغاية 2008 بينما يجري استكمال العمل على باقي المصارف حتى الآن. وحدد البنك المركزي هذه النسبة بـ12% من الموجودات والبنود خارج الميزانية المرجحة بالمخاطر ومخاطر السوق.

وعلى الرغم من التقلبات التي شهدتها هذه النسبة خلال فترة الدراسة إلا أنها قد حافظت على هامش مريح فوق الحد الأدنى من قبل البنك المركزي (12%) والحد الأدنى المقرر من لجنة بازل والبالغ (8%) وقد وصلت هذه النسبة إلى أدنى مستوى لها في عام 2003 إذ بلغت بالنسبة لإجمالي المصارف 15.9% بينما بلغت أعلى مستوياتها في نهاية عام 2006 (21.4%) ونتج ذلك عن قيام معظم المصارف بزيادة

<sup>1</sup> تقرير جمعية البنوك الأردنية- اعداد مختلفة، التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني - اعداد مختلفة.



رؤوس أموالها وتحقيق أرباح مرتفعة خلال هذا العام وبذلك بقيت هذه النسبة أعلى من الحد الأدنى المحدد من البنك المركزي للأعوام التالية والمقدرة بـ 12% هذا ويسعى البنك المركزي بالتوجه إلى تطبيق مقررات بازل 3 خلال عام 2013.

3. وفي إطار توسيع عمل المصارف وتعزيز دورها في تمويل النشاط الاقتصادي، فقد أصدر البنك المركزي تعليمات التوسع في التسهيلات المباشرة بالعملات الأجنبية لقطاع التصدير لتشمل التسهيلات المباشرة بالعملة الأجنبية لغايات إعادة التصدير إلى جانب التسهيلات لغايات التصدير. هذا بالإضافة إلى إيجاد تعريف موحد للشركات متوسطة وصغيرة الحجم وتشجيع المصارف على منح التمويل للشركات الصغيرة ومتوسطة الحجم وذلك بتحرير ما نسبته (100%) من مبلغ الاحتياطي الإلزامي بالدينار مقابل التسهيلات الائتمانية المباشرة الممنوحة لهذه الغاية.

### 3-1. تحليل مؤشرات السياسة النقدية:

يتم سنوياً تحديد أهداف السياسة النقدية في ضوء خطط التنمية الاقتصادية العامة للدولة والتي يُعتبر على رأسها تحقيق الاستقرار في المستوى العام في الأسعار والحفاظ على مستوى تضخم منخفض ويستخدم البنك المركزي في سبيل تحقيق ذلك الأدوات المتاحة للسياسة النقدية آخذاً بعين الاعتبار معدل النمو الحقيقي للنواتج المحلي الإجمالي. وفيما يلي عرض لأهم المؤشرات الرئيسية المعبرة عن سياسة البنك المركزي الأردني خلال فترة الدراسة (1998-2011) والتي انتهجها لتحقيق تلك الأهداف كالاتي:

#### 1-3-1. مؤشر عرض النقد (Supply Money):

يُعدُّ عرض النقود من مؤشرات السياسة النقدية المهمة التي يمكن الاسترشاد من خلالها بنوع السياسة النقدية المتبعة من لدن السلطة النقدية سواء كانت توسعية أو انكماشية. وقد اتجهت السلطة النقدية في الأردن وطوال مدة الدراسة إلى اتباع سياسة ساهمت في ضبط معدلات نمو العرض النقدي كونه المكون الأهم للسيولة المحلية. حيث شهد عرض النقد في الأردن بمفهومه الضيق (M1) والواسع (M2) تطوراً تدريجياً ملحوظاً خلال الفترة (1998-2011) تزامن ذلك مع مجموعة الإصلاحات التي اتخذتها الحكومة الأردنية فيما يخص القطاع المالي والمصرفي.

ويوضح الجدول أدناه تطورات مؤشرات عرض النقد بمفهومي الضيق والواسع ونسبة

كل منهما إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة المدروسة كما يلي:

الجدول رقم (2.3) مؤشرات عرض النقد والناتج المحلي الإجمالي في الأردن للفترة (1998-2011)<sup>1</sup>

السنة	الناتج المحلي الإجمالي / مليون دينار	عرض النقد (M1) / مليون دينار	عرض النقد (M2) / مليون دينار	نسبة M1 إلى GDP (%)	نسبة M2 إلى GDP (%)
1998	5609.9	1613.9	6026.3	28.8	107.4
1999	5778.1	1777.1	6747.6	30.8	116.8
2000	5998.6	2026.7	7434.7	33.8	123.9
2001	6363.7	2119.7	7866.1	33.3	123.6
2002	6794.0	2316.2	8419.1	34.1	123.9
2003	7228.8	2919.8	9465.7	40.4	130.9
2004	8090.7	3192.9	10571.4	39.5	130.7
2005	8925.4	4061.3	12364.0	45.5	138.5
2006	10675.4	4566.5	14109.7	42.8	132.2
2007	12131.4	4833.1	15606.8	39.8	128.6
2008	15593.4	5573	18304.2	35.7	117.4
2009	16912.2	6039.5	20013.3	35.7	118.3
2010	18762.0	6550	22306.7	34.9	118.9
2011	20476.6	7271.5	24118.9	35.5	117.8

المصدر: الجدول من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المأخوذة من موقع البنك المركزي الأردني ودائرة الإحصاءات العامة الأردنية على الانترنت.

من الملاحظ أنه على صعيد عرض النقد بمفهومه الضيق (M1) (والذي يتكون من العملة في التداول خارج الجهاز المصرفي والودائع الجارية لكل من القطاع الخاص (المقيم) والمؤسسات المالية والعامة بالعملة المحلية)؛ فقد لوحظ أنه قد حقق ارتفاعاً متزايداً خلال فترة الدراسة كما تظهره معدلات التغيير السنوي الموجبة إذ بلغ (M1) 3192.9 مليون دينار أردني في عام 2004 مقارنة بـ 1613.9 وبمعدل نمو سنوي مركب للمدة (1998-2004) بلغ 98%. في حين تأرجحت معدلات النمو السنوية لتبلغ (15.3%، 8.4%) خلال عامي 2008، 2009 على الترتيب ولتستقر عند معدل نمو قدره 11% مع نهاية عام 2011 حيث بلغ عرض النقد بمفهومه الضيق (M1) خلال هذا العام 7271.5 مليون دينار أردني

<sup>1</sup> يلاحظ من الجدول أن نسبة السيولة المحلية M2 إلى الناتج المحلي الإجمالي هي نسبة مرتفعة مما يعني وجود نسبة عالية من السيولة الفائضة غير الموظفة في الاقتصاد. وهنا تجدر الإشارة إلى أن النسبة المتعارف عليها (نسبة السيولة إلى الناتج) في الدول النامية تعادل النصف تقريباً، بينما تربط القاعدة العامة هذه النسبة بسرة دوران النقد.

أي بارتفاع قدره 721.5 مليون دينار مقابل ارتفاع مقداره 510.5 مليون دينار ومعدل نمو (8.5%) خلال عام 2010.

وبالعودة إلى العوامل المسببة للارتفاع في M1، نجد أن كلاً من النقد المتداول خارج الجهاز المصرفي وإجمالي الودائع بالعملة المحلية قد كان لمحصلتها الأثر الواضح في هذا الارتفاع. إذ ارتفع النقد المتداول من 952.8 مليون دينار في عام 1998 ليصل إلى 3019.3 مليون دينار مع نهاية عام 2011 في حين لوحظ ارتفاع إجمالي ودائع كل من القطاع الخاص (المقيم) وودائع المؤسسات العامة والمؤسسات المالية من 661.1 مليون دينار إلى 4252.2 مليون دينار للفترة ذاتها.

جاءت هذه السياسة منسجمة مع تطور النشاط الاقتصادي بشكل عام والمعبر عنه بالنواتج المحلي الإجمالي الذي ارتفع من 5609.9 مليون دينار عام 1998 ليصل إلى 20476.6 مليون دينار في عام 2011 الأمر الذي يعكس محاولة السلطة النقدية ضبط معدلات نمو العرض النقدي بشكل ينسجم مع معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي (GDP) وبما يضمن المحافظة على الاستقرار النقدي والمستوى العام للأسعار في آن معاً حيث بلغت نسبة M1 إلى الـ GDP عام 2011 (35.5%) مقارنةً بـ 28.8% في عام 1998. وهنا تجدر الإشارة إلى أن عرض النقد وفق هذا المفهوم يتسم بالسيولة العالية وبالتالي سيكون تأثيره أكبر على النشاط الاقتصادي كونه سينعكس مباشرة على الطلب المحلي من السلع والخدمات ومنها على أرباح الشركات ولعل هذا هو السبب الذي يدعو إلى اختيار هذا المؤشر لدراسة أثر تغيراته على أداء سوق الأوراق المالية خاصة بالنسبة إلى تلك الشركات المدرجة أسهمها في السوق المالية<sup>1</sup>.

أما فيما يتعلق بعرض النقد بمفهومه الواسع (السيولة المحلية) M2 (والذي يضم M1 إضافة إلى الودائع الزمنية (ودائع لأجل وودائع التوفير) بالدينار والعملات الأجنبية والودائع تحت الطلب بالعملات الأجنبية والتي يُعبر عنها بشبه النقد)؛ فنجد أنه قد شهد أيضاً تطوراً تدريجياً ملحوظاً بلغ 24118.9 مليون دينار في عام 2011 بعد أن حقق 6026.3

<sup>1</sup> الأرقام الواردة حول الناتج المحلي الإجمالي (بالأسعار الجارية) من التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني \_ أعداد مختلفة، ومن التقرير الاقتصادي العربي الموحد - أعداد مختلفة بالإضافة إلى موقع دائرة الإحصاءات العامة الأردنية على الانترنت [www.dos.go.jo](http://www.dos.go.jo).

مليون دينار خلال عام 1998 وبمعدلات نمو متباينة سجلت أعلى مستوى لها في عام 2008 (17.3%) بينما بلغ أدنى مستوى لها (5.8%) في عام 2001 ولتحقق ارتفاعاً قدره 1812.2 مليون دينار في عام 2011 (8.1%) عن مستواها المسجل في نهاية عام 2010 وذلك مقابل ارتفاع مقداره 2293.4 مليون دينار (11.5%) و 1709.1 مليون دينار (9.3%) خلال عامي 2010 و 2009 على الترتيب.

وبتحليل مكونات السيولة المحلية وفق مكوناتها والعوامل المؤثرة عليها خلال فترة الدراسة (1998-2011) يتبين بأن الارتفاع المسجل في السيولة M2 خلال هذه الفترة قد جاء نتيجة لارتفاع مكون شبه النقد من 4412.4 مليون دينار إلى 16847.4 مليون دينار في عام 2011 أي بارتفاع قدره 1090.7 مليون دينار أو ما نسبته 6.9% مقابل ارتفاع قدره 1782.9 مليون دينار (12.8%) خلال عام 2010. وقد استحوذت ودائع التوفير ولأجل على النصيب الأكبر من الزيادة في شبه النقد خلال عام 2011 إذ وصلت نسبتها إلى 82% وذلك بارتفاعها بمقدار 894.9 مليون دينار (6.2%) مقابل نسبة قدرها 93.8% خلال عام 1998 وارتفاع قدره 448.6 مليون دينار للعام نفسه. وقد جاء الارتفاع في ودائع التوفير ولأجل خلال عام 2011 نتيجة لارتفاع هذه الودائع بالدينار بمقدار 769.3 مليون دينار (6.4%) وارتفاعها أيضاً بالعملة الأجنبية بمقدار 98.6 مليون دينار (5.3%).

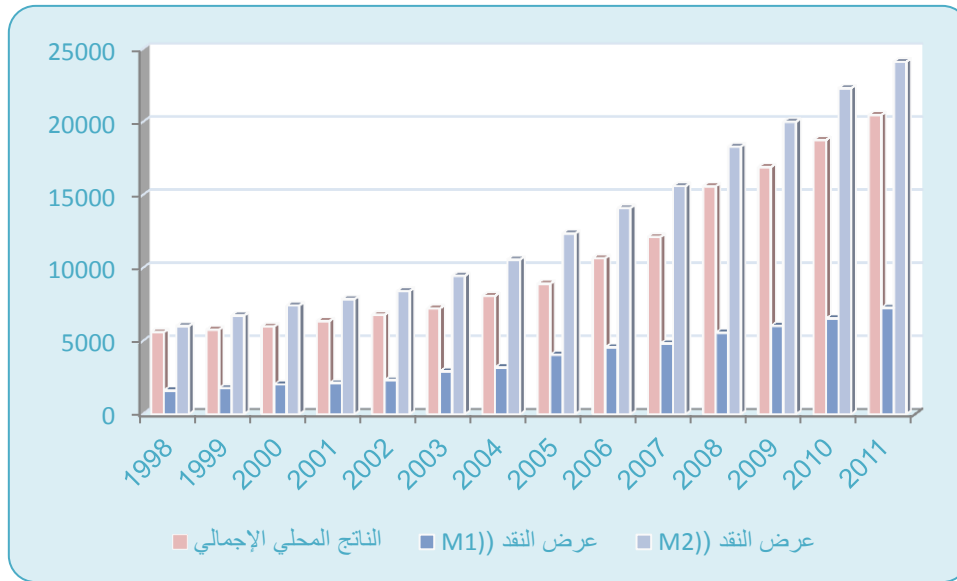
من جهة أخرى، يمكن أن يُعزى الارتفاع في شبه النقد وفقاً للعوامل المؤثرة عليه إلى ارتفاع صافي الموجودات المحلية نتيجة الزيادة في الائتمان الممنوح للقطاع العام والخاص (المقيم) إلى جانب الانخفاض المتحقق في صافي الموجودات الأجنبية لدى البنك المركزي وارتفاع البند نفسه لدى المصارف المرخصة. كما تجدر الإشارة إلى مساهمة الارتفاع المتحقق في عرض النقد بمفهومه الضيق M1 في الزيادة الحاصلة في M2 إلى جانب شبه النقد للفترة ذاتها والذي تمت الإشارة إليه سابقاً.

على صعيد آخر، يتضح لنا عمق السوق المالية من خلال ملاحظة تطور نسبة السيولة المحلية إلى الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية خلال فترة الدراسة حيث تراوحت هذه النسبة بين 107.4% في عام 1998 وتسجل أعلى مستوى لها في عام

2005 (138.5%) لتستقر عند نسبة 117.8% للعام 2011 الأمر الذي يعكس تفاوت نسبة العمق المالي. وهنا تجدر الإشارة إلى أنه كلما ارتفعت نسبة العمق المالي كلما استفاد الاقتصاد الأردني من ميزة كبيرة تتمثل في إمكانية نقل القرار الاقتصادي (النقدي) من منبعه (البنك المركزي) إلى مختلف خلايا الاقتصاد وبانتشار واسع وبالشكل الذي يعزز فعالية السياسة النقدية المرتبطة بدرجة العمق المالي<sup>1</sup>.

من خلال ما تقدم يُلاحظ أن التطور في عرض النقد بمفهوميه الضيق والواسع والذي يمثل الجانب النقدي للاقتصاد الأردني قد ترافق مع الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي الذي يمثل الجانب السلعي من الاقتصاد لفترة الدراسة ذاتها الأمر الذي يعني بأن السلطة النقدية في الأردن قد سعت إلى تحقيق الاستقرار في معدل نمو العرض النقدي بشكل ينسجم مع النمو في الناتج المحلي الإجمالي كما هو موضح في الشكل التالي.

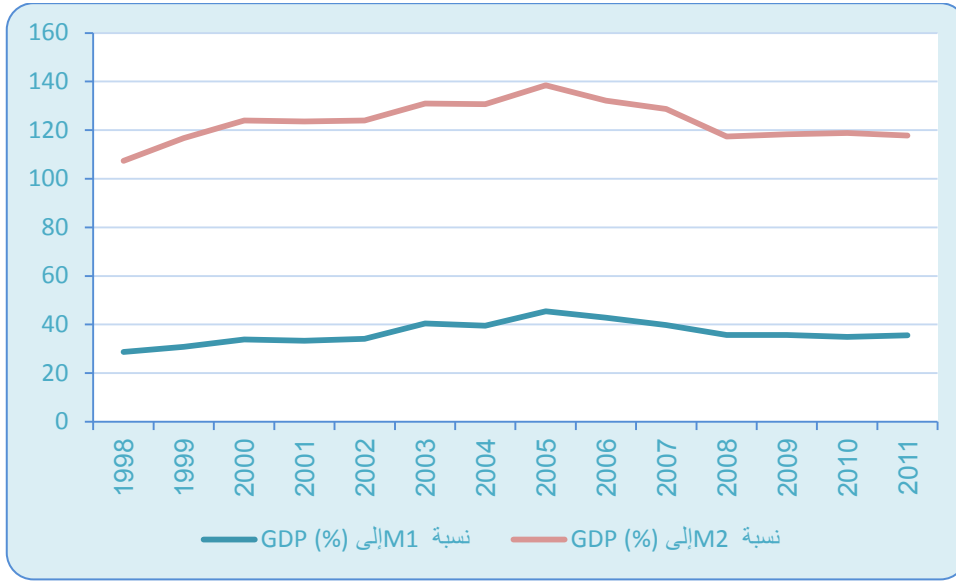
الشكل رقم (2.3) تطور مؤشرات عرض النقد والناتج في الأردن خلال الفترة (1998-2011)



المصدر: الشكل من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (2.3).

<sup>1</sup> الشبيبي، سنان: "دور الحكومات في تمويل التنمية في ظل النظام المالي الدولي الجديد"، تحرير د. علي توفيق الصادق، د. وليد عدنان الكردي، معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، عام 2001، العدد 6 "دور الحكومات الإنمائي في ظل الانفتاح الاقتصادي"، ص 124.

الشكل رقم (3.3) تطور نسبة عرض النقد M1, M2 إلى GDP خلال الفترة (1998-2011)



المصدر: الشكل من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (2.3).

### 1-3-2. مؤشر سعر الفائدة (Interest Rate):

لقد قام البنك المركزي الأردني، ومنذ شهر شباط عام 1990، بانتهاج سياسة تعويم أسعار الفائدة الدائنة والمدينة في السوق المصرفي الأمر الذي جعل تحديدها يتم وفقاً لقوى العرض والطلب في السوق في حين يتمثل دور البنك المركزي في إعطاء إشارات للمصارف المرخصة حول أسعار الفائدة من خلال تبنيه للإدارة غير المباشرة للسياسة النقدية عن طريق تعديل أسعار الفائدة على أدواته النقدية الرئيسية (سعر إعادة الخصم، سعر نافذة الإيداع، وسعر إعادة شراء شهادات الإيداع) إلى جانب عمليات السوق المفتوحة.

ومن الملاحظ تبني البنك المركزي الأردني لإجراءات مختلفة فيما يتعلق بأسعار الفائدة خلال فترة الدراسة المعتمدة (1998-2011) حيث أنه عمد إلى إجراء تخفيضات على أدواته النقدية ومن بينها أسعار الفائدة حتى عام 2003 ليقوم برفعها خلال عام 2004 خمس مرات تماشياً مع تطورات أسعار الفائدة في أسواق النقد العالمية وبواقع 25 نقطة أساس لكل مرة لسعر إعادة الخصم واتفاقيات إعادة الشراء. واستمر في اتباع هذه السياسة حتى عام 2007 حيث أنه خفّض سعر الفائدة على كافة أدواته النقدية بواقع 50 نقطة أساس كما أنه أجرى تعديلاً على هيكل سعر الفائدة على اتفاقيات إعادة الشراء بحيث يسمح للمصارف المرخصة إجراء مثل هذه العمليات مع البنك المركزي لليلة واحدة بدلاً من أسبوع.

هذا واتسمت السياسة النقدية التي اتبعها البنك المركزي الأردني بالمرونة والتفاعل مع التطورات الاقتصادية المحلية وتداعيات الأزمة المالية العالمية التي أعقبت ارتفاع أسعار المواد الأساسية حيث أنه حرص على تحقيق أكبر قدر من التوازن بين احتواء الضغوط التضخمية وحماية سعر الصرف من جهة، وبين حفز النشاط الاقتصادي من جهة أخرى. غير أن زيادة حجم المعروض النقدي كان في أكثره بغرض تمويل عجز الموازنة العامة للدولة. وعلى الرغم من أنه اعتمد في أحد شقيه على إصدار السندات غير أن الاعتماد الأكبر جاء عن طريق إصدار النقد مما أدى إلى رفع معدلات التضخم. بالمقابل انعكست آثار الأزمة المالية العالمية فيما بعد بانخفاض أسعار الفائدة الأمر الذي ساهم في خفض نسبة المعروض النقدي وانخفاض معدلات التضخم بشكل عام.

في السياق السابق عمد البنك المركزي إلى تخفيض أسعار الفائدة على أدواته النقدية مرتين خلال عام 2008 وبقوات 75 نقطة أساس واستمر في هذه السياسة خلال الأعوام التالية فخفض سعر الفائدة ثلاث مرات في عام 2009 وبقوات خمسين نقطة أساس وتابع التخفيض بنفس المقدار خلال عام 2010. غير أنه، وبهدف زيادة جاذبية تنافسية العائد لأدوات المالية المدخّرة بالدينار الأردني واحتواء الضغوط التضخمية نتيجة الارتفاع في أسعار النفط والمواد والسلع الأساسية؛ قام البنك المركزي برفع أسعار الفائدة على أدواته النقدية ولمرة واحدة فقط بتاريخ 2011/6/1 وبقوات 25 نقطة أساس<sup>1</sup>. ويبين الجدول التالي تطور هيكل أسعار الفائدة خلال فترة الدراسة كما يلي:

<sup>1</sup> التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني - أعداد مختلفة.

