

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي



BADJI MOKHTAR UNIVERSITY – ANNABA

جامعة باجي مختار عنابة

UNIVERSITE BADJI MOKHTAR -ANNABA

كلية : العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

مخبر الدراسات البيئية والتنمية المستدامة LEEDD

قسم: العلوم الاقتصادية

أطروحة دكتوراه

مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم

أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء أسواق الأوراق المالية
الأردنية دراسة حالة سوق الأوراق المالية

الشعبة: مالية

للطالب: حفيظ عبد الحميد

المدرسة العليا للتجارة
الجزائر العاصمة

التعليم العالي أستاذ

أ.د. براق محمد

مدير أطروحة التخرج:

السنة الجامعية: 2015-2016

أمام أعضاء اللجنة

جامعة عنابة	رئيساً	أ.د. بوقلقول الهادي
المدرسة العليا للتجارة	مقرراً	أ.د. براق محمد
جامعة البويرة	عضواً	أ.د. بوكساني رشيد
جامعة عنابة	عضواً	د. بوريش هشام
جامعة تبسة	عضواً	د. صاطوري الجودي
جامعة عنابة	عضواً	د. ليو محمد لمين

الفهرس العام

أ-ش	.....	الفهرس العام
ص-ض	.....	فهرس الجداول
ط-ع	.....	فهرس الأشكال
غ-ف	.....	الملخص
ق	.....	قائمة المختصرات
01	.....	المقدمة العامة
08	.....	الفصل الأول: سوق الأوراق المالية
09	.....	المبحث الأول : ماهية سوق الأوراق المالية
09	.....	المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية
09	.....	1- تعريف وخصائص سوق الأوراق المالية
09	.....	1-1- تعريف سوق الأوراق المالية
10	.....	1-2- خصائص سوق الأوراق المالية
11	.....	2- متطلبات ومراحل إنشاء سوق الأوراق المالية
11	.....	2-1- متطلبات إنشاء سوق الأوراق المالية
13	.....	2-2- مراحل إنشاء سوق الأوراق المالية
15	.....	3- وظائف سوق الأوراق المالية
15	.....	3-1- الوظيفة التمويلية
15	.....	3-2- الوظيفة التوزيعية
16	.....	3-3- وظيفة توفير السيولة
16	.....	3-4- وظيفة قياس الحالة الاقتصادية للبلد
17	.....	المطلب الثاني: أقسام سوق الأوراق المالية
17	.....	1- السوق الفورية أو الحاضرة
17	.....	1-1- السوق الأولية
19	.....	2-1- السوق الثانوية
21	.....	2 - السوق الآجلة
21	.....	2-1- أسواق حقوق الاختيارات

21	2-2- أسواق العقود المستقبلية.....
21	2-3- أسواق عقود المبادلات.....
22	المطلب الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية
22	1- أركان سوق الأوراق المالية.....
22	1-1- فئة المقرضين أو المستثمرين.....
23	1-2- فئة المصدرين أو المقترضين.....
23	1-3- فئة الوسطاء
24	2- الهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية.....
24	2-1- لجنة عمليات البورصة COB.....
24	2-2- مجلس بورصات القيم CBV.....
25	2-3- شركة البورصات الفرنسية SBF.....
26	المبحث الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية.....
26	المطلب الأول: الأسهم العادية.....
26	1- ماهية الأسهم العادية.....
26	1-1- تعريف الأسهم العادية
27	1-2- خصائص الأسهم العادية
28	1-3- أنواع الأسهم العادية.....
29	2- تقييم الأسهم العادية.....
30	2-1- تحليل عائد ومخاطرة الأسهم.....
32	2-2- نماذج تقييم الأسهم.....
38	المطلب الثاني: السندات
38	1- ماهية السندات.....
38	1-1- تعريف السندات
39	1-2- خصائص السندات.....
39	1-3- أنواع للسندات
41	2- تقييم السندات وتحليل حساسيتها