الجدول رقم (3.3) تطور هيكل أسعار الفائدة خلال الفترة (1998-2011)

السنة	سعر إعادة الخصم لدى البنك المركزي	سعر الفائدة على القروض والسلف	سعر الفائدة على الودائع الثابتة (لأجل)	سعر الفائدة على أدون الخزانة (6 أشهر)
1998	9.00	12.89	8.33	-
1999	8.00	12.67	7.89	6.00
2000	6.50	11.38	6.55	5.88
2001	5.00	10.45	5.19	3.92
2002	4.50	9.85	3.97	2.95
2003	2.50	8.92	2.75	2.05
2004	3.75	7.59	2.49	3.36
2005	6.50	8.10	3.52	6.55
2006	7.50	8.56	5.13	6.73
2007	7.00	8.86	5.56	-
2008	6.25	9.48	5.66	5.62
2009	4.75	9.07	4.23	2.83
2010	4.25	9.01	3.40	2.28
2011	4.50	8.67	3.46	3.23

المصدر: الجدول من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المتعلقة بالمشورات المذكورة والمنشورة على الموقع الإلكتروني للبنك المركزي الأردني.

ولدى تتبع التغييرات في أسعار الفائدة المُدرجة في الجدول أعلاه نلاحظ تأرجح معدلات الفائدة بأنواعها المختلفة خلال فترة الدراسة. حيث بلغ سعر الفائدة على تسهيلات إعادة الخصم 4.50% مع نهاية عام 2011 بعد أن كان 9% في عام 1998 بينما بلغت أسعار الفائدة على عمليات الإقراض 8.67% في عام 2011 بالمقارنة مع 9.01% في عام 2010<sup>1</sup> بانخفاض قدره 34 نقطة أساس وبعد أن بلغت 12.89% في بداية فترة الدراسة. بالمقابل تناقصت أسعار الفائدة على الودائع الثابتة (لأجل) بشكل ملحوظ خلال الفترة المدروسة حيث استقرت على مستوى 3.46% مع نهاية عام 2011 بعد أن سجلت أقصى ارتفاع لها في عام 1998 (8.33%) بينما بلغ سعر الفائدة على أدون الخزانة (6 أشهر) نسبة 3.23% مع نهاية عام 2011. وتجدر الإشارة هنا إلى أن وقف البنك المركزي لإصدار شهادات الإيداع (وهي أحد استثمارات السيولة المهمة لدى المصارف) بالإضافة إلى انخفاض الطلب الكلي على القروض قد أدى إلى ارتفاع السيولة وتراكم الفوائض النقدية لدى المصارف

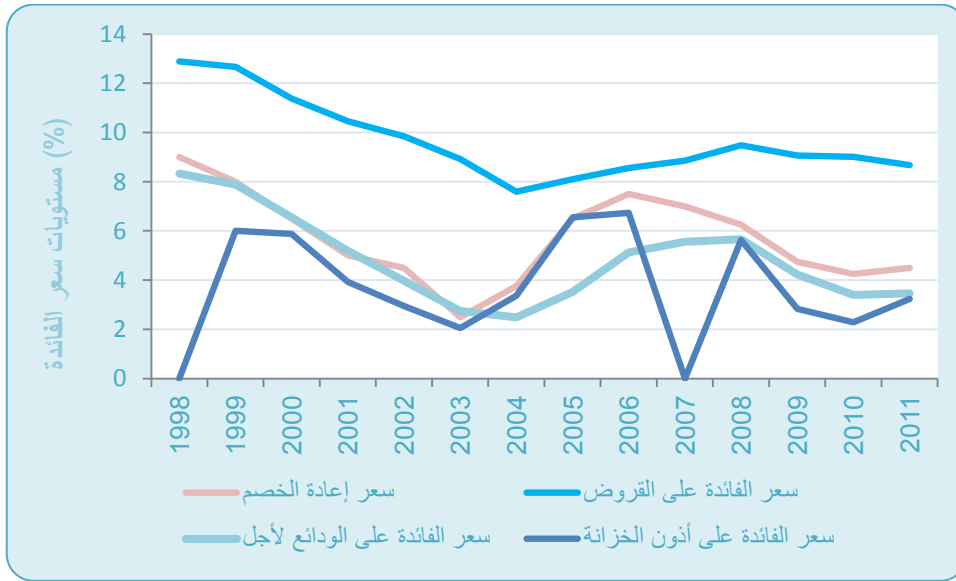
<sup>1</sup> تجدر الإشارة إلى أن سعر الفائدة على أدون الخزانة في عام 2007 بلغ 0% وقد يعود ذلك إلى طلب الحكومة الأردنية من المصارف العامة شراء أدون الخزانة بهذا السعر.



العاملة في الأردن الأمر الذي كان له الأثر الأكبر في انخفاض أسعار الفوائد وانخفاض معدل التضخم.

من جهة أخرى، يُلاحظ من الجدول أعلاه أن أسعار الفائدة على عمليات الإقراض قد فاقت أسعار الفائدة على الودائع بمقدار الضعف تقريباً لا سيما في السنوات الأخيرة من الدراسة. ويمكن أن يُعزى ذلك إلى أن ارتفاع مقدار الودائع بالدينار لدى المصارف وارتفاع السيولة لدى القطاع المصرفي بشكل عام قد عظم من عرض النقد وزاد من اكتفاء المصارف المحلية من شق الودائع وهو ما بدأ ينعكس بانخفاض في معدل الفائدة الذي تدفعه البنوك على ودائع عملائها بحسب البيانات المتوفرة. كما يمكن القول أنه ومع ارتفاع معدلات التضخم الذي ترافق مع بؤادر الأزمة المالية العالمية بدأ من عام 2008 وفي السنوات التالية، قد دفع المصارف إلى رفع أسعار الفائدة على القروض كون هذه الأخيرة تصبح المصدر الأكبر للدخل. كما قد يعود هذا الفرق في معدلات الفوائد إلى سياسة معينة يتخذها البنك المركزي الأردني بوضع معدلات تأشيرية على أسعار الفوائد بما يتفق مع وضع الاقتصاد.

الشكل رقم (4.3) تطور مستويات أسعار الفائدة خلال الفترة (1998-2011)



المصدر: الشكل من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (3.3).

وبالنظر إلى مدى تجاوب المصارف مع إجراءات البنك المركزي، فإنه يُلاحظ أنه عندما كان البنك المركزي يسعى لتخفيض أسعار الفائدة فإن المصارف تعمد إلى تخفيض أسعار الفائدة على الودائع بسرعة أعلى من تخفيضها لأسعار الفائدة على التسهيلات الأمر الذي أدى إلى اتساع الهامش بين أسعار الفائدة المدينة والدائنة. غير أن المصارف لم تبادر إلى

رفع أسعار الفائدة على التسهيلات عندما بدأ البنك المركزي برفعها بل على العكس مالت أسعار الفائدة عليها إلى الانخفاض مما قلص الهامش بين أسعار الفائدة المدينة والدائنة بشكل واضح ليبلغ 4.73 نقطة مئوية ويعكس هذا الاتجاه ارتفاع مستوى التنافسية في الجهاز المصرفي الأردني<sup>1</sup>.

ومن الملاحظ أن التناقص المستمر في مستويات أسعار الفائدة لا سيما في السنوات الأخيرة من الدراسة يعني اتجاه السلطة النقدية نحو تخفيض القيود على الائتمان الممنوح بما يضمن تشجيع المشروعات الاستثمارية ومن ثم التأثير في النشاط الاقتصادي بشكل عام كما أنه يفسر التدابير المختلفة التي تم اتخاذها بغرض تحرير أسعار الفائدة وتخفيف حدة الكبح المالي والإسراع بعملية التحول نحو الأدوات غير المباشرة الهادفة لتخفيض تكلفة الائتمان الموجه لتمويل العجز الحكومي والتوجه نحو الأساليب التي تعتمد على قوى السوق<sup>2</sup>.

أخيراً، وفيما يتعلق بتأثير أسعار الفائدة في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، نجد بأن مؤشر سعر الفائدة على الودائع الثابتة (لأجل) يمثل المتغير الأكثر تأثيراً في السياسة النقدية بوصفه البديل الأفضل للأوراق المالية في حال ارتفاعها وذلك لعدم تعرض الودائع الثابتة لمخاطر الارتفاع أو الانخفاض أو مخاطر عدم السداد فضلاً عن أهمية تأثير أسعار الفائدة على هذا النوع من الودائع في المراكز المالية للشركات التي تقوم بالاقتراض من المصارف التجارية لتمويل احتياجاتها مع أخذ تأثير باقي مستويات أسعار الفائدة الأخرى بعين الاعتبار<sup>3</sup>.

### 1-3-3. مؤشر سعر الصرف (Exchange Rate):

اتخذت سياسة سعر الصرف المتبعة في الأردن أنماطاً مختلفة منذ أن تم إصدار الدينار الأردني من قبل مجلس النقد والتسليف في عام 1950 إذ تم استخدام الجنيه الاسترليني كأداة تثبيت للدينار الأردني ابتداءً من هذا التاريخ وحتى عام 1964 وعندما بدأ البنك المركزي الأردني أعماله بقي الدينار مربوطاً بالجنيه الاسترليني منذ عام 1965 وحتى عام 1975

<sup>1</sup> طوقان، أمية (محاظ البنك المركزي الأردني): "دور البنوك المركزية في إرساء السياسة النقدية"، مؤتمر "مستجدات العمل المصرفي في سورية في ضوء التجارب العربية والعالمية"، 2-3 تموز عام 2005، ص 6.

<sup>2</sup> عبد العزيز، إكرام: الإصلاح المالي بين نهج صندوق النقد الدولي والخيار البديل، بيت الحكمة، العراق، بغداد، عام 2002، ص 114.

<sup>3</sup> محمد علي العاني، عماد: اندماج الأسواق المالية والدولية، مرجع سبق ذكره، ص 34-35.

وإن كانت إدارة الربط تتم بترتيبات مختلفة. بينما تم ربط الدينار بحقوق السحب الخاصة (SDR) من العام 1975 وحتى عام 1988 وبهامش تذبذب مقداره  $\pm 2.25\%$ .

وفي عام 1988 وكنتيجة للضغوط في سوق العملات الأجنبية، تم السماح بتعويم الدينار إلى أن تم ربطه ثانية في أيار عام 1989 بسلة من العملات العالمية الخمس. وبين 1989 وحتى تشرين الأول 1995 تم تعديل الربط تكراراً بهدف تأكيد التنافسية. ومنذ تشرين الأول 1995 وحتى تاريخ إعداد هذه الدراسة تم ربط الدينار بالدولار الأمريكي<sup>1</sup>.

وعلى اعتبار أن سعر الصرف الاسمي يمثل سعر العملة الأجنبية بما يقابلها من العملة المحلية كما أنه يمثل السعر المعلن من قبل الدولة لعملتها الرسمية، فقد حدد البنك المركزي الأردني سعر صرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي منذ تشرين الأول من عام 1995 بـ 1.4104 دولاراً أمريكياً. غير أن سعر الصرف الاسمي ليس بالمؤشر الذي يعبر بشكل حقيقي عن قيمة العملة نظراً لكونه يتجاهل التضخم الحاصل بين البلد المحلي والدولة الأجنبية وبالتالي سيتم الاعتماد على سعر الصرف الحقيقي الفعال للفترة المدروسة كونه يعطي مؤشراً عن القوة الشرائية الحقيقية للعملة ويأخذ بعين الاعتبار معدلات التضخم وتأثير عمليات التجارة الخارجية مع الشركاء الرئيسيين وأثرها على سعر الصرف<sup>2</sup> على اعتبار أن السلطات النقدية قد عملت على ربط الدينار الأردني بالدولار الأمريكي وتثبيتته للفترة التي تلت عام 1995 (تثبيت السعر الرسمي).

يوضح الجدول أدناه تطور سعر الصرف الحقيقي الفعال للدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة المعتمدة ومعدلات التغيير السنوي بالاعتماد على البيانات المأخوذة من دائرة الإحصاءات العامة لدى صندوق النقد الدولي كونه يعتمد المنهجية نفسها التي تعتمدها الحكومة الأردنية في الحساب.

<sup>1</sup> أطروحة دكتوراه بعنوان "العوامل المؤثرة في انتقال أثر أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشر الأسعار في الأردن (1985-2006)، للطالب مشهور هذلول بربور، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية / قسم المصارف والمصارف الإسلامية، عام 2008، ص 76.

<sup>2</sup> Eiteman David K., Stonehill Arthur I, and Moffet Michael H., Multinational Business Finance Edition 10<sup>th</sup>. Pearson Addison Wesley, USA. 2004, P138.

الجدول رقم (4.3) تطور سعر الصرف الحقيقي للدينار مقابل الدولار خلال الفترة (1998-2011)

السنة	سعر الصرف الرسمي	REER	معدل التغير (%)
1998	1.41	96.55	-
1999	1.41	96.69	0.15
2000	1.41	100.00	3.42
2001	1.41	103.92	3.92
2002	1.41	103.10	-0.79
2003	1.41	95.76	-7.12
2004	1.41	92.73	-3.16
2005	1.41	92.50	-0.25
2006	1.41	94.3	1.95
2007	1.41	90.7	-3.82
2008	1.41	101.8	12.24
2009	1.41	105.6	3.73
2010	1.41	107.1	1.42
2011	1.41	105.6	-1.40

Source: IMF, INS Database, Website: [www.IMF.org](http://www.IMF.org)

من الملاحظ أن سعر الصرف الحقيقي للدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي قد شهد تنديباً نسبياً خلال الفترة المدروسة كما هو واضح في الجدول أعلاه. إذ بلغت قيمته 96.55 في عام 1998 بينما ارتفعت في الأعوام التالية لتصل إلى 103.92 في عام 2001 وبمعدل نمو قدره 3.92%. غير أن اعتماد الاقتصاد الأردني على الدولار الأمريكي في التعاملات التجارية الدولية قد ألحق بعض الضرر في أسعار صرفه الحقيقية كمحصلة للتغيرات المالية والاقتصادية الدولية. ترافق ذلك مع مجموعة من العوامل الأخرى التي كان من شأنها التأثير على سعر الصرف بطريقة أو بأخرى كتراجع القوة الشرائية للدينار إلى جانب زيادة حجم العجز في تمويل المستوردات وزيادة حجم المديونية وتراجع حجم التداول في البورصة وما رافقها من تراجع في أسعار الأسهم<sup>1</sup> لاسيما في السنوات الأخيرة من الفترة المدروسة وذلك على الرغم من الاستقرار النسبي الذي حققه سعر الصرف الحقيقي للدينار إذ وصل إلى (107.1، 105.6) لعامي 2010، 2011 على التوالي وبانخفاض قدره 1.40% لعام 2011 عن العام السابق.

<sup>1</sup> أحمد ابو السندس، جهاد، فلاح المومني، غازي: "أثر تنديب اسعار صرف الدينار الاردني على قيم أسهم الشركات المساهمة العامة في قطاع الخدمات"، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية (كلية التخطيط والإدارة/ قسم الاقتصاد والعلوم المالية في جامعة البلقاء التطبيقية)، الأردن، عام 2012، المجلد العشرون، العدد الثاني، ص 487.

### 1-3-4. مؤشر التضخم (Inflation):

يُعتبر التضخم واحداً من أهم مؤشرات الوضع الاقتصادي والمؤثرات به والذي تعدُّ قراءته ذات أهمية كبيرة لاستيضاح الوضع الاقتصادي العام ومدى فعالية السياسات الاقتصادية المُتخذة للمحافظة على مستواه في حدود مقبولة تتسجم والأهداف الموضوعية. ويُعبّر عن مستوى التضخم بالرقم القياسي لأسعار المستهلك (CPI) والذي شهد تذبذباً واضحاً خلال فترة الدراسة (1998-2011) على الرغم من برامج الإصلاح الاقتصادي المختلفة التي أجراها الأردن خلال هذه السنوات بالتعاون مع الجهات الدولية كصندوق النقد الدولي والبنك الدولي لا سيما برنامج التصحيح الثالث خلال الفترة (1990-2001). فقد بلغ الرقم القياسي لأسعار المستهلك في عام 1998 نحو 82.48 وواصل ارتفاعه خلال سنوات الدراسة ليسجل أعلى قيمة له مع نهاية عام 2011 حيث بلغ 129.96. ويوضح الجدول رقم (5.3) تطور الرقم القياسي لأسعار المستهلك (تم اعتماد سنة 2006 كسنة أساس) ومعدلات التضخم إلى جانب معامل الاستقرار النقدي خلال الفترة المدروسة كما يلي:

الجدول رقم (5.3) تطور معدل التضخم وفقاً للتغير في الـCPI خلال الفترة (1998-2011)

السنة	الرقم القياسي العام لأسعار المستهلك	معدل التضخم (%)	معامل الاستقرار النقدي
1998	82.48	3.1	0.9
1999	82.97	0.6	4.0
2000	83.53	0.7	2.7
2001	85.01	1.8	1.0
2002	86.57	1.8	1.0
2003	88.60	2.3	1.9
2004	90.94	2.6	1.0
2005	94.11	3.5	1.6
2006	100.00	6.3	0.7
2007	104.74	4.7	0.8
2008	119.34	13.9	0.6
2009	118.54	-0.7	1.1
2010	124.50	5.0	1.0
2011	129.96	4.41	0.9

المصدر: الجدول من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المتعلقة بالمؤشرات المذكورة والمنشورة على الموقع الإلكتروني للبنك المركزي الأردني.

تشير بيانات الجدول رقم (5.3) أعلاه إلى أن معدل التضخم على أساس سنوي (Y-0) قد بلغ 3.1% في عام 1998 لتتأرجح معدلاته في السنوات التالية لذلك وتصل إلى (3.5%، 6.3%) لعامي (2005، 2006) على الترتيب. بينما بلغ معدل التضخم أعلى مستوى في عام 2008 (13.9%) متأثراً بتداعيات الأزمة المالية العالمية وما تبع ذلك من ارتفاع في أسعار النفط وانعكاسها على ارتفاع أسعار المشتقات النفطية لدى الأردن كونه مستورداً لهذه المادة وما رافق ذلك من ارتفاع في أسعار المواد الغذائية الأساسية في حين تفاوتت المساهمة النسبية لمكونات سلة أسعار المستهلك والمتمثلة بأسعار الماء والكهرباء والأجور ليتباين أثرها على معدل التضخم بشكل عام.

كما أنه من الملاحظ استمرار تداعيات الأزمة المالية على الاقتصاد الأردني والذي بدأ واضحاً لدى انخفاض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بأسعار السوق ليصل إلى 8.5% في عام 2009 وبمعدل تضخم سلبي وصل إلى 0.7% والذي يدل على تباطؤ في المستوى الاقتصادي العام الأمر الذي تسبب في انخفاض معدلات الأسعار ومستوى الطلب المحلي وما يعنيه ذلك من اتجاه الاقتصاد نحو الركود إضافة إلى ضعف القوة الشرائية وتراجع الائتمان الممنوح بشكل عام.

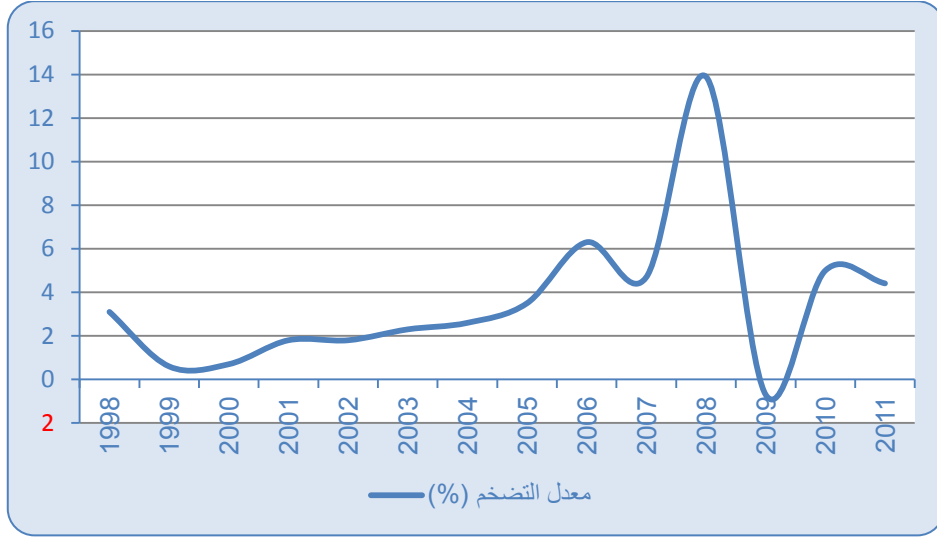
من جهة أخرى، يمكن تفسير ارتفاع وانخفاض الرقم القياسي لأسعار المستهلك وما يستتبع ذلك من ارتفاع وانخفاض لمعدلات التضخم بمجموعة من العوامل الداخلية والخارجية أهمها توقعات الأفراد حول الأسعار، تحركات سعر الصرف، تغير المعروض النقدي إلى جانب الإجراءات الحكومية المتعلقة بأسعار السلع الإدارية التي تقوم الحكومة من خلالها بتقديم الدعم للمستهلك وتغيرات الأسعار العالمية (التضخم المستورد)<sup>1</sup>. وضمن هذا المفهوم فقد انخفض معدل التضخم في عام 2011 بمقدار 0.6% عما كان عليه في عام 2010 ليصل إلى 4.41% ويرجع ذلك في جزء منه إلى الاستقرار الذي شهده سعر صرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي خلال فترة الدراسة إلى جانب انخفاض معدل نمو السيولة المحلية في عام 2011 عما كانت عليه في عام 2010 بنحو 3.3%. غير أن التقلبات في أسعار النفط والغذاء لاسيما أسعار المواد الأساسية قد ألقّت بظلالها على معدلات التضخم في

<sup>1</sup> العوامل المفسرة للتضخم، التقرير الشهري للتضخم آذار عام 2011، مصرف سورية المركزي، مديرية الأبحاث الاقتصادية والإحصاءات العامة، عام 2011، ص 9-10.

البلاد إلى جانب قيام الحكومة الأردنية برفع الدعم عن بعض المواد الأساسية بهدف تخفيض العجز في الموازنة العامة.

من جانب آخر، شهد معامل الاستقرار النقدي (والذي يتم حسابه بقسمة نسبة التغير في M2 على نسبة التغير في الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية للسنة نفسها) التذبذب نفسه مع تباين معدلات التضخم خلال فترة الدراسة حيث أنه بلغ 0.9% لعام 2011 مقارنةً بـ 1.0% لعام 2010 ومحققاً النسبة نفسها للعام 1998. ويمكن أن يشكل ذلك دلالةً على التراجع النسبي في الاتجاهات التضخمية في الاقتصاد الأردني في ضوء توجه البنك المركزي الأردني إلى ضبط الائتمان وتوجيه الإنفاق نحو المشاريع الاستثمارية وسعي الحكومة الأردنية لخفض العجز وتقليل الضغوط التضخمية بما يتفق والأهداف العامة للسياسة النقدية. ويوضح الشكل رقم (4.4) تطور معدل التضخم خلال الفترة المدروسة كالتالي:

الشكل رقم (5.3) تطور معدلات التضخم للفترة (1998-2011)



المصدر: الشكل من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (4.3).

### ثانياً: سوق عمان للأوراق المالية ومؤشرات أدائه الفترة (1998-2011):

تعدُّ بورصة عمان من البورصات العربية التي تتجه إليها الأنظار ويُشار إليها بالبنان من قبل الكثير من المهتمين، وذلك بفضل ما شهدته من تطور على المستوى التنظيمي والتقني، والذي تمثل جلياً في فصل دور الرقابة عن التنفيذ، والأخير عن الحفظ الأمين، مع العلم بأن السوق قد كانت تقوم بهذه الأدوار مجتمعة، فضلاً عن إدخال واستخدام تكنولوجيا المعلومات؛ الأمر الذي يعطي أملاً كبيراً على المستوى القومي في إمكانية بناء أسواق مالية عربية على

مستوى عالٍ يضاهي أو حتى يفوق الأسواق المالية العالمية، وبالتالي المساهمة الفعالة في تهيئة المناخ الملائم لوقف ومن ثم عودة الأموال العربية المهاجرة من الخارج إلى الداخل وليس كما هو الحال عليه الآن وبالتالي ضمان مساهمتها في بناء الاقتصاد الوطني والقومي على حد سواء.

## 1-2. نشأة بورصة عمان وتطورها:

بدأ سوق عمان المالي عمله مع بداية العقد الرابع من القرن العشرين حيث تم تأسيس البنك العربي عام (1930) كأول شركة مساهمة عامة، تلاه شركة التبغ والسجائر في عام (1931) ومن ثم شركة الكهرباء الأردنية في عام (1938)، وشركة مصانع الاسمنت الأردنية في عام (1951). وقد كان التداول على الأسهم، ونظراً لغياب السوق النظامي، يتم عبر أماكن متعددة وغير متخصصة الأمر الذي حدا بالحكومة للتفكير في إنشاء سوق نظامية للأوراق المالية بالتعاون مع مؤسسات مالية دولية معروفة فقام البنك المركزي بإجراء عدة دراسات تؤكد مدى الحاجة إليه حيث دعت إليه معظم الخطط الاقتصادية المتعاقبة مشيرة إلى دوره الكبير في التنمية وتعزيز دور القطاع الخاص في الاقتصاد الوطني.

كانت الحويلة النهائية لتلك الجهود هو تأسيس سوق عمان المالي بموجب القانون رقم (31) لسنة (1976)، وبناءً عليه فقد باشر السوق عمله فعلياً في بداية عام 1978<sup>1</sup>. كما صدر قانون سوق عمان المالي رقم (1) لسنة 1990، ثم تبعه في عام 1997 قانون الأوراق المالية رقم (23) والذي أُعتبر من أهم التشريعات الاقتصادية كونه يهدف إلى إحداث نقلة نوعية في تاريخ سوق رأس المال الوطني بنقله إلى مستويات متطورة ضمن أرقى وأحدث المعايير العالمية. وقد تمت ترجمة هذا التوجه بإصدار هذا القانون الذي استهدف إعادة هيكلة سوق رأس المال الوطني حسب المعايير العالمية، والعمل على زيادة الشفافية والإفصاح وتوفير الخدمات المالية الضرورية، ورفع مستوى ما هو قائم منها تعزيزاً لمبدأ حماية المستثمر وتوفير المناخ الملائم للاستثمار في الأوراق المالية. إضافة إلى مهمته في توضيح كافة الأمور والقضايا المتعلقة بالسوق، والفصل بين الدورين الرقابي والتشريعي من ناحية والجانب

<sup>1</sup> الشواورة، فيصل محمود: الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعملية)، مرجع سبق ذكره، ص 124-125.



التنفيذي من ناحية أخرى. وقد نتج عن ذلك إنشاء ثلاث مؤسسات منفصلة هي بورصة عمان، وهيئة الأوراق المالية، ومركز إيداع الأوراق المالية<sup>1</sup>.

تتمتع بورصة عمان بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري وذلك اعتباراً من عام 1999 ولها بهذه الصفة القيام بجميع التصرفات القانونية بما في ذلك إبرام العقود وتملك الأموال المنقولة وغير المنقولة والتصرف بها، وتكون البورصة هي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل كسوق نظامي لتداول الأوراق المالية في المملكة، ولا تهدف البورصة إلى الربح كما أنها لا تخضع لقانون الشركات ولا يجوز لها القيام بالأعمال التجارية أو أن يكون لها نفع خاص في أي مشروع أو أن تقتني أية أوراق مالية<sup>2</sup>.

هذا ويتم التداول بالأوراق المالية المدرجة في البورصة من خلال صفقات تُبرم بين الوسطاء الماليين كلٌ لصالح عميله وتثبت بموجب قيود في سجلات البورصة وتعدُّ هذه القيود دليلاً قانونياً على تداول الأوراق المالية المبينة فيها بتاريخ تلك السجلات أو الحسابات أو الوثائق ما لم يثبت عكس ذلك.

تكون عضوية البورصة من الوسطاء الماليين وتتألف الهيئة العامة من الأعضاء المسددين لرسوم الانتساب ورسوم الاشتراك السنوية، كما أنه يكون لكل وسيط مالي فيها صوت واحد في اجتماعات الهيئة العامة ويدير البورصة مجلس إدارة ومدير تنفيذي وتحدد الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بالهيئة وكيفية تشكيل مجلس الإدارة وكافة الصلاحيات المنوطة بكل من الهيئة ومجلس إدارتها وسائر الأمور المالية والإدارية الأخرى كما أنه يتم تعيين المدير التنفيذي من قبل مجلس الإدارة، والذي يشترط أن يكون متفرغاً.

هذا وتقسّم بورصة عمان شأنها شأن جميع الأسواق المالية إلى قسمين أولهما السوق الأولي الذي يتم فيه بيع الإصدارات للمرة الأولى ويكون الاكتتاب فيها من خلال الجهاز المصرفي الأردني كما أن لسوق عمان الأولي متطلبات قانونية ونظامية لا بد للمستثمرين أن يلتزموا بها قبل إجازة الإصدارات إضافة إلى اعتماد نشاطه على السوق الثانوي الذي يوفر له السيولة المطلوبة ويتيح الفرصة أمام المستثمرين لاستعادة ما سبق وأن دفعوه مقابل الحصول

<sup>1</sup> نص قانون الأوراق المالية رقم (23) لعام 1997.

<sup>2</sup> موقع بورصة عمان على الانترنت <http://www.exchange.jo/ar>.

على الورقة المالية في السوق الأولي إذا ما رغب بعضهم الرجوع عن الاستثمار الذي دخلوا فيه والدخول في استثمار مالي جديد.

بالمقابل يتم التداول في السوق الثانوي على الإصدارات التي تم إصدارها في السوق الأولي ويندرج تحت مظلته السوق النظامية (الأول والثاني) والذي يتم من خلالها التعامل بالأوراق المالية التي تحكمها شروط إدراج خاصة الصادرة بالاستناد إلى قانون الأوراق المالية رقم (23) لعام 1997. وهنا تجدر الإشارة إلى أن هنالك أربعة مقاييس رئيسية يتم الأخذ بها عند قياس مدى النشاط الذي يتمتع به هذا القسم من السوق الثانوي والتي منها بطبيعة الحال حجم التداول وعدد العقود المنفذة والقيمة السوقية للشركات المدرجة والرقم القياسي للأسعار.

يُضاف إلى هذين السوقين السوق الموازي (الثالث) والذي بدأ العمل فيه بتاريخ (1982/2/20) ويفتح السوق المجال أمام الشركات الجديدة التي لازالت أسهمها غير مستكملة لشروط الإدراج في السوق النظامية وبالتالي تعدُّ سوقاً تمهيدية للسوق النظامي وأصبح يُعرف بالسوق الثالث منذ عام 2000. كما تجدر الإشارة إلى وجود سوق للتحويلات التي تكون مستثناة من التداول في القاعة (التحويلات الإرثية والعائلية وغيرها من التحويلات خارج المملكة) وفق التصنيف الجديد لسوق عمان المالي حيث حقق هذا السوق أعلى مستوى له في حجم التعامل خلال عام 1989 إذ استحوذ على ما نسبته 30% من حجم التعامل في السوق الثانوية<sup>1</sup>.

أخيراً تجدر الإشارة إلى تنوع الأوراق المالية التي يتم تداولها في سوق عمان للأوراق المالية لتضم الأسهم والسندات ومنها أسناد القرض التي تُصدرها الشركات المساهمة إضافة إلى سندات المقارضة والتي تُعتبر أداة من أدوات التمويل الخاضعة لصيغ التمويل الإسلامي إلى جانب أدوات الدين العام المتمثلة بسندات وأذونات الخزينة والتي بدأ التداول فيها في سوق عمان المالي في عام 1979 نظراً للإقبال الشديد عليها خاصة بعد طرحها للمرة الأولى في عام 1969 حيث حظيت بقبول واسع من المصارف والشركات المالية مما دعا الحكومة الأردنية إلى إعادة إصدارها في عام 1971 كونها تشكل مصدراً لتوفير السيولة وتمويل العجز العام عن طريق الاقتراض الداخلي بدلاً من الإصدار النقدي<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> الشواورة، فيصل محمود: الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعملية)، مرجع سبق ذكره، ص 162.

<sup>2</sup> نص قانون سندات المقارضة رقم 10 لعام 1981.

- بركات، جميل: مال واقتصاد سوق عمان المالي، الجزء الأول، ط1، عام 1989، ص 60.

أما بالنسبة لهيئة الأوراق المالية، فإنها تهدف إلى توفير المناخ الملائم لتحقيق سلامة التعامل في الأوراق المالية وتنظيم وتطوير ومراقبة سوق الأوراق المالية وسوق رأس المال إلى جانب حماية حملة الأوراق المالية والمستثمرين فيها والجمهور من أي تعامل غير سليم. وبغرض تحقيق هذه الأهداف فهي تقوم بمجموعة من المهام كتنظيم ومراقبة عمليات إصدار الأوراق المالية والجهات الخاضعة لإشرافها (بورصة عمان ومركز إيداع الأوراق المالية إلى جانب الشركات العامة وصناديق الاستثمار) إضافة إلى قيامها بمراقبة عمليات الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية لاسيما البيع على المكشوف وتنظيم العروض العامة لشراء الأسهم. هذا ويبلغ عدد الدوائر التابعة للجهاز الإداري للهيئة تسع دوائر<sup>1</sup>.

أما مركز إيداع الأوراق المالية، فيعتبر أهم مؤسسات سوق رأس المال الذي يُوكل إليه التعاون مع بورصة عمان لجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية وإيجاد مناخ ملائم للاستثمارات المالية وتخفيض كلفة الاستثمار ورفع كفاءة تسوية أثمان الأوراق المالية في المملكة. وهو في هذا الصدد يُعتبر مركزاً لتسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية في البورصة ولتسوية أثمان تلك الأوراق المالية بين الوسطاء الماليين. كما أنه يتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري غير هادف إلى الربح ولا خاضع لقانون الشركات ولا يجوز له القيام بالأعمال التجارية أو أن يكون له نفع خاص في أي مشروع<sup>2</sup>. من جهة أخرى، يتم تسوية أثمان الأوراق المالية بين الوسطاء الماليين بتاريخها وتكون عضوية المركز من الأعضاء الذين يحددهم المجلس بينما تتألف الهيئة العامة من الأعضاء المسددين لرسوم الانتساب للمركز ورسوم الاشتراك السنوية.

## 2-2. مؤشر أداء سوق عمان للأوراق المالية:

لقد مرَّ المؤشر العام لسوق عمان المالي خلال السنوات الماضية بتغيرات عدة من حيث طريقة احتسابه إذ بدأ العمل بالمؤشر القياسي في عام 1980 والذي يقوم على احتساب رقم قياسي غير مرجح لأسعار الأسهم كما تم احتساب رقم قياسي لكل من القطاعات العاملة في السوق. وتم تعديله في عام 1992 ليكون أكثر تمثيلاً لحركة الأسعار السوقية حيث أنها قد أخذت بالحسبان مجموعة من الاعتبارات لدى تكوين العينة التي على أساسها يتم احتساب المؤشر وهي:

<sup>1</sup> عبد القادر، السيد متولي: الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، مرجع سبق ذكره، ص 191-193.  
<sup>2</sup> الشواورة، فيصل محمود: الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعملية)، مرجع سبق ذكره، ص 129-130.

- القيمة السوقية للشركات المدرجة.

- السيولة التي تجلبها أسهم هذه الشركات للسوق.

- التمثيل القطاعي من أجل أن تكون العينة ممثلة للواقع.

وفي شباط عام 2008، تم إطلاق مؤشر جيد لبورصة عمان بالمملكة الأردنية تحت اسم (dow Jones ASE 100) يحتوي على عدد أكبر من الأسهم وهو 100 سهم مسجلاً في بورصة عمان على أساس حجم الأسهم حرة التداول بالسوق Free Float.

وقد صمم مؤشر داو جونز بورصة عمان 100 لتلبية الطلب على الأدوات المالية المبنية على المؤشرات في بورصة عمان وليحل محل المؤشر العام الحالي ASE الذي يقيس أداء البورصة. ومن المتوقع أن يزيد مؤشر داو جونز بورصة عمان 100 من شفافية ووضوح أداء بورصة عمان بالنسبة للمتعاملين على المستويات المحلية والإقليمية والدولية من خلال تطبيق منهجية مؤشرات داو جونز المعروفة والمستخدمه على نطاق واسع<sup>1</sup>.

يشتمل نطاق مؤشر داو جونز بورصة عمان 100 على جميع الشركات المحلية والمدرجة في بورصة عمان فيما يتم استثناء الشركات التي تشكل أقل من 1% من القيمة السوقية الإجمالية للبورصة، والشركات التي لا تزيد نسبة أيام تداولها عم 33.33% من أيام التداول الكلية في كل ربع.

ويتكون المؤشر من أكبر 100 شركة من الشركات التي استوفت الشروط من حيث القيمة السوقية في المؤشر الجديد، ويحدد وزن مؤشر داو جونز بورصة عمان 100 بالقيمة السوقية للأسهم الحرة بينما تحدد أوزان الأسهم الفردية بنسبة 10% كحد أقصى بهدف منع هيمنة الأسهم الفردية على المؤشر.

وبناء على ذلك فإن أكبر الشركات من حيث القيمة السوقية للأسهم الحرة هي البنك العربي، بنك الإسكان للتجارة والتمويل، الكهرباء الأردنية، الأردنية للتعمير المساهمة العامة القابضة والمستثمرون العرب المتحدون.

وتتم مراجعة مؤشر داو جونز بورصة عمان 100، الذي يُحسب بالدولار الأمريكي والدينار الأردني دورياً في آذار وحزيران وأيلول وكانون الأول، أما الأسهم التي تُحذف من المؤشر خلال الفترة الفاصلة من المراجعة الفصلية فسيتم استبدالها في تاريخ المراجعة التالي.

<sup>1</sup> عبد القادر، السيد متولي : الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، مرجع سبق ذكره، ص 200.

## 2-3. تحليل مؤشرات أداء سوق عمان للأوراق المالية:

بغرض الوقوف على تطور أداء سوق عمان للأوراق المالية لا بد لنا من تتبع مؤشرات

أداء السوق والتي يمكن تلخيصها بالجدول التالي:

الجدول رقم (6.3) مؤشرات أداء سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1998-2011)<sup>1</sup>

السنة	الرقم القياسي العام	نسبة التغير السنوي (%)	القيمة السوقية/ مليون دينار	النسبة لـ GDP (%)	نسبة التغير السنوي (%)	حجم التداول/ بالمليون	النسبة لـ GDP (%)	نسبة التغير السنوي (%)	معدل دوران السهم (%)	عدد الشركاء/ شركة
1998	1701.3	0.53	4156.6	74.09	7.63	464.4	8.28	30.74	18.57	150
1999	1673.5	-1.63	4137.7	71.61	-0.45	389.5	6.74	-16.13	19.13	151
2000	1330.5	-20.50	3509.6	58.51	-15.18	334.7	5.58	-14.07	11.59	163
2001	1727.2	29.82	4476.7	70.35	27.56	668.7	10.51	99.79	20.32	161
2002	1700.2	-1.56	5029	74.02	12.34	950.3	13.99	42.11	26.55	158
2003	2615.0	53.81	7772.8	107.53	54.56	1855	25.66	95.22	49.10	161
2004	4245.6	62.36	13033.8	161.10	67.68	3793	46.88	104.46	58.19	192
2005	8191.5	92.94	26667.1	298.78	104.60	16871	189.02	344.77	94.07	201
2006	5518.1	-32.64	21078.2	197.45	-20.96	14210	133.11	-15.77	101.14	227
2007	7519.3	36.27	29214.2	240.81	38.60	12348	101.79	-13.10	91.20	245
2008	6243.1	-16.97	25406.3	162.93	-13.03	20318	130.30	64.54	91.55	262
2009	5520.1	-11.58	22526.9	133.20	-11.33	9665	57.15	-52.43	91.33	272
2010	5318.0	-3.66	21858.2	116.50	-2.97	6690	35.66	-30.78	102.18	277
2011	4648.4	-12.59	19272.7	94.12	-11.83	2850	13.92	-57.40	58.17	247

المصدر: الجدول من إعداد الباحثة بالاعتماد على المصادر المذكورة لدى تحليل مؤشرات سوق عمان المالي والتي سنأتي على نكرها لاحقاً.

وقد تم الوقوف بالتحليل على كل مؤشر من المؤشرات أعلاه ورصد تطوره خلال الفترة

المدرسة كالتالي:

### 2-3-1. الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم:

ويعبر هذا المؤشر عن المستوى العام لأسعار أسهم الشركات المحلية المدرجة في سوق

عمان للأوراق المالية مرجحاً بالقيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة فيه حيث أنه يُعطي كل

شركة وزناً بقدر ما تشكل قيمتها السوقية من القيمة السوقية للعينة ككل. وقد تم تحديد 31

كانون الأول من عام 1991 كفترة أساس لدى احتسابه كما أنه يتم تعديل هذا الرقم من خلال

احتساب القيمة السوقية المعدلة والتي يتم إدخالها في معادلة حساب الرقم القياسي العام وذلك

<sup>1</sup> - يمثل الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم الرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية.

بغرض استبعاد أي تغييرات في القيمة السوقية تكون ناتجة عن عوامل غير التغيير في أسعار الأسهم (الإصدارات الجديدة، إدخال وإخراج شركة من العينة) مما يجعله يعكس الصورة الحقيقية للتغيرات في أسعار الأسهم<sup>1</sup>.

من جهة أخرى، يكتسب هذا المؤشر أهمية لمختلف المتعاملين في السوق طالما يستطيع المستثمر، ومن خلال متابعة هذا المؤشر، تحديد الفرص الاستثمارية داخل السوق فضلاً عن إمكانية المقارنة بين كفاءة الأسواق المالية والتعرف على نشاط السوق والاتجاه العام له من خلال مقارنته بالسنوات السابقة.