41	..... 1-2- نموذج القيمة الحالية.
43	..... 2-2- تحليل الحساسية.
45	..... المطلب الثالث: المشتقات المالية.
46	..... 1- عقود الخيارات.
46	..... 1-1- تعريف عقود الخيارات.
46	..... 2-1- أنواع عقود الخيارات.
49	..... 2- العقود المستقبلية.
49	..... 1-2- تعريف العقود المستقبلية.
49	..... 2-2- أنواع العقود المستقبلية.
50	..... 3- تقييم المشتقات المالية.
50	..... 1-3- النموذج ذو الحدين Le modèle binomial.
52	..... 2-3- نموذج بلاك سكولز Black et Scholes.
54	..... المبحث الثالث: كفاءة السوق الأوراق المالية.
54	..... المطلب الأول: مفاهيم عامة حول كفاءة سوق الأوراق المالية.
54	..... 1- تعريف سوق الأوراق المالية الكفاءة وخصائصها.
54	..... 1-1- تعريف سوق الأوراق المالية الكفاءة.
55	..... 2-1- خصائص سوق الأوراق المالية الكفاءة.
56	..... 2- أنواع الكفاءة سوق الأوراق المالية ومرتكزاتها.
56	..... 1-2- أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية.
57	..... 2-2- مرتكزات سوق الأوراق المالية الكفاءة.
59	..... 3- اتجاهات رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.
59	..... 1-3- عمولة السمسرة.
59	..... 2-3- إدخال أدوات مستحدثة للتعامل.
59	..... 3-3- السوق الموحد.
60	..... المطلب الثاني: صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية.
60	..... 1- الصيغة الضعيفة.

60	..... 1-1- مفهوم الصيغة الضعيفة.
61	..... 1-2- اختبار الصيغة الضعيفة للكفاءة.
64	..... 2- الصيغة المتوسطة.
64	..... 1-2- مفهوم الصيغة المتوسطة للكفاءة.
64	..... 2-2- اختبار الصيغة المتوسطة للكفاءة.
68	..... 3- الصيغة القوية
68	..... 1-3- مفهوم الصيغة القوية للكفاءة.
69	..... 2-3- اختبار الصيغة القوية للكفاءة.
71	..... خلاصة الفصل الأول.
72	..... الفصل الثاني: المتغيرات الاقتصادية الكلية وأداء أسواق الأوراق المالية.
73	..... المبحث الأول: متغيرات القطاع الحقيقي وأداء أسواق الأوراق المالية.
73	..... المطلب الأول: النمو الاقتصادي وعلاقته بنشاط سوق الأوراق المالية.
73	..... 1- تعريف النمو الاقتصادي والعوامل المحددة له
73	..... 1-1- تعريف النمو الاقتصادي
75	..... 1- 2- العوامل المحددة للنمو الاقتصادي.
76	..... 2- نظريات النمو
76	..... 1-2- نموذج آدم سميث
77	..... 2-2- نموذج مالتس
78	..... 2-3- نظرية ماركس
78	..... 2-4- نظرية كينز
79	..... 2-5- نظرية روستو
79	..... 2-6- نظرية هارود - دومار
81	..... 2-7- النظرية النيوكلاسيكية
81	..... 2-8- النظرية الحديثة للنمو الداخلي
82	..... 3- علاقة النمو الاقتصادي بأداء سوق الأوراق المالية.
86	..... المطلب الثاني: التضخم وعلاقته بنشاط سوق الأوراق المالية.

86	1- تعريف التضخم وأسبابه.....
86	1-1- تعريف التضخم.....
87	1-2- أسباب التضخم.....
88	2- أنواع التضخم.....
88	1-2- تقسيم التضخم من حيث أسبابه.....
89	2-2- تقسيم التضخم من حيث إمكانية الظهور.....
89	2-3- تقسيمات التضخم من حيث سرعة ارتفاع الأسعار.....
90	3- قياس التضخم.....
90	3-1- الرقم القياسي لأسعار المستهلكين.....
90	3-2- معامل الاستقرار النقدي.....
91	3-3- معيار فائض الطلب.....
91	3-4- معيار الإفراط النقدي.....
91	4- النظريات المفسرة للتضخم.....
92	4-1- نظرية المبادلات.....
93	4-2- نظرية الأرصد النقدية.....
94	4-3- النظرية الكينزية.....
95	4-4- نظرية التضخم الناشئ عن دافع النفقة.....
95	4-5- النظرية المعاصرة لتفسير التضخم.....
95	5- علاقة التضخم بأداء سوق الأوراق المالية.....
99	المبحث الثاني: متغيرات القطاع النقدي وأداء سوق الأوراق المالية.....
99	المطلب الأول: سعر الفائدة وعلاقته بأداء سوق الأوراق المالية.....
99	1- تعريف سعر الفائدة والعوامل المحددة له.....
99	1-1- تعريف سعر الفائدة.....
100	1-2- أنواع أسعار الفائدة.....
101	2- حساب معدلات الفائدة.....
101	1-2-1- سعر الفائدة الاسمي.....