وتظهر البيانات الواردة في الجدول رقم (6.3) أن المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان للأوراق المالية قد اتخذ اتجاهاً تصاعدياً ملحوظاً من بداية عام 1998 ليلعب أقصى قيمة له في عام 2005 (8191.5) نقطة بعد أن كان لا يتجاوز 1701.3 نقطة في بداية الفترة المدروسة. في حين تفاوت أدائه في الفترة التي تلت ذلك إذ شهد انخفاضاً ملحوظاً في عام 2006 ليصل إلى مستوى (5518.1) نقطة وبانخفاض نسبته (32.6%) عن العام السابق.

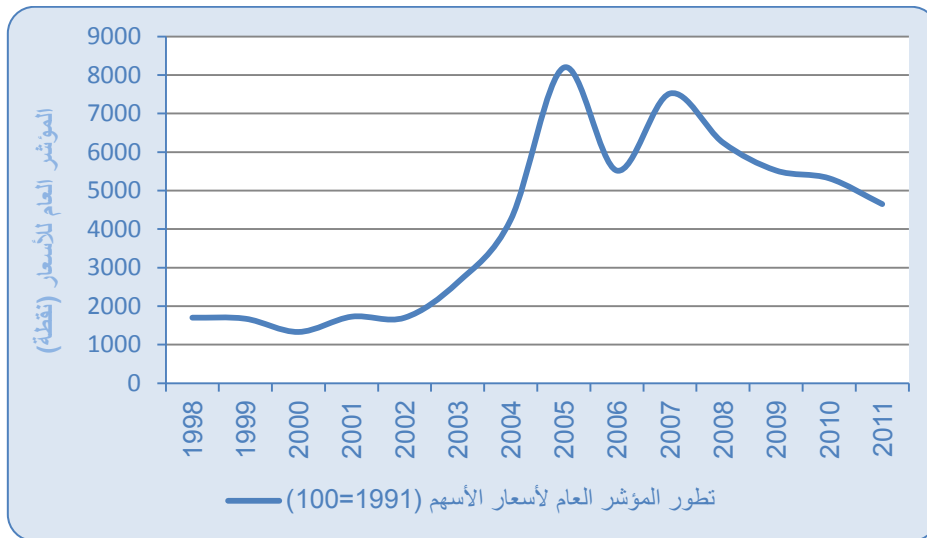
ويعزى هذا التراجع في معظمه إلى النصف الأول من عام 2006 والذي كان مدفوعاً بنقص السيولة اللازمة للاكتتابات الجديدة في الأسهم ذلك أن توفر السيولة يستغرق وقتاً ما بين طرح الأسهم للاكتتاب العام وإدراجها في السوق المالي لا يقل عن ستة أشهر الأمر الذي أدى إلى تعطيل آلية السوق التي أصبحت عاجزة أمام التجاوب مع النتائج المالية الجيدة للشركات والنمو الإيجابي للنشاط الاقتصادي وغيرها من العوامل المؤثرة في أداء الأسهم هذا من جهة. ومن جهة أخرى، يمكن القول بأن هذا التراجع في أسعار الأسهم قد كان تصحيحاً تلقائياً للأسعار والتي لم تعكس الأرباح التشغيلية الحقيقية للشركات كونها ناتجة عن مضاربات وهمية خاصة في ظل دخول العديد من صغار المستثمرين من ذوي الخبرة الضعيفة واستغلال كبار المستثمرين للبيئة ذات الرقابة الضعيفة والمشجعة للمضاربات غير الصحيحة بغرض جني الأرباح<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> الرقم القياسي العام، موقع بورصة عمان على الانترنت.

<sup>2</sup> الخصيب، صبري: تقرير حول أداء بورصة عمان خلال عامي 2004-2005 وعام 2006، إدارة الدراسات والتدريب/ وحدة الدراسات والاتفاقيات الدولية، تموز عام 2006، ص 12-13.

بالمقابل انخفض الرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية لأسعار الأسهم في عام 2011 بمقدار 669.6 نقطة (12.6%) عن مستواه في العام السابق ليبلغ 4648.4 نقطة. جاء هذا الانخفاض كنتيجة لتراجع الرقم القياسي لأسعار أسهم كافة القطاعات، حيث انخفض الرقم القياسي لقطاع المصارف بنسبة 14.8% عن العام السابق في حين انخفض الرقم القياسي لأسعار أسهم قطاع الصناعة بمقدار 414.3 نقطة (8.6%) في عام 2011 مقارنة بارتفاع بلغ 278.5 نقطة (6.1%) في عام 2010. ترافق ذلك مع انخفاض الرقم القياسي لأسعار كل من قطاعي التأمين والخدمات بنسبة 19.0% و 13.6% خلال عام 2011 مقارنة بالفترة نفسها من العام السابق<sup>1</sup>.

الشكل رقم (6.3) تطور المؤشر العام لأسعار الأسهم للفترة (1998-2011)



المصدر: الشكل من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (5.3).

## 2-3-2. مؤشر القيمة السوقية (Market Capitalization):

يركز معظم المحللين الاقتصاديين على معدل رسملة السوق (القيمة السوقية) كونه يرتبط ارتباطاً وثيقاً بتعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر ومن ثم ينعكس ذلك على مستوى نشاط السوق. ذلك أن ارتفاع قيمة هذا المؤشر يدل على ارتفاع مستوى السوق (كبر السوق) سواء لجهة زيادة عدد الأسهم والشركات المدرجة فيه أو ارتفاع الأسعار أو كليهما معاً الأمر الذي يعكس في نهاية الأمر ارتفاع مستوى النشاط الاقتصادي بشكل عام<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني للعام 2011 ص 42.

<sup>2</sup> اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا: الاتجاهات الاقتصادية وآثارها في منطقة الأسكوا، الأمم المتحدة، نيويورك، عام 2005، العدد 2، ص 28-29.

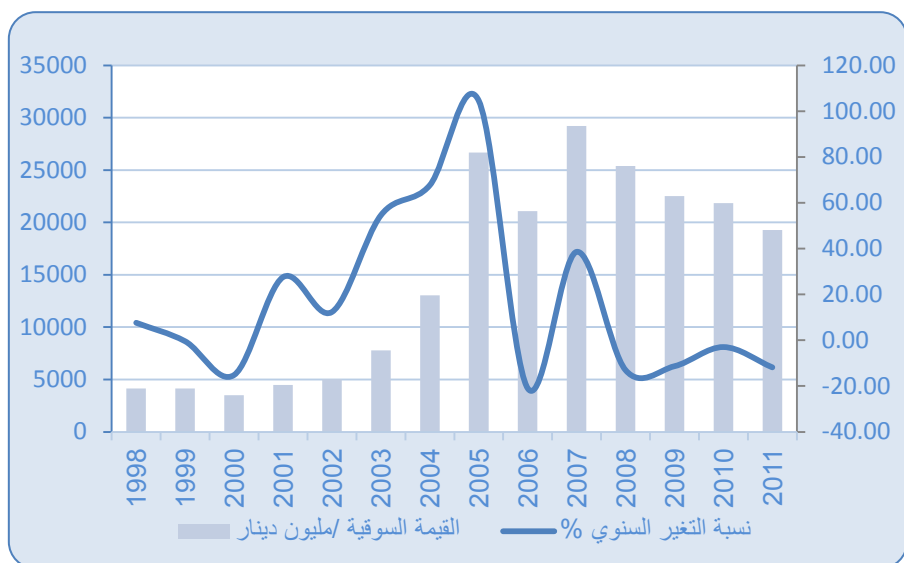
وتشير البيانات الواردة في الجدول رقم (6.3) إلى ارتفاع مؤشر القيمة السوقية بشكل عام خلال الفترة المدروسة إذ بلغ إجمالي القيمة السوقية 19272.7 مليون دينار مع نهاية عام 2011 مقارنة بـ 4156.6 مليون دينار عام 1998 وذلك على الرغم من تباين أداء السوق خلال الأعوام التي شملتها فترة الدراسة والتي شهدت اتجاهات مختلفة جاءت كنتيجة لاختلاف مدى كثافة التداول وعدد الأسهم المتداول بها في السوق والتي تتأثر بتوقعات المستثمرين واتجاهاتهم نحو استثمارات معينة دون غيرها إلى جانب اختلاف الرقم القياسي العام للأسعار بين عام وآخر وتباين الاتجاه العام الذي اتخذته المؤشر العام للأسعار خلال الفترة المذكورة.

ففي السياق السابق نفسه تراجعت القيمة السوقية خلال الفترة التالية لعام 1998 غير أنها عاودت الارتفاع من جديد في عام 2003 لتصل إلى 7772.8 مليون دينار وبارتفاع قدره 54.6% عن العام السابق مدفوعة بالأداء الجيد لاقتصاد المملكة بشكل عام إلى جانب استقرار أسعار الفائدة وإجراءات تعزيز الشفافية والإفصاح وإتاحة الفرصة لدخول وخروج المزيد من الشركات إلى السوق وانتعاش الإصدارات الأولية من الأسهم<sup>1</sup> وارتفاع عدد الأسهم المتداولة والذي بلغ خلال هذا العام نحو 1008.6 مليون سهم. بالمقابل فقد تراجعت مؤشرات أداء بورصة عمان بشكل عام لا سيما القيمة السوقية خلال السنوات الأخيرة من الدراسة متأثرة بتداعيات الأزمة المالية العالمية إذ بلغت نسب التراجع (11.33%، 2.97%، 11.8%) للأعوام (2009، 2010، 2011) على الترتيب وبانخفاض 2.6 مليار دينار للعام 2011 عن العام السابق مشكلةً ما نسبته 94.12% من الناتج المحلي الإجمالي (بالأسعار الجارية). بينما انخفض عدد الأسهم المتداولة بمقدار 2.92 مليار سهم في نهاية عام 2011 مقارنة بالفترة نفسها من العام السابق ليصل إلى 4072.3 مليون سهم.

<sup>1</sup> صندوق النقد العربي: التقرير الاقتصادي العربي الموحد عام 2003، ص 14-15.



الشكل رقم (7.3) تطور القيمة السوقية للفترة (1998-2011)



المصدر: الشكل من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (5.3).

### 2-3-3. مؤشر حجم التداول (Trade Volume):

يعكس هذا المؤشر حجم التداول الفعلي للأسهم المكتتب بها في السوق إلى جانب كونه مؤشراً هاماً على مقدار السيولة التي تتمتع بها السوق المالية ومن ثم السيولة في الاقتصاد ككل كما يكمل هذا المؤشر مؤشر رسملة السوق.

يُلاحظ من الجدول رقم (6.3) بأن حجم التداول في عام 1998 قد بلغ نحو 464.4 مليون دينار بينما انخفض حجم التداول في عام 2000 ليصل إلى 334.7 مليون دينار وبنخفاض نسبته 14.7% مقارنة بالعام السابق كنتيجة لاستمرار حالة التعثر وعدم الاستقرار. ورغم الأوضاع الاقتصادية والسياسية السائدة في منطقة الشرق الأوسط بشكل خاص والعالم بشكل عام فقد تضاعف حجم التداول في عام 2001 (668.7 مليون دينار) وتابع ارتفاعه خلال الأعوام التالية ليصل إلى 16871 مليون دينار في عام 2005.

يمكن أن يعزى ذلك إلى السياسات التي اتخذتها الحكومة لتعزيز المناخ الاستثماري وزيادة النمو الاقتصادي والمحافظة على استقرار سعر صرف الدينار الأردني وتخفيض أسعار الفوائد والمحافظة على عجز الموازنة ضمن الحدود المقبولة إضافة إلى سعي الحكومة الأردنية إلى زيادة الانفتاح الاقتصادي على العالم ونجاح الأردن في إنجاز اتفاقيات منطقة التجارة الحرة مع الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا والانضمام إلى منظمة التجارة العالمية (WTO) وإنجاز مشروع العقبة الاقتصادية الخاصة والمناطق الصناعية المؤهلة والاستمرار

في تطبيق برامج التخاصية والتطورات التكنولوجية التي شهدتها البورصة وتحسن ربحية الشركات المساهمة وزيادة مستوى ثقة المستثمرين<sup>1</sup>.

بالمقابل شهد مؤشر حجم التداول تأرجحاً في الفترة التي تلت عام 2005 ترافق ذلك مع ظهور الأزمة المالية العالمية التي أرخت بظلالها على الاقتصاديات المالية العالمية والعربية على حد سواء. حيث شهدت معظم مؤشرات بورصة عمان تراجعاً في أدائها لاسيما في الأعوام الأخيرة من الفترة المدروسة إذ انخفض حجم التداول في عام 2011 بنحو 3.8 مليار دينار (57.4%) ليصل إلى 2850.2 مليون دينار مقارنة بانخفاض قدره 3.0 مليار دينار (30.8%) في العام السابق. جاء هذا الانخفاض كنتيجة حتمية لانخفاض حجم التداول في كافة القطاعات حيث انخفض حجم التداول في القطاع المالي بمقدار 2416.7 مليون دينار (57.9%) إلى جانب انخفاض حجم التداول في كل من قطاع الخدمات وقطاع الصناعة بمقدار 1168.7 مليون دينار (67%) و254.3 مليون دينار (33%) على الترتيب للفترة ذاتها.

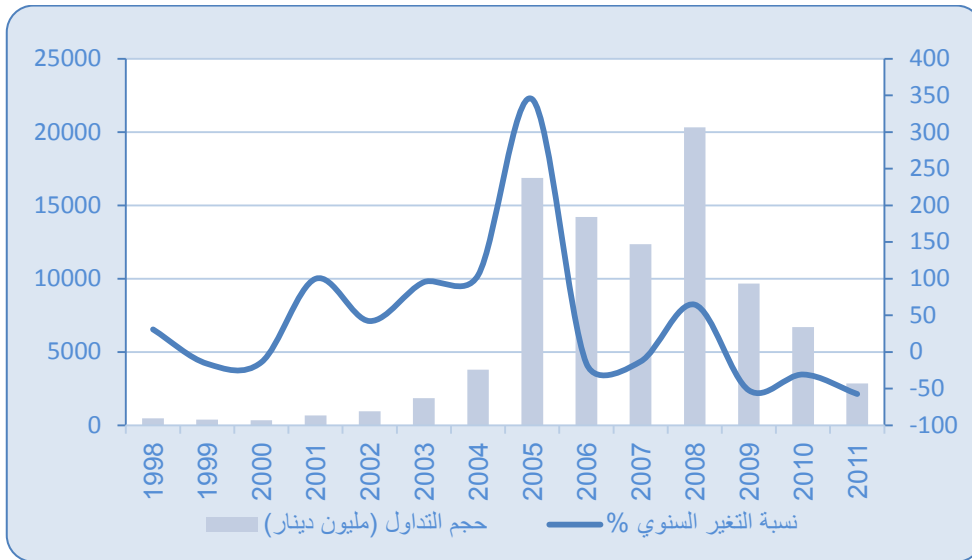
تجدر الإشارة إلى أن نسبة حجم التداول للنتائج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية قد بلغت (57.15%، 35.66%، 13.92%) \* للأعوام الثلاثة الأخيرة من الدراسة على التوالي<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> الشواورة، فيصل محمود: الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعملية)، مرجع سبق ذكره، ص 132.

<sup>2</sup> التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني للعام 2011.

\* تم حساب النسب من قبل الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (5.3).

الشكل رقم (8.3) تطور أحجام التداول للفترة (2011-1998)



المصدر: الشكل من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (4.4).

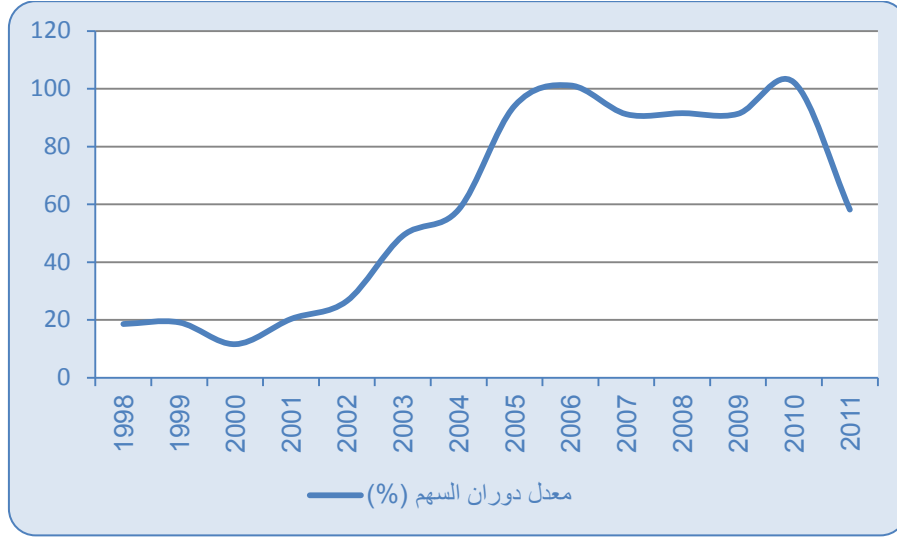
#### 4-3-2. مؤشر معدل دوران الأسهم (Turnover Ratio):

يعدُّ هذا المؤشر من المؤشرات الهامة والمعتمدة في أغلب الدراسات المالية ويشير إلى سيولة السوق المالية ومستوى تكاليف إتمام الصفقات والمعاملات داخل السوق بوصفه يمثل نسبة قيمة الأسهم المتداولة (أحجام التداول) إلى القيمة السوقية. فإذا ما ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة بمعدل أكبر من ارتفاع القيمة السوقية تعاضت قيمة هذا المؤشر ليشير إلى ارتفاع سيولة السوق. ويُلاحظ من الجدول رقم (6.3) ارتفاع قيمة هذا المؤشر بشكل عام خلال فترة الدراسة (2011-1998) كنتيجة طبيعية طالما أنه يعتمد على قيم أحجام التداول والقيمة السوقية والتي كانت في تصاعد مستمر طيلة فترة الأزمة حيث بلغت نسبة معدل دوران الأسهم 58.17% في عام 2011 بعد أن كانت 18.57% في عام 1998.

وعلى الرغم من التذبذب الشديد في معدلات دوران السهم حيث يصعب معه تحديد الاتجاه العام له، إلا أنه يمكن القول بأن اتجاهه كان تصاعدياً خلال مدة الدراسة إذ بلغ أعلى معدل دوران 102.14% في عام 2010 بينما بلغ هذا المؤشر أدنى قيمة له في عام 2000 حيث بلغت نسبته نحو 11.59%. ويوضح الشكل أدناه تطور معدل دوران السهم في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة المعتمدة كالتالي<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> تم الحصول على نسب معدل دوران الأسهم من موقع بورصة عمان على الانترنت <http://www.exchange.jo/ar>.

الشكل رقم (9.3) تطور معدل دوران السهم للفترة (2011-1998)



المصدر: الشكل من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (6.3).

### 2-3-5: مؤشر عدد الشركات (Number of Companies):

ارتفع عدد الشركات المحلية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خلال مدة الدراسة ليلبغ 247 شركة بعد أن كان لا يتجاوز 150 شركة في عام 1998 (الجدول رقم (6.3)). إلا أن هذا المؤشر قد عانى من بعض التذبذبات خلال سنوات الدراسة حيث ارتفع في بعضها وانخفض في البعض الآخر. وتشير البيانات الواردة في الجدول رقم (6.3) إلى أن أعلى رقم وصل إليه عدد الشركات كان عام 2010 إذ بلغ 277 شركة بينما بلغ عدد الشركات المدرجة أدنى مستوى له في عام 1998 إذ وصل إلى 150 شركة الأمر الذي يدل على المستوى التصاعدي الذي اتخذته هذا المؤشر بشكل عام خلال مدة الدراسة<sup>1</sup>.

يعزى هذا التذبذب في عدد الشركات خلال المدة المعتمدة إلى قيد شركات جديدة وشطب بعض الشركات التي لم تلتزم بشروط ومعايير القيد في البورصة لا سيما في عام 2011 والتي لوحظ فيها انخفاض عدد الشركات بشكل ملحوظ عن العام السابق إذ وصل إلى 247 شركة مقارنة بـ 277 شركة ومرد ذلك إلى قيام بورصة عمان بإلغاء إدراج أسهم 32 شركة خلال عام 2011 نتيجة لتعديل تعليمات الإدراج في بورصة الأوراق المالية حيث تم إلغاء أسهم تلك الشركات التي أحييت بقرار من المحكمة إلى التصفية الإجبارية وتلك التي توافق

<sup>1</sup> تم الحصول على عدد الشركات خلال مدة الدراسة من التقارير السنوية لبورصة عمان للسنوات المذكورة.

هيئاتها على تصفيتها اختيارياً إضافة إلى تلك التي بقيت موقوفة عن التداول لمدة عامين<sup>1</sup>.  
ويمكن التعرف على تطور عدد الشركات خلال الفترة المدروسة من الشكل التالي:

الشكل رقم (10.3) تطور عدد الشركات للفترة (1998-2011)



المصدر: الشكل من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (6.3).

<sup>1</sup> التقرير السنوي لبورصة عمان لعام 2011 ص 28.

المبحث الثاني: تقييم أثر السياسة النقدية في مؤشرات أداء سوق عمان للأوراق المالية  
للفترة (1998-2011) - الحالة العملية

اعتمد هذا المبحث على قياس العلاقة بين مؤشرات السياسة النقدية (عرض النقد وسعر الفائدة وسعر الصرف والرقم القياسي لأسعار المستهلك) ومؤشرات أداء سوق عمان للأوراق المالية (المؤشر العام لأسعار الأسهم والقيمة السوقية وحجم التداول ومعدل دوران السهم) وذلك باستخدام أفضل الدوال وفقاً للمعايير الإحصائية والقياسية وبما يتفق مع النظرية الاقتصادية المعتمدة. وقد استخدمت الباحثة في سبيل ذلك أسلوب الانحدار المتعدد المراحل ( Stepwise Multiple Regression Analysis).