102	..... 2-2- سعر الفائدة الحقيقي
103	..... 2-3- سعر الفائدة السائد في السوق
103	..... 3- نظريات سعر الفائدة
103	..... 3-1- النظرية الكلاسيكية
104	..... 3-2- نظرية الأرصدة النقدية المتاحة
105	..... 3-3- النظرية الكينزية لسعر الفائدة
107	..... 4- العلاقة بين معدل الفائدة وأداء سوق الأوراق المالية
110	..... المطلب الثاني: الكتلة النقدية وأداء سوق الأوراق المالية
110	..... 1- تعريف النقود
110	..... 2- الكتلة النقدية ومختلف العوامل المؤثرة فيها
110	..... 2-1- الكتلة النقدية
112	..... 2-2- العوامل المؤثرة في الكتلة النقدية
113	..... 3- النظريات النقدية
113	..... 3-1- نظرية الطلب على النقود لفريدمان
114	..... 3-2- النظرية النقدية النموذجية
116	..... 4- علاقة الكتلة النقدية بأداء أسواق الأوراق المالية
118	..... المطلب الثالث: أسعار الصرف وأداء سوق الأوراق المالية
118	..... 1- تعريف سعر الصرف محدداته وأنواعه
118	..... 1-1- تعريف سعر الصرف
119	..... 1-2- أنواع سعر الصرف
122	..... 2- النظريات المفسرة لسعر الصرف
122	..... 2-1- نظرية تعادل القوى الشرائية
122	..... 2-2- نظرية تعادل أسعار الفائدة
123	..... 2-3- نظرية كفاءة السوق
123	..... 2-4- النظرية الكمية
123	..... 2-5- نظرية الأرصدة

124	..... 2-6- نظرية تقلبات أسعار الأصول المالية الأجنبية
124	..... 2-7- نظرية الإنتاجية
124	..... 3- العلاقة بين سعر الصرف وأداء سوق الأوراق المالية
125	..... المبحث الثالث: متغيرات قطاع المالية العامة وأداء سوق الأوراق المالية
125	..... المطلوب الأول : النفقات العامة وعلاقتها بأداء سوق الأوراق المالية
126	..... 1- مفهوم النفقات العامة
126	..... 1-1- تعريف النفقات العامة
126	..... 1-2- خصائص النفقات العامة
127	..... 1-3- قواعد النفقات العامة
127	..... 2- تقسيمات النفقات العامة
127	..... 2-1- التقسيمات الاقتصادية
129	..... 2-2- التقسيمات الوضعية
130	..... 3- محددات النفقات العامة وأسباب تطورها
130	..... 3-1- محددات النفقات العامة
131	..... 3-2 أسباب تطور النفقات العامة
132	..... 4- أثر النفقات العامة على أداء الأوراق المالية
134	..... المطلوب الثاني: الإيرادات العامة وأثرها على أداء سوق الأوراق المالية
134	..... 1 - تعريف الإيرادات العامة
135	..... 2 - أنواع الإيرادات العامة
135	..... 2-1- الإيرادات الاقتصادية
136	..... 2-2- الإيرادات السيادية
137	..... 3- علاقة الإيرادات العامة بأداء سوق الأوراق المالية
139	..... المطلوب الثالث: الموازنة العامة وعلاقتها بأداء سوق الأوراق المالية
139	..... 1- تعريف الموازنة العامة
139	..... 2 - خصائص الميزانية العامة
140	..... 3- مبادئ الموازنة العامة

140	4- التوازن الموازي.....
141	4-1- العجز المتراكم.....
141	4-2- الموازنة الدورية.....
141	5- أسباب عجز الموازي وأنواعه.....
141	5-1- أسباب العجز الموازي.....
142	5-2- أنواع العجز الموازي.....
143	6- علاقة العجز الموازي بأداء سوق الأوراق المالية.....
144	..... خلاصة الفصل الثاني
146	..... الفصل الثالث: تحليل تطور سوق الأوراق المالية الأردنية وأهم التغيرات الاقتصادية الكلية.....
147	..... المبحث الأول: نظرة عامة حول نظام سوق الأوراق المالية الأردنية.....
147	..... المطلب الأول: نشأة سوق الأوراق المالية الأردنية وأهدافها
147	..... 1- نشأة سوق الأوراق المالية الأردنية.....
149	..... 2- أهداف سوق عمان للأوراق المالية.....
150	..... المطلب الثاني: الهيئات المنظمة للسوق.....
150	..... 1- هيئة الأوراق المالية الأردنية Jordon Securities Commission.....
151	..... 2 - مركز إيداع الأوراق المالية Securities Depository Center.....
151	..... 3- بورصة عمان - سوق الأوراق المالية Amman Stack Exchange.....
151	..... 3-1- تنظيم بورصة عمان.....
153	..... 3-2- أقسام بورصة عمان.....
154	..... المطلب الثالث: الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية الأردنية ونظام التداول.....
154	..... 1- الأوراق المالية المتداولة.....
155	..... 2- نظام التداول في بورصة عمان.....
155	..... 2-1- التسعير.....
156	..... 2-2- الأوامر.....
157	..... 2-3- نظام التداول الإلكتروني في بورصة عمان.....
158	..... المطلب الرابع : الأرقام القياسية لسوق الأوراق المالية الأردنية.....
158	..... 1- الأرقام القياسية لأسعار الأسهم في بورصة عمان.....