**أولاً: تحديد المتغيرات وبناء النموذج:**

على اعتبار أن الدراسة المراد توصيف نموذجها القياسي تقوم على أساس معرفة أثر السياسة النقدية في مؤشرات أداء سوق عمان للأوراق المالية خلال المدة (2011-1998)؛ فإن عملية الصياغة الهيكلية لمعالم النموذج المؤثر للعلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة تتطلب تحديد الشكل الأولي لاتجاه هذه العلاقة. ولهذا الغرض فقد تمت الاستعانة بأسلوب تحليل الانحدار المتعدد المراحل (Stepwise Multiple Regression Analysis)<sup>1</sup> حيث تم إدخال كافة البيانات الخاصة بالمتغيرات المستقلة (مؤشرات السياسة النقدية) والمتغيرات التابعة (مؤشرات أداء سوق عمان للأوراق المالية) كما هو مبين في الجدول رقم (8.3) في الحاسوب الآلي وبالاعتماد على البرنامج الإحصائي (SPSS) بعد أن قُدِّرت العلاقة:

$$Y_{ij} = f(X_{ij})$$

حيث أن:

$Y_{ij}$ : تمثل المتغيرات التابعة للنموذج القياسي وعددها أربعة متغيرات كالتالي ( $i= 1,2,3,4$ )

$X_{ij}$ : وتمثل المتغيرات التوضيحية للدراسة إذ إن:

$$j= 1,2,3,4,\dots,14$$

<sup>1</sup> يتم في هذه الطريقة اختبار لقوة العلاقة بين المتغير التابع وكل متغير مستقل على حدة ثم يتم إدخال المتغيرات قوية التأثير وتحذف المتغيرات الضعيفة وعندما يتم إدخال المتغير الثاني يتم حذف تأثير المتغير الذي سبق إدخاله في النموذج وبعد إدخال المتغيرات التي لها علاقة دالية بالمتغير التابع يتم إعادة فحص المتغيرات الموجودة في النموذج والتأكد من أنها مؤثرة في المتغير التابع بصورة معنوية ويتم حذفها إذا لم يتحقق هذا الشرط بحيث يتم الوصول إلى أفضل نموذج يعبر عن العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع. للمزيد انظر:

- محمد شاكر، جمال: التحليل الإحصائي للبيانات باستخدام SPSS / SPSS، الدار الجامعية، الاسكندرية، ط1، عام 2005، ص 303.

$$i = 1, 2, 3, \dots, 5$$

ويمكن صياغة العلاقة أعلاه بالصيغة الخطية وعلى النحو الآتي:

$$Y_{ij} = B_0 + B_1 X_{1i} + B_2 X_{3i} + B_3 X_{4i} + B_4 X_{5i} + u_i \dots \dots \dots (1)$$

$$Y_{ij} = B_0 + B_1 X_{2i} + B_2 X_{3i} + B_3 X_{4i} + B_4 X_{5i} + u_i \dots \dots \dots (2)$$

حيث تشير (ui) إلى المتغير العشوائي (Random Variable) والذي يتضمن تأثير المتغيرات التي لم ترد في النموذج.

يمكن تصنيف متغيرات النموذج الاقتصادي إلى ما يلي:

➤ المتغيرات الخارجية (المؤثرة أو المستقلة): ويتضمن النموذج خمسة متغيرات مستقلة تعبر عن

السياسة النقدية كالتالي:

1. عرض النقود (M):

إن استخدام التعريف الأفضل للنقود في البحوث التطبيقية كانت وما زالت مشكلة تواجه العديد من الاقتصاديين. إذ لجأ بعضهم إلى تبني التعريف الضيق للنقود M1 بينما تبني بعضهم الآخر التعريف الواسع للنقود M2 في حين أشارت لجنة باك ( Back Committee ) أنه على الاقتصادي عندما يقرر اختيار أفضل المعايير أن يأخذ بعين الاعتبار نوعين من المعايير هما قدرة البنك المركزي أو مدى قدرة السلطة النقدية على التحكم بمجمل النقد، ومدى قرب الاعتماد على المتغيرات النقدية وعلاقتها بأهداف السياسة النهائية<sup>1</sup>. ومن هنا تم تضمين كل من مفهومي النقد الضيق والواسع في النموذج لبيان أثرهما إذ سيرمز للتعريف الضيق M1 بالرمز X1 وللتعريف الواسع للنقود M2 بالرمز X2 بوصفهما متغيرين مستقلين سيتم إدخال كل منهما في النموذج على حدى.

2. سعر الفائدة (r):

اعتمدت الدراسة في هذا الجانب أسعار الفائدة على الودائع الثابتة باعتبار أن هذه الأخيرة تمثل البديل الأفضل للأوراق المالية في حال ارتفاعها وكذلك عدم تعرض سعر الفائدة على الودائع لمخاطر الارتفاع والانخفاض أو مخاطر عدم السداد إضافة إلى تأثير هذا النوع من أسعار الفائدة على الائتمان الممنوح للشركات ومن ثم التأثير في مركزها المالي وسيرمز لسعر الفائدة بالرمز (X3).

<sup>1</sup> سيجل، باري: النقود والبنوك والاقتصاد، مرجع سبق ذكره، ص 63-64.

### 3. معدل التضخم (I):

تم استخدام الرقم القياسي لأسعار المستهلك (Costumer Price Index) للتعبير عن معدلات التضخم حيث تم استخدامه في عدد من الدراسات والبحوث التطبيقية وسيرمز لهذا المتغير بالرمز (X4).

### 4. سعر الصرف (E):

تم الاعتماد على سعر صرف العملة المحلية أمام الدولار الأمريكي في الأردن على اعتبار أنه من العملات المتداولة على نحو كبير في معظم دول العالم غير أنه سيتم الاعتماد على سعر الصرف الحقيقي الفعال كون السعر الرسمي للدينار مقابل الدولار الأمريكي ثابت للفترة المعتمدة وقد رمزنا لهذا المتغير بالرمز (X5).

### ➤ المتغيرات الداخلية (التابعة):

تم تحديد المتغيرات الداخلية الآتية للتعبير عن أداء سوق عمان للأوراق المالية وهي:

#### 1. المؤشر العام لأسعار الأسهم (P):

سيتم الاستعانة بالرقم القياسي العام والمرجح بالقيمة السوقية لأسعار أسهم الشركات المحلية المُدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للفترة المدروسة بغرض رصد التطورات التي يشهدها السوق ودرجة فعاليته. وسنرمز لهذا المتغير بالرمز (Y<sub>1</sub>).

#### 2. مؤشر القيمة السوقية (M.V):

يمثل هذا المؤشر إجمالي القيمة السوقية للأسهم الخاصة بالشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية ويعكس هذا المؤشر سيولة السوق ونشاطه وسنرمز لهذا المتغير بالرمز (Y<sub>2</sub>).

#### 3. مؤشر حجم التداول (T.V):

يعبر هذا المؤشر عن القيمة الكلية للأسهم التي يتم تداولها في السوق المالي وهو مكمل لمؤشر القيمة السوقية في الكشف عن مقدار سيولة السوق ونشاطه حيث يعبر عن كميات الأسهم بيعاً وشراءً خلال السنة ويرمز له بالرمز (Y<sub>3</sub>).

#### 4. مؤشر معدل دوران السهم (T.R):

يعبر هذا المؤشر عن النسبة المئوية لتداول أسهم الشركات ويستخدم هذا المؤشر مقياساً لانخفاض تكلفة المعاملات كما أنه يكمل مؤشر القيمة السوقية (قد تكون سوق الأوراق



المالية كبيرة ولكن معدل دوران السهم منخفض وبالتالي يعكس هذا المؤشر نشاط السوق وسيتم له بالرمز (Y4).

ثانياً: تقدير وتحليل أثر السياسة النقدية في مؤشر أداء سوق عمان للأوراق المالية:

## 1-2. مجتمع وعينة الدراسة:

تم الاعتماد في إعداد البيانات على التقارير السنوية للبنك المركزي الأردني (أعداد مختلفة) والنشرات الإحصائية الشهرية الصادرة عنه إضافة إلى التقارير السنوية الصادرة عن جمعية البنوك الأردنية والتقارير الاقتصادية العربي الموحد الصادر عن صندوق النقد العربي إلى جانب الموقع الإلكتروني لدائرة الإحصاءات العامة الأردنية وصندوق النقد الدولي وذلك للحصول على المؤشرات النقدية موضوع الدراسة. كما تم الاعتماد - لدى إعداد البيانات الخاصة بالسوق المالي - على تقارير صندوق النقد العربي (قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية) وموقع سوق عمان للأوراق المالية. حيث امتدت السلسلة الزمنية أربعة عشرة سنة وتم استخراج البيانات المطلوبة وتبويبها في الجدول أدناه لتسهيل عملية احتساب المؤشرات النقدية ومؤشرات الأداء (العينة) كما يلي:

الجدول رقم (7.3) المؤشرات النقدية ومؤشرات أداء سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1998-2011)

السنة	عرض النقد M1 ((X1	عرض النقد M2 ((X2	سعر الفائدة على الودائع الثابتة (X3)	الرقم القياسي لأسعار المستهلك (X4)	سعر صرف الدينار/الدولار (X5)	المؤشر العام لأسعار الأسهم (Y1)	القيمة السوقية (Y2)	حجم التداول (Y3)	معدل دوران السهم (Y4) %
1998	1613.9	6026.3	8.33	82.48	96.55	1701.3	4156.6	464.4	18.57
1999	1777.1	6747.6	7.89	82.97	96.69	1673.5	4137.7	389.5	19.13
2000	2026.7	7434.7	6.55	83.53	100.00	1330.5	3509.6	334.7	11.59
2001	2119.7	7866.1	5.19	85.01	103.92	1727.2	4476.7	668.7	20.32
2002	2316.2	8419.1	3.97	86.57	103.10	1700.2	5029	950.3	26.55
2003	2919.8	9465.7	2.75	88.60	95.76	2615.0	7772.8	1855.2	49.10
2004	3192.9	10571.4	2.49	90.94	92.73	4245.6	13033.8	3793.2	58.19
2005	4061.3	12364.0	3.52	94.11	92.50	8191.5	26667.1	16871	94.07
2006	4566.5	14109.7	5.13	100.00	94.3	5518.1	21078.2	14210	101.14
2007	4833.1	15606.8	5.56	104.74	90.7	7519.3	29214.2	12348	91.20
2008	5573.0	18304.2	5.66	119.34	101.8	6243.1	25406.3	20318	91.55
2009	6039.5	20013.3	4.23	118.54	105.6	5520.1	22526.9	9665.3	91.33
2010	6550.0	22306.7	3.40	124.50	107.1	5318.0	21858.2	6690.0	102.18
2011	7271.5	24118.9	3.46	129.96	105.6	4648.4	19272.7	2850.2	58.17

المصدر: الجدول من إعداد الباحثة بالاعتماد على المراجع المذكورة.

## 2-2: المعالجة الإحصائية للبيانات:

بعد تحليل البيانات الخاصة بالمشورات النقدية ومؤشرات أداء سوق عمان للأوراق المالية وبعد إدخال البيانات الخاصة بكل من المتغيرات المستقلة والتابعة على الحاسوب الآلي تم الحصول على الصيغ الخطية التالية وبالاستناد إلى المعايير الإحصائية والقياسية على النحو الآتي:

الجدول رقم (8.3) نتائج الاختبارات الإحصائية والقياسية للنموذج الأمثل في سوق عمان

	النموذج (Model)	T المحسوبة	T الجدولية	R <sup>2</sup>	Adjusted R <sup>2</sup>	F المحسوبة	F الجدولية	D.W
1	$Y_1 = 24876.74 + 1.155X_1 - 255.123X_5$	4.433 6.797 -4.341	1.796	0.819	0.787	24.959	3.98	2.010
2	$Y_2 = 79513.46 + 5.092X_1 - 854.315X_5$	3.947 8.345 -4.049	1.796	0.865	0.841	35.307	3.98	1.617
3	$Y_3 = -77639.019 + 31.128 X_1 - 12.812X_2 + 1307.92 X_4$	-2.275 4.946 -4.238 2.385	1.812	0.779	0.713	11.757	3.71	1.805
4	$Y_4 = 20.498 + 0.099X_1 - 0.026X_2$	1.845 4.224 -3.614	1.796	0.831	0.801	27.126	3.98	2.034

المصدر: النموذج الأمثل للدراسة بحسب الصيغة الخطية وبالاعتماد على البرنامج الإحصائي (SPSS) وفقاً لطريقة الانحدار المتعدد المراحل.

### النموذج الأول: تقدير وتحليل أثر المتغيرات النقدية في متغير أسعار الأسهم (Y1):

أبرز تحليل النموذج القياسي الأول بوصفه أفضل نموذج مختار بعد أن تم اختيار وتقدير تأثير متغيرات السياسة النقدية في متغير المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق عمان للأوراق المالية (Y1) وبالصيغ الخطية، أن هنالك متغيرين مستقلين يؤثران في المتغير التابع بعد أن استبعد البرنامج المتغيرات غير المؤثرة في المتغير التابع (Y1) لضعف معنوياتها الإحصائية والقياسية. حيث أن:

$Y_1$ المؤشر العام لأسعار الأسهم P
$X_1$ عرض النقد بمفهومه الضيق M1
$X_5$ سعر الصرف الحقيقي للدينار مقابل الدولار E

وذلك اعتماداً على التحليل المستند إلى المعايير الآتية:

### 1- المعيار الإحصائي:

تشير المعايير الإحصائية الواردة في الجدول رقم (8.3) أن النموذج المقدر قد اجتاز الاختبارات الإحصائية بنجاح عندما تجاوزت قيم كل من (F، T) المحسوبة القيمة الجدولية المقابلة لهما عند مستوى معنوية (11، 0.05) t و (11، 2، 0.05) F على التوالي مما يؤكد على معنوية النموذج ككل وبالنسبة لكل متغير من المتغيرات المستقلة الداخلة في النموذج كل على حدة والمتمثلة بالمتغيرين  $X_1$  (عرض النقد M1) و  $X_5$  (سعر الصرف E) عند مستوى معنوية 5%. بينما نجد أن قيمة معامل التحديد  $R^2$  قد بلغت 0.819 مما يعني أن نحو 81.9% من التغيرات التي تطرأ على الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم في سوق عمان للأوراق المالية مرده إلى التغيرات الحاصلة في كل من عرض النقد بمفهومه الضيق (M1) وسعر صرف الدينار مقابل الدولار الأمريكي (E) خلال فترة الدراسة المعتمدة. في حين أن حوالي 18% من التغيرات الحاصلة في أسعار الأسهم تعود إلى عوامل أخرى لم تشملها الدراسة.

### 2- المعيار القياسي:

ويشير اختبار دارين- واتسون (D.W) إلى خلو النموذج المقدر من مشكلة الارتباط الذاتي عند مستوى معنوية 0.05 إذ بلغت قيمة (D.W) المحسوبة 2.010 وهي أكبر من الحدين الأدنى (dl=0.660) والأعلى (du=1.254) وفي الوقت نفسه أقل من قيمة (4-du) والبالغة 2.746 حيث أن:

$$du < D.W < 4-du$$

$$0.660 < 2.010 < 2.746$$

### 3- المعيار الاقتصادي:

أما فيما يتعلق بالتحليل الاقتصادي فتشير نتائج التقدير إلى وجود علاقة طردية بين عرض النقد بمفهومه الضيق M1 وبين المؤشر العام لأسعار الأسهم مرجحاً بالقيمة السوقية لأسعار الاسهم. إذ تعكس معلمة المتغير المستقل ( $X_1$ ) مرونة المؤشر العام لأسعار الأسهم

بالنسبة إلى متغير عرض النقود M1 حيث أن تغير عرض النقود بمفهومه الضيق بمقدار وحدة واحدة سيؤدي إلى تغيير المؤشر العام لأسعار الأسهم بمقدار 1.155 وبالالاتجاه نفسه مما يعني مرونة المؤشر العام لأسعار الأسهم للتغيرات في عرض النقود M1. ويتفق ذلك مع المنطق الاقتصادي وافترضاياته بالانسجام مع المدارس الاقتصادية التي أتينا على ذكرها في الفصل السابق والتي يركز بعضها على وجود علاقة قوية ومباشرة بين عرض النقود والنشاط الاقتصادي وبالتالي فإن أي زيادة في عرض النقود مع استقرار سرعة تداولها سينعكس مباشرة على الإنفاق الكلي ومن ثم الدخل القومي والذي يؤدي بدوره إلى زيادة مستوى أرباح الشركات الأمر الذي ينعكس إيجابياً في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية (أي أن العلاقة بينهما طردية وفقاً لمنطق النظرية النقودية). بينما يذهب الاتجاه الآخر إلى أن هنالك علاقة غير مباشرة بين التغيرات النقدية والنشاط الاقتصادي حيث أن حدوث تغير في عرض النقود سينعكس بشكل رئيس على سعر الفائدة ومن ثم الإنفاق الخاص وصولاً إلى الإنفاق الكلي فالدخل القومي ومن ثم أرباح الشركات الأمر الذي سينعكس على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية (النظرية الكينزية).

بينما تظهر معلمة المتغير المستقل ( $X_5$ ) وجود علاقة عكسية بين المؤشر العام لأسعار الأسهم وبين سعر الصرف الحقيقي للدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي ذلك أن تغير سعر الصرف بنسبة 1% سيغير من الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم بمقدار 255.123 لكن بالاتجاه المعاكس. غير أن ذلك يخالف منطق النظرية الاقتصادية والتي تفترض وجود علاقة طردية بين سعر الصرف ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية بشكل عام من خلال تجسيد العلاقة بينهما بطرفي الطلب على سعر الصرف الأجنبي الذي يمثل الطلب على الموجودات الأجنبية (عرض العملة المحلية) في حين أن عرض الصرف الأجنبي يمثل الطلب على الموجودات المحلية (الطلب على العملة المحلية).

وهكذا فإن ارتفاع قيمة الدولار (قيمة العملة الأجنبية) أو ما يقابلها من انخفاض في قيمة العملة المحلية سيكون دافعاً للأفراد للتخلص من العملة المحلية التي يملكونها لتحويلها إلى موجودات مالية أو حقيقية ومنها (الأسهم). وبالمقابل فإن انخفاض قيمة العملة المحلية من شأنه أن يجعل أسعار الموجودات المالية الأجنبية أعلى لارتفاع قيمة تلك الموجودات فينخفض الطلب المحلي على تلك الموجودات وفي الوقت ذاته سيجعل أسعار الموجودات المالية المحلية أرخص نسبياً للمستثمرين الأجانب أي (زيادة الطلب الأجنبي على الموجودات المالية) بافتراض ثبات

العوامل الأخرى مما يدفع باتجاه ارتفاع أسعارها ويحدث العكس في حالة انخفاض سعر الصرف الأجنبي (ارتفاع قيمة العملة المحلية).

### النموذج الثاني: تقدير وتحليل أثر المتغيرات النقدية في متغير القيمة السوقية (Y2):

أشرنا سابقاً إلى أن مؤشر القيمة السوقية يمثل قيمة الأسهم الخاصة بالشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية ويستخدم هذا المؤشر عند عدد من المراقبين للأسواق المالية كون ارتفاعه أو انخفاضه يدل على ارتفاع أو انخفاض مستوى نشاط السوق. وقد تم تقدير واختبار متغيرات السياسة النقدية المختارة في متغير القيمة السوقية فكانت أفضل الصيغ القياسية المثلى كما هي موضحة في الجدول (8.3) أعلاه إذ إن:

Y <sub>2</sub>	مؤشر القيمة السوقية (مليون دينار أردني) M.V
X <sub>1</sub>	عرض النقد M1
X <sub>5</sub>	سعر الصرف الحقيقي للدينار مقابل الدولار E

ويتضح من النموذج الأمثل أن هنالك متغيرين مستقلين أساسيين (عرض النقد M1 وسعر الصرف E) يؤثران في المتغير التابع (القيمة السوقية) في حين استبعد البرنامج المتغيرات المستقلة الأخرى غير المؤثرة في المتغير التابع لضعف معنوياتها الإحصائية والقياسية ولارتباطها بعلاقة تشابكية مع المتغيرات المؤثرة. وذلك بالاستناد إلى المعايير الآتية:

#### 1- المعيار الإحصائي:

تشير المعايير الإحصائية الواردة في الجدول رقم (8.3) إلى أن النموذج المقدر قد اجتاز الاختبارات الإحصائية بنجاح عندما تجاوزت قيم (F، T) المحسوبة القيم الجدولية المقابلة لها عند مستوى معنوية (t(0.05,11) و F(0.05,2,11) على التوالي الأمر الذي يؤكد المعنوية الكاملة للنموذج المقدر ككل ولكل من المتغيرين المستقلين الداخليين في النموذج كل على حدة. بينما بلغت قيمة معامل التحديد (R<sup>2</sup>) نحو 0.865 مما يؤكد القوة التفسيرية الجيدة للنموذج إذ إنه استطاع تفسير ما يقارب 87% من الظاهرة المدروسة أي أن التغيرات الحاصلة في كل من عرض النقد M1 وسعر الصرف استطاعت تفسير نحو 86.5% من العوامل المؤثرة في مؤشر القيمة السوقية لسوق عمان للأوراق المالية في حين أن حوالي ما نسبته 13.5% من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية تعود إلى عوامل أخرى تدخل ضمن متغير الخطأ العشوائي أو عوامل لم تشملها الدراسة.

## 2- المعيار القياسي:

من جهة أخرى، استطاع النموذج تجاوز اختبار (D.W) بنجاح فكانت القيمة المحسوبة لـ D.W والبالغة 1.617 أكبر من الحد الأدنى (dl= 0.660) والأعلى (du = 1.254) وفي الوقت نفسه أقل من قيمة (4-du) والبالغة 2.746 مما يعني خلو النموذج المقدر من مشكلة الارتباط الذاتي بين البواقي العشوائية في السلسلة الزمنية المستخدمة عند مستوى 14 سنة ونسبة معنوية 0.05. إذ إن:

$$du < D.W < 4-du$$

$$0.660 < 1.617 < 2.746$$

## 3- المعيار الاقتصادي:

تشير النتائج الخاصة بالنموذج أعلاه إلى وجود علاقة طردية ما بين عرض النقد بمفهومه الضيق M1 ومؤشر القيمة السوقية لسوق عمان للأوراق المالية إذ تعكس معلمة المتغير ( $X_1$ ) مرونة القيمة السوقية بالنسبة إلى متغير عرض النقد M1. فتغير عرض النقد بمقدار وحدة واحدة سيؤدي إلى تغير مؤشر القيمة السوقية بمقدار 5.092 وبالاتجاه نفسه (وذلك بافتراض ثبات المتغير المستقل الآخر المؤثر والذي يمثل سعر الصرف). ويتفق ذلك مع المنطق الاقتصادي والافتراضات آنفة الذكر لدى تفسير علاقة عرض النقد بالمؤشر العام لأسعار الأسهم على اعتبار أن عرض النقد يرتبط بعلاقة طردية مع مؤشرات أداء السوق المالية بشكل عام لا سيما القيمة السوقية للأسهم المتداولة.

أما فيما يتعلق بعلاقة سعر الصرف ( $X_5$ ) فتشير التقديرات الخاصة به والتي تعكسها معلمة المتغير ( $X_5$ ) إلى مرونة القيمة السوقية بالنسبة لمتغير سعر الصرف. ذلك أن تغير سعر الصرف بنسبة 1% سيؤدي إلى تغير القيمة السوقية بمقدار 854.32 ولكن باتجاه معاكس. وهو ما يخالف منطق النظرية الاقتصادية فارتفاع قيمة الدولار أمام الدينار الأردني يعني انخفاض قيمة الدينار مما سيدفع المستثمرين إلى التخلص من العملة المحلية التي يملكونها وذلك بتحويلها إلى موجودات مالية (ومنها الأسهم) مما سيرفع من أسعارها وفي الوقت ذاته سيخفض من قيمة الدينار الأردني نتيجة ارتفاع قيمة الدولار الأمر الذي من شأنه أن يزيد من القدرة التنافسية للشركات الأردنية وزيادة صارداتها ومن ثم زيادة أرباحها والذي سيؤدي في

نهاية المطاف إلى زيادة أسعار الأسهم الخاصة بها وهو ما يمكن أن يفسر العلاقة العكسية (الإشارة السالبة).

غير أن العلاقة العكسية للتغير في سعر صرف الدينار الأردني أمام مؤشر القيمة السوقية يتطلب شروطاً عدة يمكن تلخيصها بما يلي:

أ. عدم ارتفاع الأسعار بنسبة الانخفاض في سعر صرف الدينار نفسه، إذ أن مثل هذا الارتفاع من شأنه أن يلغي أثر الانخفاض في سعر الصرف بالنسبة إلى المساهمين.

ب. من أجل أن يمارس سعر الصرف تأثيره في الشركات المصدرة للأسهم لا بد أن تكون مرونة الطلب الأجنبي على السلع الأردنية عالية في الشركات المصدرة للأسهم ولا بد أن تكون مرونة الطلب الأجنبي على السلع الأردنية عالية  $E > 1$ .

ت. ارتفاع الأسعار المحلية في البلدان الأخرى (وبخاصة المستوردة للسلع الأردنية) كون ذلك يحد من القدرة التنافسية على السلع الأردنية.

بالإضافة إلى ذلك ينعكس الفائض المتحقق على سوق الصرف الأجنبي نتيجة انخفاض قيمة الدينار الأردني وزيادة صافي احتياطات البنك المركزي من النقد الأجنبي كنتيجة لزيادة صافي التدفق في ميزان المعاملات الرأسمالية والمالية وكذلك نتيجة زيادة الاستثمار الأجنبي بنوعيه (المباشر، ومحفظة الأوراق المالية) مما سيسهم في زيادة الطلب على الموجودات المالية (ومنها الأسهم) ومن ثم ارتفاع القيمة السوقية لها.

### النموذج الثالث: تقدير وتحليل أثر المتغيرات النقدية في متغير حجم التداول (Y3):

يمثل مؤشر حجم التداول مقياساً جيداً لنشاط ودرجة سيولة السوق المالية ودرجتها من خلال أخذ نسبتها للناتج المحلي الإجمالي والذي يعني قيمة الأسهم التي تم تداولها في قاعة السوق خلال فترة زمنية معينة. وبالتالي يمكن أن يعطي هذا المؤشر لمراقبي سوق الأوراق المالية تلميحات مهمة عن قوة السوق واحتمالات صعوده أو هبوطه في المستقبل. ولقد تم تقدير واختبار تأثير المتغيرات النقدية في هذا المتغير بالصيغة الخطية فكانت أفضل الصيغ القياسية. إذ إن:

Y <sub>3</sub>	مؤشر حجم التداول T.V
X <sub>1</sub>	مؤشر عرض النقد بمفهومه الضيق M1
X <sub>2</sub>	مؤشر عرض النقد بمفهومه الواسع M2
X <sub>4</sub>	مؤشر الرقم القياسي لأسعار المستهلك I

ويظهر النموذج الثالث أن هنالك ثلاثة متغيرات مستقلة أساسية تؤثر في حجم التداول في سوق عمان للأوراق المالية تتمثل بمؤشر عرض النقد M1, M2 والرقم القياسي لأسعار المستهلك بعد أن استبعد البرنامج بقية المتغيرات المستقلة لضعف معنوياتها الإحصائية والقياسية.

## 1- المعيار الإحصائي:

استطاع النموذج المقدرّ تجاوز الاختبار الإحصائي عندما تجاوزت قيم (F, T) المحسوبة القيم الجدولية المقابلة لها عند مستوى معنوية (0.05, 10) و (0.05, 3, 10) (جدول 8.3) مما يؤكد المعنوية الكاملة للمتغيرات المستقلة ( $X_1, X_2, X_4$ ) الداخلة في النموذج المقدر وكذلك المعنوية الإجمالية للنموذج المقدر.

كما زاد من جوهرية النموذج المقدر القيمة العالية التي وصل إليها معامل التحديد  $R^2$  والبالغة 0.779 حيث تدل هذه القيمة أيضاً على القوة التفسيرية العالية للنموذج المدروس إذ إنها تشير إلى أن 78% من التغيرات الحاصلة في مؤشر حجم التداول لسوق عمان للأوراق المالية كان سببها التغيير في كل من عرض النقد والرقم القياسي لأسعار المستهلك في حين أن حوالي 22% من التغيرات الأخرى تعود إلى عوامل تدخل ضمن متغير الخطأ العشوائي. كما أن قيمة معامل التصحيح ( $Adjusted R^2$ ) والبالغة 71.3% قد كانت قيمة مرتفعة مما أكد ما سبقت الإشارة إليه من كون النموذج المقدرّ ذا جودة إحصائية عالية.

## 2- المعيار القياسي:

استطاع النموذج تجاوز اختبار (D.W) بنجاح أيضاً بعد أن بلغت قيمته المحتسبة 1.805 وذلك عند مستوى معنوية (0.05, 3) وهي أعلى من الحد الأدنى (0.547) والأعلى (1.490) وفي الوقت نفسه هي أقل من قيمة (4-du) والبالغة 2.51 مما يؤكد خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي بين المتبقيات العشوائية إذ إن:

$$du < D.W < 4-du$$

$$0.547 < 1.805 < 2.51$$



### 3- المعيار الاقتصادي:

تشير نتائج التقدير الخاصة بالمتغيرين المستقلين ( $X_1$ ) و ( $X_2$ ) إلى تباين في علاقة كل منهما بمؤشر حجم التداول. فبينما يظهر مؤشر عرض النقد بمفهومه الضيق M1 علاقة طردية تتفق مع النظريات الاقتصادية، يظهر مؤشر عرض النقد بمفهومه الواسع M2 علاقة عكسية مع المؤشر نفسه. حيث أن تغير عرض النقد M1 بمقدار وحدة واحدة سيؤدي إلى تغير مؤشر حجم التداول بمقدار 31.128 وبالالاتجاه نفسه الأمر الذي يعكس العلاقة الطردية فيما بينهما وهو ما يتفق مع الافتراضات التي توصلنا إليها آنفاً لدى تفسير علاقة عرض النقد بالسوق المالية وكيفية انتقال آثاره إلى مؤشرات أدائها.

وبالمقابل، تشير معلمة المتغير المستقل ( $X_2$ ) إلى مرونة مؤشر حجم التداول بالنسبة إلى متغير عرض النقد M2 حيث أن تغير عرض النقد M2 بمقدار وحدة واحدة سيؤدي إلى تغير مؤشر حجم التداول بمقدار 12.812 ولكن بالاتجاه المعاكس. وهو ما يخالف منطق النظرية الاقتصادية والتي تقول بوجود علاقة طردية غير أنه يمكن ردُّ العلاقة العكسية (الإشارة السالبة) إلى علاقة الإحلال والإبدال التي يمكن ان تنشأ بين الودائع لأجل وودائع التوفير والتي تمثل مكون شبه النقد في عرض النقد M1 والذي تتم إضافته إلى عرض النقد M1 حيث أن اتجاه الأفراد إلى الاستثمار في الموجودات المالية (لا سيما الأسهم) في السوق المالي يمكن أن يدفع ببعضهم إلى سحب ما لديهم من ودائع بغرض استثمارها في الأسهم وتحقيق أرباح مستفيدين من فروقات الأسعار بينما يحصل العكس لدى انخفاض أسعار الأسهم وخوف المستثمرين من الخسارة حيث يلجأ بعضهم إلى الودائع نظراً لارتفاع العائد المتمثل بالفائدة عليها وللتحوط ضد مخاطر الاستثمار في الأسهم.

أما فيما يتعلق بعلاقة المتغير المستقل ( $X_4$ ) والذي يمثل الرقم القياسي لأسعار المستهلك فتشير التقديرات الخاصة به إلى وجود علاقة طردية ما بين التغير في الرقم القياسي لأسعار المستهلك ومؤشر حجم التداول. ويتفق هذا مع منطق النظرية الاقتصادية وافتراضاتها ذلك أن معلمة المتغير  $X_5$  تعكس مرونة مؤشر حجم التداول بالنسبة إلى متغير الرقم القياسي لأسعار المستهلك فتغير الرقم القياسي لأسعار المستهلك بمقدار وحدة واحدة يؤدي إلى تغير مؤشر حجم التداول بمقدار 1307.92 وبالالاتجاه نفسه مما يعني مرونة مؤشر حجم التداول للتغيرات الحاصلة في معدلات التضخم على أساس أن ارتفاع معدلات التضخم وبداية فقدان النقود لقوتها

الشرائية سيدفع المستثمرين إلى حماية مدخراتهم النقدية من مخاطر تآكل القوة الشرائية الأمر الذي يدفعهم نحو شراء الأسهم فيزداد بذلك حجم التداول وترتفع الأسعار.

ومن جهة أخرى، يفسر عدد من الاقتصاديين العلاقة الطردية ما بين التضخم وارتفاع حجم تداول الأسهم وارتفاع أسعارها على أساس أن العديد من الشركات تمتلك مخزوناً سلعياً يسهم في تحديد مستوى الأرباح ومن ثم فإن ارتفاع المستوى العام للأسعار يعني إمكانية بيع هذا المخزون بأسعار عالية مقارنةً بأسعار التكلفة الأمر الذي سينعكس مباشرةً على مقسوم الأرباح ومن ثم على أسعار الأسهم مما يؤدي في نهاية الأمر إلى زيادة عمليات بيع وشراء أسهم الشركات ذات الأرباح العالية (أي زيادة عمليات التداول على أسهم هذه الشركات).

**النموذج الرابع: تقدير وتحليل أثر المتغيرات النقدية في متغير معدل دوران السهم (Y4):**

يمثل هذا المؤشر مقياساً جيداً لسرعة ونشاط السوق المالية ومن ثم يمكن أن يعطي هذا المؤشر لمراقبي السوق إشارات واضحة حول احتمالات هبوطه أو صعوده في المستقبل. ولقد تم اختبار التأثير المتغيرات النقدية في هذا المتغير بالصيغ الخطية فكانت أفضل الصيغ القياسية كما أدرجناها في الجدول (8.3) حيث أن:

Y <sub>4</sub>	مؤشر معدل دوران السهم T.R
X <sub>1</sub>	مؤشر عرض النقد بمفهومه الضيق M1
X <sub>2</sub>	مؤشر عرض النقد بمفهومه الواسع M2

ويظهر النموذج الأمثل الرابع أن هنالك متغيرين أساسيين يؤثران في متغير معدل دوران السهم لسوق عمان للأوراق المالية وهما (مؤشرا عرض النقد بمفهوميه الضيق M1 والواسع M2) وذلك بعد أن استبعد البرنامج المتغيرات المستقلة الأخرى غير المؤثرة لضعف معنويتها الإحصائية ولارتباط بعضها بعلاقة خطية مع المتغيرات المستقلة المؤثرة في النموذج المختار.

### 1- المعيار الإحصائي:

أثبت النموذج جودته من خلال تجاوزه للاختبارات الإحصائية الموضوعية له بدرجة عالية، إذ أثبتت المتغيرات الداخلة في النموذج معنوية عالية عندما فاقت قيم (F، T) المحتسبة القيم الجدولية المقابلة لها عند مستوى (0.05,11) و (0.05,2,11) على الترتيب الأمر الذي يؤكد المعنوية الكاملة للمتغيرات المستقلة (X1, X2) الداخلة في النموذج وكذلك المعنوية الإجمالية للنموذج المقرر.

كما زاد من جوهرية النموذج المقدر القيمة العالية التي وصل إليه معامل التحديد  $R^2$  والتي بلغت 0.831 والتي تدل على جودة النموذج. إذ إنها تشير إلى أن النموذج يستطيع تفسير ما نسبته 83% من التغيرات الحاصلة في مؤشر معدل دوران السهم والتي كانت بسبب المتغيرين المستقلين (عرض النقد بمفهوميه الضيق والواسع) وهي نسبة جيدة يمكن الاعتماد عليها في الأخذ بالنموذج. وقد عزز تلك النتيجة القيمة الجيدة لمعامل التصحيح (Adjusted  $R^2$ ) والبالغة 80.1% في حين أن نحو 17% من التغيرات تفسرها عوامل أخرى تدخل ضمن متغير الخطأ العشوائي أو لم تشملها الدراسة.

## 2- المعيار القياسي:

أما اختبار (D.W) فقد استطاع النموذج تجاوزه بنجاح بعد أن بلغت القيمة المحسوبة له 2.034 عند مستوى (0.05,2) وهي أعلى من الحدين الأدنى ( $dl = 0.660$ ) والأعلى ( $du = 1.254$ ) وفي الوقت نفسه أقل من قيمة ( $4-du$ ) والبالغة 2.746 الأمر الذي يؤكد خلو النموذج من وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين المتغيرات العشوائية ذلك أن:

$$du < D.W < 4-du$$

$$0.660 < 2.034 < 2.746$$

## 3- المعيار الاقتصادي:

تشير نتائج التقدير الخاصة بمتغير عرض النقد  $M1$  إلى وجود علاقة طردية بينه وبين مؤشر معدل دوران السهم وهو بذلك يتفق مع منطق النظرية الاقتصادية حيث عكست معلمة المتغير المستقل ( $X1$ ) مرونة عالية بالنسبة لمؤشر معدل دوران السهم بالنسبة إلى متغير عرض النقد يفهمه الضيق  $M1$  ذلك أن تغير  $X1$  بنسبة 1% سيؤدي إلى تغير مؤشر معدل دوران السهم بنسبة 0.099% وبالاجتهاد نفسه مما يعني المرونة العالية لمؤشر معدل دوران السهم لسوق عمان للأوراق المالية إزاء تقلبات عرض النقد  $M1$  وهو ما يتفق مع ما ذهبنا إليه من أن التغير في عرض النقد سينعكس بصورة إيجابية على التغيرات في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية ومن بينها معدل دوران السهم إذ يؤثر عرض النقد  $M1$  وفق هذا المفهوم بصورة إيجابية ويرتبط بعلاقة طردية مع كل من القيمة السوقية وحجم التداول وبالتالي من الطبيعي أن يرتبط بعلاقة طردية مع معدل دوران السهم على اعتبار أنه يتم حسابه بالاعتماد على كل من القيمة السوقية وحجم التداول.

بينما يبين التحليل بأن عرض النقد بمفهومه الواسع M2 يرتبط بعلاقة عكسية مع مؤشر معدل دوران السهم ذلك أن تغير عرض النقد M2 بنسبة 1% وفق ما أشار إليه النموذج يؤدي إلى تغير مؤشر معدل دوران النقد بنسبة 0.026% ولكن بالاتجاه المعاكس وذلك على افتراض ثبات المتغير المستقل  $X_1$ . ونرى بأن ذلك يختلف مع منطوق النظرية الاقتصادية التي تفترض العلاقة الطردية بين متغير عرض النقد بمفهومه ومؤشر معدل دوران السهم. وربما يعود ذلك إلى خلل في قنوات نقل أثر التغير في المعروض النقدي إلى السوق المالية سواء لجانب أثر الزيادة في المعروض النقدي على النشاط الاقتصادي العام والدخل القومي ومن ثم أرباح الشركات وأسعار أسهمها المتداولة أو لجهة الخلل في نقل الأثر النقدي عبر قناة سعر الفائدة للسوق المالية والذي يعكس عدم استجابة السوق المالية للتغيرات التي يجريها البنك المركزي على أسعار الفوائد.

### ثالثاً: النتائج والمقترحات:

أفرزت نتائج النماذج الإحصائية والقياسية التي تم التوصل إليها تأثير متغيرات السياسة النقدية في مؤشرات أداء سوق عمان للأوراق المالية وإن كان ذلك يتم بصورة متباينة كما يمكن تلخيصه في الجدول رقم (9.3) أدناه. إذ اتضح بأن تأثير متغيرات السياسة النقدية في مؤشرات الأداء قد جاء عبر أربعة متغيرات من أصل خمسة متغيرات شملتها الدراسة خصوصاً في جانب مؤشر عرض النقد بمفهومه الضيق والواسع ومؤشر سعر الصرف الحقيقي للدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي (REER) ومؤشر الرقم القياسي لأسعار المستهلك (CPI) والذي يعكس معدلات التضخم السائدة في المملكة.

ولدى تفصيل أثر كل من هذه المتغيرات، فقد بدا تأثير مؤشر عرض النقد M1 واضحاً من خلال تأثيره في مؤشرات الأداء الأربعة التي تم اعتمادها للدلالة على أداء سوق عمان المالي خلال الفترة المدروسة والتي تمثلت بكل من المؤشر العام للسوق مرجحاً بالقيمة السوقية للأسهم والقيمة السوقية وحجم التداول ومؤشر معدل دوران الأسهم. بينما اقتصر تأثير عرض النقد M2 على مؤشر حجم التداول ومعدل دوران السهم. في حين احتل سعر الصرف E المرتبة الثانية بعد عرض النقد وبدا تأثيره واضحاً على كل من المؤشر العام لأسعار الأسهم ومؤشر القيمة السوقية وإن كان ذلك بعلاقة عكسية بينما تركز تأثير الرقم القياسي لأسعار المستهلك في حجم التداول.

بالمقابل فقد لوحظ غياب تأثير سعر الفائدة على اعتبارها أحد متغيرات السياسة النقدية الأساسية المعتمدة على أداء السوق المالية إذ لم توضح النماذج القياسية والإحصائية أية علاقة تربط بين متغير سعر الفائدة ومؤشرات أداء السوق المالية مخالفة بذلك النظريات الاقتصادية التي تفترض وجود علاقة تشابكية فيما بينهما ويمكن أن يُعزى ذلك إلى وجود خلل في آلية نقل الأثر النقدي إلى السوق المالية نتيجة ضعف سيطرة المصرف المركزي والمصادقية التي يتمتع بها مما يعني عدم استجابة المصارف للمعدلات التأشيرية للفوائد التي يضعها البنك المركزي كما يمكن رد ذلك إلى وجود علاقة خطية تربطها بمتغيرات الدراسة المعتمدة.