160	..... 2- طريقة الحساب
160	..... 2-1- الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية.
160	..... 2-2- الرقم القياسي العام المرجح بالأسهم الحرة.
161	..... 2-3- الرقم القياسي لأسعار الأسهم غير المرجح.
162	..... المبحث الثاني: تحليل نشاط بورصة عمان للأوراق المالية.
162	..... المطلب الأول: تطور حجم وعدد الأسهم الكلي والقطاعي المتداول في بورصة عمان
163	..... 1- تطور حجم التداول
163	..... 1-1- تطور حجم التداول الكلي والقطاعي في بورصة عمان خلال الفترة 2006-2015
166	..... 1-2- مساهمة القطاعات في حجم التداول في بورصة عمان للأوراق المالية
170	..... 2- تطور عدد الأسهم المتداولة
170	..... 2-1- تطور عدد الأسهم الكلي والقطاعي المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة 2006-2015
172	..... 2-2- تطور مساهمة القطاعات في عدد الأسهم الإجمالي المتداول في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2015
175	..... المطلب الثاني: تطور القيمة السوقية والرقم القياسي للأسعار في بورصة عمان
175	..... 1- تطور القيمة السوقية
175	..... 1-1- تطور القيمة السوقية الكلية والقطاعية في بورصة عمان خلال الفترة 2006-2015
178	..... 1-2- تطور المساهمة القطاعية في القيمة السوقية لبورصة عمان خلال الفترة 2006-2015
180	..... 2- تطور الرقم القياسي
180	..... 2-1- تطور الرقم القياسي المرجح للأسهم الحرة لبورصة عمان خلال الفترة 2006-2015
184	..... 2-2- تطور الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية خلال الفترة 2006-2015
187	..... المبحث الثالث : نظرة تحليلية للاقتصاد الأردني
187	..... المطلب الأول: تحليل القطاع الحقيقي
187	..... 1- الإنتاج
187	..... 1-1- تطور معدل النمو الاقتصادي
192	..... 1-2- التوزيع القطاعي للنمو الاقتصادي
194	..... 1-3- التطور القطاعي للنمو الاقتصادي

198	2- تطور الأسعار.....
201	المطلب الثاني: تحليل القطاع النقدي.....
201	1- تطور الكتلة النقدية.....
205	2- أسعار الفائدة.....
206	3- تطور سعر الصرف.....
208	المطلب الثالث: تحليل قطاع المالية العامة.....
212	خلاصة الفصل الثالث.....
214	الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية الأردنية.....
215	المبحث الأول: استعراض الدراسات السابقة وتوصيف المنهجية المستخدمة.....
215	المطلب الأول: الدراسات السابقة حول العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية ومؤشرات الأداء في أسواق الأوراق المالية.....
215	1- دراسات تأثير المتغيرات الاقتصادية في شكل مجتمع.....
215	1-1- دراسة نورما بيلار وروبنز ريسل Norma Perales et Robins Russell.....
216	1-2- دراسة عبد الرحمان عيسه وآخرون أيضا Abdul Rahman Aisyah et autre.....
217	1-3- دراسة محنامني وسيفنياسيثي Mohanamami.P & Sivagnanasithi.T.....
217	2- دراسات تأثير المتغيرات الاقتصادية في شكل منفرد.....
217	2-1- دراسة محمدديل علام وغازي صلاح الدين Mahmudul Alam et Gazi Salah Uddin.....
218	2-2- دراسة دليك لبلبيس تيكرو وإليك أيكاك Dilek Leblebici Teker et Elcin Aykac.....
218	2-3- دراسة كنجيز تورمن وكقطاي بيزريس Cangiz Torman, Cagatay Busaris.....
218	2-4- دراسة حسن علي خريوش وآخرون Husni Ali Khrawisk et autres.....
219	2-5- دراسة برينو سولنيك Bruno solnik.....
219	2-6- دراسة كرولين قرينتا وآخرون Caroline Greetha et autres.....
219	2-7- دراسة دوقلاسون أوننتور Douglason Onator.....
219	2-8- دراسة للينتا وكيلابورن Lalita Rungsombudpornkul et Kullaporn Limpanithiwat.....
220	2-9- دراسة عبدو الراشد زوبير Abdulrasheed Zubair.....

220	..... Zakri Bello دراسة زاكري بيلو 10-2
220	.....Sazali Abidin et autres دراسة سزالي عابدين وآخرون 11-2
221	.....Noel Dilrukshan Richards & John Simpson دراسة نوال دولريكشن وجون سيمبسون 12-2
221	.....المطلب الثاني: تحديد متغيرات الدراسة
221	.....1- المتغيرات التابعة
221	.....1-1- حجم التداول VT
222	.....2-1- عدد الأسهم المتداولة AT
223	.....3-1- القيمة السوقية VC
223	.....4-1- مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX
224	.....2- المتغيرات المستقلة
224	.....1-2- معدل النمو الاقتصادي CE
225	.....2-2- معدل التضخم INF
226	.....3-2- معدل الفائدة TI
226	.....4-2- الكتلة النقدية M1
227	.....5-2- سعر الصرف TC
228	.....6-2- مجموع النفقات DP
229	.....7-2- مجموع الإيرادات RP
229	.....المطلب الثالث: المنهجية المستخدمة
229	.....1- صياغة النموذج
230	.....2- اختبار جذر الوحدة
230	.....1-2- اختبار ديكي - فولار الموسع
232	.....2-2- اختبار فيلب بيرون
233	.....3- تحليل التكامل المشترك
234	.....4- تحديد معلمات نموذج تصحيح الخطأ
235	.....5- اختبار السببية
235	.....6- اختبار دالة الاستجابة لردة الفعل

- 236المبحث الثاني: اختبار أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على حجم التداول وكمية التداول.....
- 236المطلب الاول: اختبار أثر المتغيرات المستقلة على حجم التداول.....
- 237 1 - اختبار الاستقرارية
- 237 1-1 - اختبار ديكي - فولار الموسع.....
- 238 1-2- اختبار فليب بيرون.....
- 239 2- اختبار جونسن لتكامل المشترك.....
- 240 3- نموذج تصحيح الخطأ.....
- 243 4- اختبار جرانجر للسببية بين المتغير تابع VT والمتغيرات المستقلة.....
- 245 5 - دالة استجابة لرد الفعل للمتغير التابع حجم التداول VT مع المتغيرات المستقلة.....
- 247المطلب الثاني: اختبار أثر المتغيرات المستقلة على كمية التداول.....
- 247 1 - اختبار الاستقرارية
- 247 1-1 - اختبار ديكي - فولار الموسع.....
- 248 1-2- اختبار فليب بيرون
- 249 2- اختبار جونسن لتكامل المشترك.....
- 251 3- العلاقة التوازنية طويلة الأجل.....
- 253 4- اختبار جرانجر للسببية بين المتغير تابع AT والمتغيرات المستقلة.....
- 254 5- دالة استجابة المتغير التابع كمية التداول AT مع المتغيرات المستقلة
- 257المبحث الثالث: اختبار أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على القيمة السوقية ومؤشر الرقم القياسي
المرجح بالأسهم الحرة.....
- 257المطلب الاول: اختبار أثر المتغيرات المستقلة على القيمة السوقية.....
- 257 1 - اختبار الاستقرارية
- 258 1-1 - اختبار ديكي - فولار الموسع.....
- 259 1-2- اختبار فليب بيرون.....
- 260 2 - اختبار جونسن لتكامل المشترك.....
- 261 3 - اختبار جونسن لتكامل المشترك.....
- 264 4- اختبار جرانجر للسببية بين المتغير التابع القيمة السوقية VC والمتغيرات المستقلة.....

265	5- دالة استجابة المتغير التابع القيمة السوقية VC مع المتغيرات المستقلة
267	المطلب الثاني: اختبار أثر المتغيرات المستقلة على مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة.....
267	1- اختبار الاستقرارية
267	1-1- اختبار ديكي - فولار الموسع.....
268	1-2- اختبار فليب بيرون.....
269	2- اختبار جونسن لتكامل المشترك.....
271	3- العلاقة التوازنية طويلة الأجل.....
274	4- اختبار جرانجر للسببية بين المتغير التابع IDX مؤشر الرقم القياسي المرجح والمتغيرات المستقلة
275	5- دالة استجابة المتغير التابع مؤشر الرقم القياسي المرجح IDX مع المتغيرات المستقلة.....
278	خلاصة الفصل الرابع.....
280	الخاتمة العامة.....