ومن خلال ما تقدم يمكن القول بأن النتائج التي تم التوصل إليها تتفق وطبيعة الاقتصاد الأردني خاصة وأن السلطة النقدية تسعى جاهدة إلى تحقيق الاستقرار النقدي وضبط كل من معدلات العرض النقدي ومعدلات التضخم كما أنه لا يخفى أن السوق المالية في الأردن لا زالت سوقاً صغيرة الحجم مقارنة بما هو عليه الحال في بقية دول العالم - شأنها شأن أسواق المال العربية الأخرى- عدا عن كونها لا تتمتع بالعمق والكفاءة والتنظيم الكافي لتتنافس على جذب الاستثمارات ومن ثم فإنها لن تعكس آلية جيدة لانتقال آثار السياسة النقدية بشكل كامل وعلى مستوى عالٍ إلى السوق المالية. هذا بالإضافة إلى أن حجم التداول والقيمة الرأسمالية (رسملة السوق) لا تعبر عن القدرة الكامنة التي يمكن أن تحققها هذه السوق وذلك على الرغم من الوعي الاستثماري الذي هو آخذ بالتطور التدريجي في المملكة والذي لم يتبلور بعد في شكل قاعدة متنامية وواعية وملتزمة من المستثمرين.

الجدول رقم (9.3) نتائج تحليل تأثير المتغيرات النقدية في مؤشرات أداء سوق عمان للأوراق المالية

المتغير التابع	المؤشر العام لأسعار الأسهم Y1	القيمة السوقية Y2	حجم التداول Y3	معدل دوران السهم Y4
عرض النقد M1 (X1)	×	×	×	×
عرض النقد M2 (X2)			×	×
سعر الفائدة r (X3)				
معدل التضخم I (X4)			×	
سعر الصرف E (X5)	×	×		

المصدر: الشكل من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج النماذج الإحصائية والقياسية.

## انطلاقاً مما سبق تقترح الباحثة بما يلي:

- تعزيز دور السياسة النقدية ومعالجة النشوهات في آليات نقل الأثر النقدي للسوق المالية لا سيما تلك المتعلقة منها بأسعار الفائدة بما يضمن الانتقال الصحيح لأثرها وذلك بالوقوف على مواطن الخلل بالتحليل الموضوعي ومعالجتها بالصورة المناسبة. كل ذلك يكون من خلال تحقيق مزيد من الاستقلالية والشفافية للبنك المركزي وتواصله مع المصارف والجمهور المصرفي بعرض الواقع النقدي والمصرفي بشكل معلن وتوضيح الكيفية التي تتم بها قراءة المؤشرات.
- ضرورة التركيز بشكل أكبر على دور السياسة النقدية المتبعة والمؤشرات الكلية في أداء سوق رأس المال (لاسيما من قبل الحكومة والقائمين على السياسة النقدية ) بغرض معرفة سلوك المستثمرين ومدى استجابتهم لهذه السياسات والمؤشرات وبما يضمن معرفة أسباب التقلبات في الأسواق المالية.
- إنشاء مراكز نشطة وفعالة داخل السوق المالية تتيح للمستثمرين الاطلاع على المعلومات التي يتخذها البنك المركزي بشأن السياسة النقدية حتى يتمكنوا من الاستفادة منها وعكسها لدى اتخاذهم قرارات البيع والشراء الخاصة بالأوراق المالية هذا من جهة. ومن جهة أخرى، لا بد من قيام السلطات النقدية بالموازنة بين المنافع والتأثيرات السلبية لتلك القرارات في أداء السوق المالية بشكل عام.
- زيادة عمق وفعالية السوق المالية بما يضمن انتقالاً أفضل لآثار السياسة النقدية إليها ذلك أن سوق عمان للأوراق المالية تعتبر سوقاً ناشئة تتطلب تطبيقاً أفضل لمبادئ الإفصاح والشفافية والحوكمة.
- ضرورة الانتباه إلى حجم السيولة الفائضة ونسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي. إذ يختلف تأثيرها فيما إن كانت ناتجة عن إصدار نقدي جديد أو زيادة في حجم الودائع الأمر الذي يُعتبر إيجابياً وبالتالي إمكانية توظيفها بشكل أفضل آخذين سرعة دوران النقد بعين الاعتبار.
- دراسة أثر متغيرات السياسة النقدية والتي لم تشملها الدراسة بغرض الوقوف على الحثثيات المختلفة التي يمكن أن ترتبط بعلاقات تشابكية مع أداء السوق المالي (كالأنواع الأخرى

لأسعار الفائدة على سبيل المثال أو سعر صرف الدينار مقابل العملات الأخرى) إلى جانب دراسة علاقة متغيرات السياسات الاقتصادية الأخرى ومتغيرات الاقتصاد الكلي بالأداء العام للسوق المالي لمعرفة فيما إن كانت هنالك تأثيرات متبادلة فيما بينها.

## المراجع

### أولاً: المراجع باللغة العربية:

1. إبراهيم الشبلي، محمد؛ إبراهيم الشبلي، طارق، "مقدمة في الأسواق المالية والنقدية"، عمان، الأردن، ط1، 2000.
2. أبو الفتوح الناقة، أحمد، "نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، ط1، عام 1997.
3. أحمد الشناوي، إسماعيل؛ د.محمد غزلان، محمد عزت؛ د. السيد حسن، محمد جابر، "اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية"، جامعة الإسكندرية- كلية التجارة/ قسم الاقتصاد، ط1، 2006.
4. إيدجمان، مايكل، "الاقتصاد الكلي (النظرية والسياسة)"، ترجمة محمد إبراهيم، دار المريخ، الرياض، المملكة العربية السعودية، عام 1989.
5. أيوب الجوريجاتي، أوس فخر الدين، "أثر المتغيرات النقدية والمالية في النمو الاقتصادي في بلدان نامية مختارة"، أطروحة دكتوراه، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العراق، عام 2005.
6. بخراز يعدل، فريدة، "تقنيات وسياسات التسيير المصرفي"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، عام 2003.
7. بركات، جميل، "مال واقتصاد سوق عمان المالي"، الجزء الأول، الطبعة الأولى، عام 1989.
8. البكري، أنس، صافي، وليد، "الأسواق المالية والدولية"، دار المستقبل، الأردن، عمان، ط1، عام 2002.
9. توماس ماير وآخرون، "النقود والبنوك"، ترجمة أحمد عبد الخالق ود. أحمد بديع بليج، دار المريخ، الرياض، عام 2002.
10. حسين، عصام، "أسواق الأوراق المالية (البورصة)"، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2008.



11. الحناوي، محمد صالح، العبد، جلال إبراهيم، "بورصة الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)"، الدار الجامعية، الاسكندرية، عام 2005.
12. حنفي، عبد الغفار، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمارات، خيارات)"، الدار الجامعية، الاسكندرية، عام 2005.
13. حنفي، عبد الغفار، د.قرياقص، رسمية، "أسواق المال وتمويل المشروعات"، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002.
14. حنفي، عبد الغفار، قرياقص، رسمية، "أسواق المال (بنوك تجارية، شركات التأمين، شركات الاستثمار)"، الدار الجامعية، الإسكندرية، ط1، 2002.
15. خليل الحمزاوي، محمد كمال، "اقتصاديات الائتمان المصرفي"، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، عام 2000.
16. الرفاعي، غالب عوض، بلعربي، عبد الحفيظ، "اقتصاديات النقود والبنوك (الأساسيات)"، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ط1، الجزء الأول، عام 2002.
17. رمضان، زياد، "مبادئ الاستثمار (الحقيقي والمالي)"، دار وائل، الأردن، عمان، ط1، عام 1998.
18. سالم الزيدانين، جميل، "أساسيات في الجهاز المالي (المنظور العلمي)"، دار وائل، عمان، الأردن، ط1، 1999.
19. سامويلسون، بول، "الاقتصاد"، ترجمة هشام عبد الله، الدار الأهلية، عمان، الأردن، ط1، عام 2001.
20. سلام، عماد صالح، "إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة"، أبوظبي، عام 2002.
21. السويدي، سيف سعيد، "النقود والبنوك"، جامعة قطر، الطبعة الثالثة، عام 2002.
22. سيجل، باري، "النقود والبنوك والاقتصاد"، ترجمة د. طه عبد الله ود. عبد الفتاح عبد الرحمن، جامعة الملك سعود، الرياض، 1987.
23. السيد الطيبي، "البورصات وتدعيم الاقتصاد الوطني"، كتاب الأهرام الاقتصادي، القاهرة، عام 1992، عدد 57.

24. السيد علي، عبد المنعم، "اقتصاديات النقود والمصارف"، وزارة التعليم العالي والبحث العلمي، الجامعة المستنصرية، ط1، الجزء الأول، عام 1986،.
25. السيد علي، عبد المنعم، "دور السياسة النقدية في التنمية الاقتصادية"، المنظمة العربية للتربية والثقافة والعلوم، معهد البحوث والدراسات العربية، القاهرة، مصر، عام 1975.
26. السيد علي، عبد المنعم؛ د.سعد العيسى، نزار، "النقود والمصارف والأسواق المالية"، دار الحامد، عمان، الأردن، 2003.
27. شافعي، محمد زكي، "مقدمة في النقود والبنوك"، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، 1965.
28. شامية، أحمد زهير، "النقود والمصارف"، دار زهران للنشر، الأردن، عمان، ط1، عام 1993.
29. الشعار، محمد نضال، "أسس العمل المصرفي"، دار الجندي للطباعة والنشر، حلب، سورية، ، الطبعة الأولى، عام 2005.
30. الشعار، نضال، "سوق الأوراق المالية (البورصة)"، دار الرضا للطباعة والنشر، حلب، 2002.
31. الشواورة، فيصل محمود، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعملية)"، دار وائل، عمان، الأردن، ط1، 2008.
32. عبد الرحيم يوسف، توفيق، "الإدارة المالية الدولية والتعامل بالعملة الأجنبية"، دار صفاء، الأردن، عمان، الطبعة الأولى، عام 2004.
33. عبد الرزاق النقاش، غازي، "التمويل والعمليات المصرفية الدولية"، دار وائل، عمان، الأردن، ط2، 2001.
34. عبد العزيز، إكرام، "الإصلاح المالي بين نهج صندوق النقد الدولي والخيار البديل"، بيت الحكمة، العراق، بغداد، عام 2002.
35. عبد الفتاح سليمان، مجدي، "علاج التضخم والركود الاقتصادي في الإسلام"، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، عام 2002.

36. عبد القادر، السيد متولي، "الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير"، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، ط1، 2010.
37. عبد الله، عقيل جاسم، "النقود والمصارف"، دار مجدلاوي، الأردن، عمان، عام 1999، ط2.
38. العريبي، عصام فهد، "الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)"، سلسلة الرضا للاستثمار والعلوم المصرفية، دار الرضا، دمشق، سورية، ط1، عام 2002.
39. على الشراح، رمضان، د. أحمد محسن، محروس، "الاستثمار (النظرية والتطبيق)"، الدار الجامعية، الاسكندرية، ط2، 1999.
40. عمر، حسين، "مبادئ علم الاقتصاد والمشكلة الاقتصادية والسلوك الرشيد"، تحليل جزئي وكلي، القاهرة، عام 1989.
41. عوض الله، زينب، د. الفولي، أسامة، "أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي"، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، بيروت، عام 2003.
42. غزلان، محمد عزت، "اقتصاديات النقود والمصارف"، دار النهضة العربية، مصر، القاهرة، ط1، عام 2002.
43. فاضل اسماعيل الدليمي، عوض، "النقود والبنوك"، العراق، جامعة بغداد، عام 1990.
44. فريد مصطفى، أحمد؛ محمد السيد حسن، سهير، "النقود والتوازن الاقتصادي"، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، عام 2002.
45. قدي، عبد المجيد، "مدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية - دراسة تحليلية تقييمية (ديوان المطبوعات الجامعية)"، الجزائر، عام 2003.
46. قريصة، صبحي تادرس، يونس، محمود، "مقدمة في الاقتصاد"، دار النهضة العربية، بيروت، عام 1984.
47. القيسي، فوزي، "النظرية النقدية"، مطابع دار التضامن، العراق، بغداد، ط1، عام 1964.
48. كاظم الدعيمي، عباس، "السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية"، دار صفاء، عمان، الأردن، ط1، 2010.

49. كينيث جاليريت، جون، ترجمة أحمد فؤاد بليغ، "تاريخ الفكر الاقتصادي (الماضي صورة الحاضر)"، سلسلة عالم المعرفة، المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، الكويت، عام 2000.
50. محمد شاكر، جمال، "التحليل الإحصائي للبيانات باستخدام SPSS"، الدار الجامعية، الاسكندرية، الطبعة الأولى، عام 2005.
51. محمد مخلص الخالدي، ذكاء، "الطلب على النقود في العراق"، منشورات دار البيان، بغداد، عام 1976.
52. محمد نوري الشمري، ناظم، "النقود والمصارف والنظرية النقدية"، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، ط1، عام 1999.
53. النجفي، حسن، "سوق الأوراق المالية"، شركة الاعتدال، بغداد، العراق، ط1، 1992.
54. نعمة الله، يوسف عبد الوهاب، "النقود في النشاط الاقتصادي"، شركة مطابع الجزيرة، عام 1975.
55. نوري الشمري، ناظم محمد وآخرون، "أساسيات الاستثمار العيني والمالي"، دار وائل، عمان، الأردن، ط1، 1999.
56. الهندي، منير إبراهيم، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002.
57. الهندي، منير إبراهيم، "الفكر الحديث في الاستثمار"، دار المعارف، الاسكندرية، ط2، عام 2004.
58. الهندي، منير إبراهيم، "سلسلة أسواق الأوراق المالية، الأسواق الحاضرة والمستقبلية، أسواق الأوراق وأسواق العقود المستقبلية"، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، المؤسسة المعرفية ABC، عمان، الأردن، ط2، 1994.
59. الوزيني، خالد واصف، الرفاعي، أحمد حسين، "مبادئ الاقتصاد الكلي بين النظرية والتطبيق"، دار وائل، الأردن، عمان، 2000.
60. يونس، محمود، أمين الوصال، كمال، "اقتصاديات نقود وبنوك وأسواق مالية"، الدار الجامعية، الاسكندرية، عام 2005.

## ثانياً: الأبحاث والدوريات وأوراق العمل:

1. "العوامل المفسرة للتضخم، التقرير الشهري للتضخم آذار عام 2011"، مصرف سورية المركزي، مديرية الأبحاث الاقتصادية والإحصاءات العامة، عام 2011.
2. أحمد ابو السندس، جهاد، فلاح المومني، غازي: "أثر تذبذب اسعار صرف الدينار الاردني على قيم أسهم الشركات المساهمة العامة في قطاع الخدمات"، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية (كلية التخطيط والإدارة/ قسم الاقتصاد والعلوم المالية في جامعة البلقاء التطبيقية)، الأردن، عام 2012، المجلد العشرون، العدد الثاني.
3. اسماعيل إبراهيم الطراد، مساعد مدير البنك المركزي الأردني - فرع إربد: بحث مقدم إلى المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي الذي تنظمه كلية الشريعة والدراسات الإسلامية بجامعة أم القرى - مكة المكرمة، طبعة تمهيدية، عام 2002.
4. التقرير الاقتصادي العربي الموحد - أعداد مختلفة.
5. التقرير السنوي لبورصة عمان لعام 2011.
6. التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني - أعداد مختلفة.
7. التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني للعام 2011.
8. تقرير تطور القطاع المصرفي الأردني خلال الفترة 2000-2010، جمعية البنوك في الأردن، عمان، عام 2010.
9. تقرير جمعية البنوك في الأردن - أعداد مختلفة.
10. الخصيب، صبري: "تقرير حول أداء بورصة عمان خلال عامي 2004-2005 وعام 2006"، إدارة الدراسات والتدريب/ وحدة الدراسات والاتفاقيات الدولية، تموز عام 2006.
11. الخضر، حسان: "تحليل الأسواق المالية"، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط الكويت، 2004، عدد 27.
12. دورة تدريبية تم عقدها في الكويت بعنوان "إدارة الاقتصاد الكلي وقضايا القطاع المالي"، خلال الفترة 4- 16 / 6 / 2012 محاضرة بعنوان "تنفيذ السياسات النقدية".

13. الزغبى، بشير: "تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان خلال الفترة (1978-1998)", مجلة دراسات العلوم الإدارية، مجلد 27، عدد 2، عام 2002.
14. سويسي، هوارى، "أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي"، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر 2007، عدد 5.
15. الشبيبي، سنان: "دور الحكومات في تمويل التنمية في ظل النظام المالي الدولي الجديد"، تحرير علي توفيق الصادق، وليد عدنان الكردي، معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، عام 2001، العدد 6 "دور الحكومات الإنمائي في ظل الانفتاح الاقتصادي".
16. صندوق النقد العربي: التقرير الاقتصادي العربي الموحد عام 2003.
17. طوقان، أمية (محافظ البنك المركزي الأردني): "دور البنوك المركزية في إرساء السياسة النقدية"، مؤتمر "مستجدات العمل المصرفي في سورية في ضوء التجارب العربية والعالمية"، 2-3 تموز عام 2005.
18. علي توفيق صادق وآخرون: "السياسات النقدية في البلدان العربية: النظرية والتطبيق"، بحث مقدم إلى حلقة عمل عن السياسات النقدية في الدول العربية، سلسلة بحوث ومناقشات حلقات العمل، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، عام 1996، العدد 2.
19. اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا: "الاتجاهات الاقتصادية وآثارها في منطقة الأسكوا"، الأسكوا، الأمم المتحدة، نيويورك، عام 2005، العدد 2.
20. محمد الغزالي، عيسى: "تحليل الأسواق المالية"، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2004، السنة الثالثة، العدد 27.
21. محمود، سمير عبد الغني: "المفهوم الشامل لكفاءة سوق الأوراق المالية"، مجلة البنوك، عمان، الأردن، عام 1989، عدد 5.
22. النجار، فائق جبر: "مقدمة عن الأسواق المالية وكفاءتها"، مجلة البنوك، عمان، الأردن، عام 2002، مجلد 21، عدد 4.

### ثالثاً: الأطاريح ورسائل الماجستير :

1. جاسم، عباس كاظم، "تقييم السياسة النقدية في بلدان عربية مختارة"، رسالة ماجستير، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، العراق، عام 2005.
2. حرمة، خديجة، "آلية انتقال آثار السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي مع إشارة خاصة للاقتصاد الموريتاني"، أطروحة ماجستير، جامعة بغداد، عام 1999.
3. حسب الله محمد، أميرة، "محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة العربية (دراسة مقارنة)"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
4. حمد الله الشبيكات، غازي، "سياسة وضع الأهداف النقدية في الأردن"، رسالة ماجستير، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، عمان، عام 1994.
5. شعيب، يمنى، "دور السياسة النقدية في علاج ظاهرة التضخم في الاقتصاد السوري"، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد/ قسم الاقتصاد، عام 2009.
6. صالح، أويابة، "أثر التغير في سعر الصرف على التوازن الاقتصادي (دراسة حالة الجزائر 1990-2009)"، رسالة ماجستير، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغرداية، الجزائر، عام 2010-2011.
7. عبد القادر، لحول: رسالة ماجستير بعنوان "أثر السياسة النقدية على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1990-2006"، كلية العلوم الاقتصادية والإدارية والتسيير، جامعة سعيدة، الجزائر، عام 2011.
8. العلي، أحمد أبريهي، "ميزان المدفوعات النقدية والتغير النقدي والإنفاق العام"، أطروحة دكتوراه، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق، عام 1991.
9. محمد مناحي الرفيعي، افتخار، "أثر المضاعف النقدي في عرض النقود"، أطروحة ماجستير، جامعة بغداد، عام 2002.
10. مدوخ، ماجدة، "فعالية السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي في ظل الإصلاحات الراهنة" دراسة حالة الجزائر"، رسالة ماجستير غير منشورة، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص النقود و التمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2002/2003.

11. هذلول بريور، مشهور، أطروحة دكتوراه بعنوان "العوامل المؤثرة في انتقال أثر أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشر الأسعار في الأردن (1985-2006)", الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية / قسم المصارف والمصارف الإسلامية، عام 2008.
12. يحيى علي العكيلي، علي، "فاعلية السياستين المالية والنقدية وانعكاساتها على المتغيرات الاقتصادية الكلية"، أطروحة دكتوراه، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق، عام 2002.

#### رابعاً: القوانين والتشريعات:

1. البنك المركزي الأردني، مجموعة التشريعات المصرفية، المادة 42 من قانون المصارف.
2. قانون البنك المركزي الأردني رقم 23 لعام 1971 وتعديلاته- المواد رقم 39-41.
3. قانون الأوراق المالية رقم (23) لعام 1997.
4. قانون سندات المقارضة رقم 10 لعام 1981.

#### خامساً: المراجع باللغة الانكليزية:

1. - P.Dow, James, "The Demand and liquidity Effects of Monetary Shocks", Journal of Monetary Economics, Washington, 1995.
2. D.Mahmood Ibrahim Noor & D.Adnan Taieh, "Financial bank", stabies an English, Third Edition, Al- Israuniversity, Jordan, 2003.
3. Demange, Gabrielle; Laroque, Guy, "Finance and the Economics of Uncertainty", Blackwell Publishing Ltd. UK, 2006.
4. Dubil, Robert, " An Arbitrage Guide to financial Markets", John Wiley & Sons. Ltd, USA, 2004.
5. Eiteman David K., Stonehill Arthur I, and Moffet Michael H., "Multinational Business Finance", 10th Edition. Pearson Addison Wesley, USA. 2004.
6. Fabozzi, Frank.J; "Handbook of Finance, Financial Instruments and Financial Markets", John Wiley&Sons, Inc.New Jersy, USA, First Edition, 2008.