قائمة المراجع

الملاحق

فهرس الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
1	حق بائع ومشتري عقد خيار الشراء	47
2	حق بائع ومشتري عقد خيار البيع	48
3	مصفوفة ارتباط بين المؤشرات	85
4	تقدير R^2 للمتغيرات المستقلة الأربعة	118
5	تطور حجم التداول خلال الفترة 2006-2015	163
6	تطور مساهمة القطاعات في حجم التداول خلال الفترة 2006-2015	167
7	تطور عدد الأسهم المتداولة خلال الفترة 2006-2015	170
8	تطور مساهمة القطاعات في عدد الأسهم المتداولة خلال الفترة 2006-2015	173
9	تطور القيمة السوقية خلال الفترة 2006-2015	176
10	تطور مساهمة القطاعات في القيمة السوقية خلال الفترة 2006-2015	178
11	تطور الرقم القياسي المرجح للأسهم الحرة خلال الفترة 2006-2015	181
12	تطور الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية خلال الفترة 2006-2015	184
13	معدلات النمو الاقتصادي بالأسعار الجارية والثابتة خلال الفترة 2006 - 2015	188
14	التوزيع القطاعي للنتائج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة خلال الفترة 2006 - 2014	192
15	تطور معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة لمختلف القطاعات خلال 2006-2014	194
16	تطور معدل التضخم خلال الفترة 2006-2014	199
17	تطور الكتلة النقدية في الأردن خلال الفترة 2006-2014	201
18	تطور أسعار الفائدة في الاقتصاد الأردني خلال الفترة 2006-2014	205
19	تطور أسعار الصرف في الاقتصاد الأردني خلال الفترة 2006-2014	206
20	تطور الإيرادات والنفقات والعجز في الموازنة في الأردن خلال الفترة 2006 - 2015	208
21	نتائج اختبار ديكي - فولار الموسع	237
22	نتائج اختبار فليب بيرون	238
23	نتائج اختبار جونسون لتكامل المشترك	239

240	العلاقة التوازنية طويلة الأجل	24
243	نتائج اتجاه تصحيح الخطأ	25
244	نتائج اختبار جرانجر للسببية بين المتغير التابع VT والمتغيرات المستقلة	26
246	مقدار استجابة المتغير التابع VT مع المتغيرات المستقلة خلال عشرة أشهر	27
248	نتائج اختبار ديكي - فولار الموسع	28
249	نتائج اختبار فليب بيرون	29
250	نتائج اختبار جونسن لتكامل المشترك	30
251	العلاقة التوازنية طويلة الأجل	31
253	نتائج اتجاه تصحيح الخطأ	32
254	نتائج اختبار جرانجر للسببية بين المتغير التابع AT والمتغيرات المستقلة	33
255	مقدار استجابة المتغير التابع AT مع المتغيرات المستقلة خلال عشرة أشهر	34
258	نتائج اختبار ديكي - فولار الموسع	35
259	نتائج اختبار فليب بيرون	36
260	نتائج اختبار جونسن لتكامل المشترك	37
261	العلاقة التوازنية طويلة الأجل	38
263	نتائج اتجاه تصحيح الخطأ	39
264	نتائج اختبار جرانجر للسببية بين المتغير تابع VC والمتغيرات المستقلة	40
266	مقدار استجابة المتغير التابع VC مع المتغيرات المستقلة خلال عشرة أشهر	41
268	نتائج اختبار ديكي - فولار الموسع	42
269	نتائج اختبار فليب بيرون	43
270	نتائج اختبار جونسن لتكامل المشترك	44
271	العلاقة التوازنية طويلة الأجل	45
273	نتائج اتجاه تصحيح الخطأ	46
274	نتائج اختبار جرانجر للسببية بين المتغير تابع IDX والمتغيرات المستقلة	47
276	مقدار استجابة المتغير التابع IDX مع المتغيرات المستقلة خلال عشرة أشهر	48

فهرس الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
1	ربحية بائع ومشتري عقد الشراء	47
2	ربحية بائع ومشتري عقد البيع	48
3	تمثيل لتقنية التصفية	63
4	ردة فعل الأسعار بصدور معلومة جديدة في سوق متوسطة الكفاءة	66
5	سلوك البواقي المتوسطة المجمع في الأشهر التي تسبق الاشتقاق	67
6	سلوك البواقي المتوسطة المجمع يوم الإعلان عن إعطاء التوزيعات	68
7	نموذج تطور الإنتاج عند آدم سميت	77
8	نموذج النمو الاقتصادي عند مالتس	77
9	تغير أسعار الأسهم في ظل التضخم	98
10	النظرية الكلاسيكية وسعر الفائدة	104
11	نظرية الأرصدة النقدية الحاضرة للاقتراض وسعر الفائدة	105
12	توضيح لدالة التفضيل النقدي عند كينز	107
13	المجاميع النقدية المعبرة عن الكتلة النقدية	111
14	تأثير الإنفاق العام على محددات الطلب الكلي الفعّال	132
15	الزيادة التراكمية في الدخل القومي	133
16	شكل توضيحي للعلاقة بين الزيادة في النفقات وزيادة أسعار الأسهم	133
17	الهيكل التنظيمي لبورصة عمان	152
18	تطور حجم التداول الكلي خلال الفترة 2006-2015	164
19	نسبة مساهمة القطاعات في حجم التداول خلال الفترة 2006-2015	167
20	تطور مساهمة قطاعات في حجم التداول خلال الفترة 2006-2015	168
21	تطور عدد الأسهم المتداولة خلال الفترة 2006-2015	171
22	نسبة مساهمة القطاعات في عدد الأسهم المتداول خلال الفترة 2006-2015	173
23	تطور مساهمة قطاعات في عدد الأسهم المتداول خلال الفترة 2006-2015	174

176	تطور القيمة السوقية الكلية خلال الفترة 2006-2015	24
179	نسبة مساهمة القطاعات في القيمة السوقية خلال الفترة 2006-2015	25
179	تطور مساهمة قطاعات في القيمة السوقية خلال الفترة 2006-2015	26
181	تطور الرقم القياسي المرجح للأسهم الحرة خلال الفترة 2006-2015	27
182	تطور الرقم القياسي المرجح للأسهم الحرة للقطاعات خلال الفترة 2006-2015	28
185	تطور الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية خلال الفترة 2006-2015	29
185	تطور الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح لقطاعات خلال الفترة 2006-2015	30
188	معدلات النمو الاقتصادي بالأسعار الجارية والثابتة خلال الفترة 2006 - 2015	31
193	التوزيع القطاعي للنواتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة خلال الفترة 2006 - 2014	32
195	تطور معدلات نمو قطاعات الإنتاج وقطاعات الخدمات خلال الفترة 2006 - 2014	33
199	تطور معدل التضخم خلال الفترة 2006 - 2014	34
202	تطور الكتلة النقدية في الأردن خلال الفترة 2006-2014	35
205	تطور أسعار الفائدة في الاقتصاد الأردني خلال الفترة 2006-2014	36
207	تطور أسعار الصرف في الاقتصاد الأردني خلال الفترة 2006-2014	37
209	تطور الإيرادات والنفقات والعجز في الموازنة في الأردن خلال الفترة 2006 - 2015	38
222	الخصائص الإحصائية لمتغير حجم التداول VT	39
222	الخصائص الإحصائية لمتغير كمية التداول AT	40
223	الخصائص الإحصائية لمتغير القيمة السوقية VC	41
224	الخصائص الإحصائية لمتغير مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX	42
225	الخصائص الإحصائية لمتغير النمو الاقتصادي CE	43
225	الخصائص الإحصائية لمتغير معدل التضخم INF	44
226	الخصائص الإحصائية لمتغير معدل الفائدة TI	45
227	الخصائص الإحصائية لمتغير الكتلة النقدية M1	46
228	الخصائص الإحصائية لمتغير سعر الصرف TC	47
228	الخصائص الإحصائية لمتغير مجموع النفقات DP	48
229	الخصائص الإحصائية لمتغير مجموع الإيرادات RP	49

245	تمثيل دالة استجابة المتغير التابع VT مع المتغيرات المستقلة	50
255	تمثيل دالة استجابة المتغير التابع AT مع المتغيرات المستقلة	51
265	تمثيل دالة استجابة المتغير التابع VC مع المتغيرات المستقلة	52
275	تمثيل دالة استجابة المتغير التابع IDX مع المتغيرات المستقلة	53