7. Fabozzi, Frank.J; "**The Basics of Finance (An Introduction to Financial Markets, Business Finance, and Portfolio Management)**", John Wiley& sons.Inc. New Jersey, First Edition, 2010.
8. Friedman, Melton, "**Studies in the quantity theory of money**", the University of Chicago press, six impression, 1974.
9. G.Maye, David, Toporowski, Jan, "**Open Markets Operations and Financial Markets**", Routledge, Taylore and Francis Group, New York, USA, First Edition, 2007.
10. H.wood, John, L.wood, Norma, "**Financial Markets**"; Harcourt Brace Jovanovich, Inc, Library of Congress, USA, First Edition, 1985.
11. J. Baumol, William, S.Blinder, Alan," **Economics – principles and policy**", the Dryden press, USA, 7th Edition, 1998.
12. J. Fabozzi, Frank, Modiglianij Franco, G.ferri, Michael, "**Foundations of Financial Markets and Institutions**", PRENTICE HALL International Inc., USA, Second Edition, 1999.
13. J.Murphy, Jouhn; "**Technical analysis of the financial markets**", Institute of finance, Newyork, USA, chapte 1, 1999.
14. Kamerchen, David, "**Money and Banking**", south- western Pub. Co., USA, 6th Edition, 1988.
15. Lars E.O. Svensson," **Price Stability as a Target for Monetary Policy**", Institute for International Economic Studies, June 1999.
16. Levinson, Marc, "**Guide to Financial Markets**", the Economist in Association with Profile Books LTD. 5th Edition, 2005.
17. M.chance, Don; Brooks, Robert, "**An Introduction to Derivatives and Risk Management**", Thomson higher Education, USA, 7th Edition, 2008.
18. M.Chisholm, Andrew, "**An Introduction to Capital Markets**"; John Wiley & Sons Ltd, UK, 2002.
19. Macdonald, Marilyn, "**Simplified Forex (chapter 4, Fundamental analysis V.S. Technical analysis)**", Marketplace Books, Colombia MD, 2007.
20. N.Henning, Charles; Pigott, William; Scott, Robert Haney, "**Financial Markets and the economy**", PRENTICE HALL, Englewood Cliiffs, New Jersey, USA, Fifth Edition, 1988.
21. R.Brick, John," **Financial Markets (instruments and concepts)**", Reston Publishing Company, Inc, Reston, Virginia, USA, 1981.
22. **The Monetary policy of ECB, ECP, 2004, P56.**

**Articles and Working papers:**

1. IMF (International Monetary Fund)," **Indirect Monetary Instruments: A selective survey**", 11 Dec. 1998.
2. OECD Manual, "**Measuring Capital**", Annexal Glossary of Technical Terms used in the Manual, OECD, 2001.
3. Shaun K.Raoche & Mathew D.Merrih, "**Currency Risk Permian in Global Risk Markets**", IMF, working Paper, 2006.

**سابعاً: مواقع الانترنت:**

1. World Bank website (<http://www.worldbank.org/indicators>)
- Standard & Poor's, Global Stock Markets Factbook and supplemental S&P data. Catalog Sources World Development Indicators.
2. الموقع الالكتروني للبنك المركزي الأردني [www.cbj.gov-jo.com](http://www.cbj.gov-jo.com)
3. موقع دائرة الإحصاءات العامة الأردنية على الانترنت. [www.dos.go.jo](http://www.dos.go.jo)
4. IMF, INS Database, Website: [www.IMF.org](http://www.IMF.org).
5. موقع بورصة عمان على الانترنت <http://www.exchange.jo/ar>

## الملاحق الإحصائية

الملحق رقم (1) مؤشر الكثافة المصرفية خلال الفترة (1998-2011)

السنة	عدد السكان (بالألف)	عدد الفروع	مؤشر الكثافة المصرفية (%)
1998	4623.0	451	10.3
1999	4737.8	457	10.4
2000	4857.0	462	10.5
2001	5182.0	464	11.2
2002	5329.0	464	11.5
2003	5480.0	443	12.4
2004	5350.0	441	12.1
2005	5473.0	513	10.7
2006	5600.0	515	10.9
2007	5723.0	558	10.3
2008	5850.0	593	9.9
2009	5980.0	616	9.7
2010	6113.0	663	9.2
2011	6249.0	695	9.0

الملحق رقم (2) الجداول الإحصائية للنموذج الأول وفق التحليل الإحصائي باستخدام برنامج الـ SPSS

**Descriptive Statistics**

	Mean	Std. Deviation	N
P	4139.414	2349.1817	14
M1	3918.6571	1911.15807	14
M2	13096.7500	6078.29882	14
r	4.8664	1.80883	14
l	99.3779	16.99027	14
E	99.0250	5.52586	14

**Correlations**

		P	M1	M2	r	l	E
Pearson Correlation	P	1.000	.714	.657	-.374-	.615	-.247-
	M1	.714	1.000	.995	-.466-	.981	.376
	M2	.657	.995	1.000	-.443-	.992	.448
	r	-.374-	-.466-	-.443-	1.000	-.376-	-.119-
	l	.615	.981	.992	-.376-	1.000	.494
	E	-.247-	.376	.448	-.119-	.494	1.000
	Sig. (1-tailed)	P	.	.002	.005	.094	.010
M1		.002	.	.000	.046	.000	.093
M2		.005	.000	.	.056	.000	.054
r		.094	.046	.056	.	.092	.342
l		.010	.000	.000	.092	.	.036
E		.197	.093	.054	.342	.036	.
N		P	14	14	14	14	14
	M1	14	14	14	14	14	14
	M2	14	14	14	14	14	14
	r	14	14	14	14	14	14
	l	14	14	14	14	14	14
	E	14	14	14	14	14	14

**Variables Entered/Removed<sup>a</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	M1		Stepwise (Criteria: Probability-of-F- to-enter <= .050, Probability-of-F- to-remove >= .100).
2	E		Stepwise (Criteria: Probability-of-F- to-enter <= .050, Probability-of-F- to-remove >= .100).

a. Dependent Variable: P

**Model Summary<sup>c</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	.714 <sup>a</sup>	.510	.469	1711.3556	.510	12.496	1	12	.004	
2	.905 <sup>b</sup>	.819	.787	1085.2074	.309	18.843	1	11	.001	2.010

a. Predictors: (Constant), M1

b. Predictors: (Constant), M1, E

c. Dependent Variable: P

ANOVA<sup>a</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	36597652.614	1	36597652.614	12.496	.004 <sup>b</sup>
	Residual	35144857.543	12	2928738.129		
	Total	71742510.157	13			
2	Regression	58788084.906	2	29394042.453	24.959	.000 <sup>c</sup>
	Residual	12954425.251	11	1177675.023		
	Total	71742510.157	13			

a. Dependent Variable: P

b. Predictors: (Constant), M1

c. Predictors: (Constant), M1, E

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95.0% Confidence Interval for B		Correlations		
		B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound	Zero-order	Partial	Part
1	(Constant)	699.120	1075.335		.650	.528	-1643.833-	3042.073			
	M1	.878	.248	.714	3.535	.004	.337	1.419	.714	.714	.714
	(Constant)	24876.735	5611.433		4.433	.001	12526.054	37227.416			
2	M1	1.155	.170	.940	6.797	.000	.781	1.529	.714	.899	.871
	E	-255.123-	58.773	-.600-	-4.341-	.001	-384.482-	-125.764-	-.247-	-.795-	-.556-

a. Dependent Variable: P

**Excluded Variables<sup>a</sup>**

Model	Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics	
					Tolerance	
1	M2	-5.611 <sup>b</sup>	-4.194-	.002	-.784-	.010
	r	-.052 <sup>b</sup>	-.220-	.830	-.066-	.783
	l	-2.316 <sup>b</sup>	-2.753-	.019	-.639-	.037
	E	-.600 <sup>b</sup>	-4.341-	.001	-.795-	.859
2	M2	-2.897 <sup>c</sup>	-1.303-	.222	-.381-	.003
	r	-.009 <sup>c</sup>	-.062-	.952	-.020-	.779
	l	-.588 <sup>c</sup>	-.615-	.552	-.191-	.019

a. Dependent Variable: P

b. Predictors in the Model: (Constant), M1

c. Predictors in the Model: (Constant), M1, E

الملحق رقم (3) الجداول الإحصائية للنموذج الثاني وفق التحليل الإحصائي باستخدام برنامج الـ SPSS

**Descriptive Statistics**

	Mean	Std. Deviation	N
M.V	14867.1286	9762.39036	14
M1	3918.6571	1911.15807	14
M2	13096.7500	6078.29882	14
r	4.8664	1.80883	14
l	99.3779	16.99027	14
E	99.0250	5.52586	14

**Correlations**

		M.V	M1	M2	r	l	E
Pearson Correlation	M.V	1.000	.815	.769	-.353-	.738	-.109-
	M1	.815	1.000	.995	-.466-	.981	.376
	M2	.769	.995	1.000	-.443-	.992	.448
	r	-.353-	-.466-	-.443-	1.000	-.376-	-.119-
	l	.738	.981	.992	-.376-	1.000	.494
	E	-.109-	.376	.448	-.119-	.494	1.000
	Sig. (1-tailed)	M.V	.	.000	.001	.108	.001
M1		.000	.	.000	.046	.000	.093
M2		.001	.000	.	.056	.000	.054
r		.108	.046	.056	.	.092	.342
l		.001	.000	.000	.092	.	.036
E		.355	.093	.054	.342	.036	.
N		M.V	14	14	14	14	14
	M1	14	14	14	14	14	14
	M2	14	14	14	14	14	14
	r	14	14	14	14	14	14
	l	14	14	14	14	14	14
	E	14	14	14	14	14	14



**Variables Entered/Removed<sup>a</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	M1		Stepwise (Criteria: Probability-of-F- to-enter <= .050, Probability-of-F- to-remove >= .100).
2	E		Stepwise (Criteria: Probability-of-F- to-enter <= .050, Probability-of-F- to-remove >= .100).

a. Dependent Variable: M.V

**Model Summary<sup>c</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	.815 <sup>a</sup>	.664	.636	5886.55689	.664	23.755	1	12	.000	
2	.930 <sup>b</sup>	.865	.841	3896.26160	.201	16.391	1	11	.002	1.617

a. Predictors: (Constant), M1

b. Predictors: (Constant), M1, E

c. Dependent Variable: M.V

ANOVA<sup>a</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	823136826.633	1	823136826.633	23.755	.000 <sup>b</sup>
	Residual	415818624.235	12	34651552.020		
	Total	1238955450.869	13			
2	Regression	1071966051.463	2	535983025.731	35.307	.000 <sup>c</sup>
	Residual	166989399.406	11	15180854.491		
	Total	1238955450.869	13			

a. Dependent Variable: M.V

b. Predictors: (Constant), M1

c. Predictors: (Constant), M1, E

Coefficients<sup>a</sup>

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95.0% Confidence Interval for B		Correlations		
	B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound	Zero-order	Partial	Part
1 (Constant)	-1448.545	3698.834		-.392	.702	-9507.611	6610.521			
M1	4.164	.854	.815	4.874	.000	2.302	6.025	.815	.815	.815
2 (Constant)	79513.464	20146.943		3.947	.002	35170.341	123856.586			
M1	5.092	.610	.997	8.345	.000	3.749	6.434	.815	.929	.924
E	-854.315	211.016	-.484	-4.049	.002	-1318.758	-389.872	-.109	-.774	-.448

a. Dependent Variable: M.V

**Excluded Variables<sup>a</sup>**

Model	Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics	
					Tolerance	
1	M2	-4.384 <sup>b</sup>	-3.653-	.004	-.740-	.010
	r	.034 <sup>b</sup>	.173	.866	.052	.783
	l	-1.670 <sup>b</sup>	-2.220-	.048	-.556-	.037
	E	-.484 <sup>b</sup>	-4.049-	.002	-.774-	.859
2	M2	-1.912 <sup>c</sup>	-.961-	.359	-.291-	.003
	r	.069 <sup>c</sup>	.532	.607	.166	.779
	l	-.090 <sup>c</sup>	-.106-	.917	-.034-	.019

a. Dependent Variable: M.V

b. Predictors in the Model: (Constant), M1

c. Predictors in the Model: (Constant), M1, E

الملحق رقم (4) الجداول الإحصائية للنموذج الثالث وفق التحليل الإحصائي باستخدام برنامج الـ SPSS

**Descriptive Statistics**

	Mean	Std. Deviation	N
T.V	6529.1786	6911.43816	14
M1	3918.6571	1911.15807	14
M2	13096.7500	6078.29882	14
r	4.8664	1.80883	14
l	99.3779	16.99027	14
E	99.0250	5.52586	14

**Correlations**

		T.V	M1	M2	r	l	E
Pearson Correlation	T.V	1.000	.549	.489	-.151-	.484	-.225-
	M1	.549	1.000	.995	-.466-	.981	.376
	M2	.489	.995	1.000	-.443-	.992	.448
	r	-.151-	-.466-	-.443-	1.000	-.376-	-.119-
	l	.484	.981	.992	-.376-	1.000	.494
	E	-.225-	.376	.448	-.119-	.494	1.000
	Sig. (1-tailed)	T.V	.	.021	.038	.304	.040
M1		.021	.	.000	.046	.000	.093
M2		.038	.000	.	.056	.000	.054
r		.304	.046	.056	.	.092	.342
l		.040	.000	.000	.092	.	.036
E		.219	.093	.054	.342	.036	.
N		T.V	14	14	14	14	14
	M1	14	14	14	14	14	14
	M2	14	14	14	14	14	14
	r	14	14	14	14	14	14
	l	14	14	14	14	14	14
	E	14	14	14	14	14	14

**Variables Entered/Removed<sup>a</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	M1		Stepwise (Criteria: Probability-of-F- to-enter <= .050, Probability-of-F- to-remove >= .100).
2	M2		Stepwise (Criteria: Probability-of-F- to-enter <= .050, Probability-of-F- to-remove >= .100).
3	I		Stepwise (Criteria: Probability-of-F- to-enter <= .050, Probability-of-F- to-remove >= .100).

a. Dependent Variable: T.V

**Model Summary<sup>d</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	.549 <sup>a</sup>	.302	.243	6011.67050	.302	5.183	1	12	.042	
2	.808 <sup>b</sup>	.653	.590	4423.22463	.352	11.166	1	11	.007	
3	.883 <sup>c</sup>	.779	.713	3703.62110	.126	5.690	1	10	.038	1.805

a. Predictors: (Constant), M1

b. Predictors: (Constant), M1, M2

c. Predictors: (Constant), M1, M2, I

d. Dependent Variable: T.V

ANOVA<sup>a</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	187301519.641	1	187301519.641	5.183	.042 <sup>b</sup>
	Residual	433682186.423	12	36140182.202		
	Total	620983706.064	13			
2	Regression	405769628.581	2	202884814.290	10.370	.003 <sup>c</sup>
	Residual	215214077.483	11	19564916.135		
	Total	620983706.064	13			
3	Regression	483815613.252	3	161271871.084	11.757	.001 <sup>d</sup>
	Residual	137168092.811	10	13716809.281		
	Total	620983706.064	13			

a. Dependent Variable: T.V

b. Predictors: (Constant), M1

c. Predictors: (Constant), M1, M2

d. Predictors: (Constant), M1, M2, I

Coefficients<sup>a</sup>

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95.0% Confidence Interval for B		Correlations			
	B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound	Zero-order	Partial	Part	
	1	(Constant)	-1253.689			3777.449					
	M1	1.986	.872	.549	2.277	.042	.085	3.887	.549	.549	.549
2	(Constant)	3527.123	3125.963		1.128	.283	-3353.074	10407.320			
	M1	23.805	6.561	6.582	3.628	.004	9.364	38.245	.549	.738	.644
	M2	-6.893	2.063	-6.062	-3.342	.007	-11.434	-2.353	.489	-.710	-.593
3	(Constant)	-77639.019	34127.715		-2.275	.046	-153680.307	-1597.731			
	M1	31.128	6.293	8.608	4.946	.001	17.106	45.150	.549	.843	.735
	M2	-12.812	3.023	-11.267	-4.238	.002	-19.548	-6.076	.489	-.801	-.630
	I	1307.919	548.318	3.215	2.385	.038	86.191	2529.647	.484	.602	.355

a. Dependent Variable: T.V

**Excluded Variables<sup>a</sup>**

Model	Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics	
					Tolerance	
1	M2	-6.062 <sup>b</sup>	-3.342-	.007	-.710-	.010
	r	.135 <sup>b</sup>	.478	.642	.143	.783
	l	-1.473 <sup>b</sup>	-1.200-	.256	-.340-	.037
	E	-.503 <sup>b</sup>	-2.226-	.048	-.557-	.859
2	r	.315 <sup>c</sup>	1.636	.133	.459	.737
	l	3.215 <sup>c</sup>	2.385	.038	.602	.012
	E	.070 <sup>c</sup>	.200	.845	.063	.280
3	r	.145 <sup>d</sup>	.710	.496	.230	.554
	E	.018 <sup>d</sup>	.060	.953	.020	.278

a. Dependent Variable: T.V

b. Predictors in the Model: (Constant), M1

c. Predictors in the Model: (Constant), M1, M2

d. Predictors in the Model: (Constant), M1, M2, l

الملحق رقم (5) الجداول الإحصائية للنموذج الرابع وفق التحليل الإحصائي باستخدام برنامج الـ SPSS

**Descriptive Statistics**

	Mean	Std. Deviation	N
T.R	59.5064	35.22301	14
M1	3918.6571	1911.15807	14
M2	13096.7500	6078.29882	14
r	4.8664	1.80883	14
l	99.3779	16.99027	14
E	99.0250	5.52586	14

**Correlations**

		T.R	M1	M2	r	l	E
Pearson Correlation	T.R	1.000	.795	.747	-.449-	.709	-.074-
	M1	.795	1.000	.995	-.466-	.981	.376
	M2	.747	.995	1.000	-.443-	.992	.448
	r	-.449-	-.466-	-.443-	1.000	-.376-	-.119-
	l	.709	.981	.992	-.376-	1.000	.494
	E	-.074-	.376	.448	-.119-	.494	1.000
	Sig. (1-tailed)	T.R	.	.000	.001	.054	.002
M1		.000	.	.000	.046	.000	.093
M2		.001	.000	.	.056	.000	.054
r		.054	.046	.056	.	.092	.342
l		.002	.000	.000	.092	.	.036
E		.401	.093	.054	.342	.036	.
N		T.R	14	14	14	14	14
	M1	14	14	14	14	14	14
	M2	14	14	14	14	14	14
	r	14	14	14	14	14	14
	l	14	14	14	14	14	14
	E	14	14	14	14	14	14



**Variables Entered/Removed<sup>a</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	M1		Stepwise (Criteria: Probability-of-F- to-enter <= .050, Probability-of-F- to-remove >= .100).
2	M2		Stepwise (Criteria: Probability-of-F- to-enter <= .050, Probability-of-F- to-remove >= .100).

a. Dependent Variable: T.R

**Model Summary<sup>c</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	.795 <sup>a</sup>	.631	.601	22.26068	.631	20.548	1	12	.001	
2	.912 <sup>b</sup>	.831	.801	15.72171	.200	13.058	1	11	.004	2.034

a. Predictors: (Constant), M1

b. Predictors: (Constant), M1, M2

c. Dependent Variable: T.R

ANOVA<sup>a</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	10182.133	1	10182.133	20.548	.001 <sup>b</sup>
	Residual	5946.454	12	495.538		
	Total	16128.588	13			
2	Regression	13409.695	2	6704.848	27.126	.000 <sup>c</sup>
	Residual	2718.892	11	247.172		
	Total	16128.588	13			

a. Dependent Variable: T.R

b. Predictors: (Constant), M1

c. Predictors: (Constant), M1, M2

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95.0% Confidence Interval for B		Correlations		
		B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound	Zero-order	Partial	Part
1	(Constant)	2.123	13.988		.152	.882	-28.354-	32.599			
	M1	.015	.003	.795	4.533	.001	.008	.022	.795	.795	.795
	(Constant)	20.498	11.111		1.845	.092	-3.956-	44.953			
2	M1	.099	.023	.5345	4.224	.001	.047	.150	.795	.787	.523
	M2	-.026-	.007	-.4572-	-3.614-	.004	-.043-	-.010-	.747	-.737-	-.447-

a. Dependent Variable: T.R

Excluded Variables<sup>a</sup>

Model		Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics
						Tolerance
1	M2	-4.572 <sup>-b</sup>	-3.614-	.004	-.737-	.010
	r	-.100 <sup>-b</sup>	-.489-	.635	-.146-	.783
	l	-1.894 <sup>-b</sup>	-2.501-	.029	-.602-	.037
	E	-.434 <sup>-b</sup>	-2.928-	.014	-.662-	.859
	r	.024 <sup>c</sup>	.156	.879	.049	.737
2	l	.025 <sup>c</sup>	.021	.984	.007	.012
	E	-.115 <sup>-c</sup>	-.472-	.647	-.148-	.280

a. Dependent Variable: T.R

b. Predictors in the Model: (Constant), M1

c. Predictors in the Model: (Constant), M1, M2