ملخص

تمحورت هذه الدراسة حول علاقة تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية المحصورة في معدل النمو الاقتصادي، معدل التضخم، معدل الفائدة، الكتلة النقدية، سعر الصرف، النفقات العامة والإيرادات العامة على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية الأردنية خلال الفترة 2006-2015 بالاعتماد على البيانات الشهرية. وذلك باستخدام اختبار ديكي- فولار الموسع **Dickey-Fuller Augmented** واختبار فليب بيرون **Phillips-Perron** لمعرفة مستوى الاستقرار، كما تم أيضا اعتماد اختبار جونسن **Johansen** للتكامل المشترك لتحديد العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين المتغيرات وتقدير المتجه العام، وكذلك من خلال اختبار نموذج تصحيح الخطأ **Vec** لتحديد العلاقة التوازنية طويلة والقصيرة الأجل بين المتغيرات، كما تم الاستعانة أيضا باختبار جرنجر لسببية **Granger Causality** لتحديد اتجاه السببية بين المتغيرات، ليتم في الأخير دراسة دالة استجابة لرد الفعل بين متغيرات الدراسة.

وقد توصلت هذه الدراسة أن السلاسل البعض منها مستقر المستوى والبعض الآخر مستقرة الفرق الأول، كما أن هناك علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات وفق اختبار جونسن. أما عن طبيعة العلاقة بين المتغيرات، اتضح أن هناك علاقة طردية لكل من معدل التضخم، معدل الفائدة وسعر الصرف وعلاقة عكسية لنمو الاقتصادي، الكتلة النقدية، النفقات العامة والإيرادات العامة بمعظم مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية خلال فترة الدراسة. أما عن علاقة السببية فقد كانت هناك علاقة سببية أحادية في أغلب الأحيان. كما أن مؤشرات أداء السوق تستجيب بعد الشهر الأول للمتغيرات التي تحدث على مستوى المتغيرات الاقتصادية الكلية وفي باقي الأشهر فقد كانت دراجة الاستجابة متفاوتة.

Abstract

This study focused on the relationship of the impact of the overall economic variables confined to the economic growth rate, inflation rate, interest rate, money supply, exchange rate, public expenditure and public revenues on the Jordanian stock market performance indicators during the period 2006-2015 based on monthly data. Using test Augmented Dickey-Fuller and test Phillips-Perron to determine the level stability of the chain, were also to adopt Johansen test for integration to determine the long-term equilibrium relationship between the variables and estimate the year vector, as well as through the test vector error correction to determine long relationship and short-term equilibrium between variables, has also been testing the use of Granger causality to determine the direction of causality between variables, to be in the latter function study in response to the reaction between the variables of the study.

This study has found that some chains, including a stable level and others a stable first difference, as there is a long-term relationship between the variables by teste Johnson. As for the nature of the relationship between variables, it turns out that there is a positive relationship for inflation rate, interest rate and exchange rate and an inverse relationship to economic growth, money supply, public expenditures and public revenues in most stock market performance indicators during the study period. As for the causal relationship there have been a causal relationship mono often. The market performance indicators respond after the first month of the changes that occur at the level of macro-economic variables and in the rest of the months and was a step as varying response.

قائمة المختصرات

- VT: volume de transaction
- AT: nombre d'action transigé
- VC: Capitalisation boursière
- IDX: indice boursier
- CE: Taux de croissance économique
- INF: Taux inflation
- TI: taux d'intérêt
- M1: masse monétaire
- TC: Taux de change
- DP: dépenses publiques
- RP: recettes publiques

المقدمة العامة

1- أهمية البحث

تطورت فكرة وجود أسواق مالية تاريخياً منذ بدأ الإنسان يفكر باستثمار مدخراته ووصوله مرحلة تتطلب وجود مشاريع استثمارية كبيرة تحتاج إلى تمويل أكبر من طاقته الادخارية، الأمر الذي دفع به مع غيره إلى تجميع مدخراتهم للدخول بها في مشاريع استثمارية مهمة الهدف منها تحقيق أهداف تنمية كلية وجزئية على مستوى الاقتصاد.

وأهمية أسواق الأوراق المالية برزت منذ الحرب العالمية الثانية كأثر الغاية منه إحداث التنمية الاقتصادية وتعويض ما خلفته الحرب من دمار، واستمرت هذه الفكرة بالتطور مع التوسع على المستوى العالمي في إنشاء شركات المساهمة التي يشترك في ملكيتها عدد كبير من المساهمين.

وفي الوقت فقد باتت أسواق الأوراق المالية تؤدي دوراً هاماً ووظيفة اقتصادية رئيسية في الاقتصاد الكلي للدول المتقدمة والنامية على حد سواء، كونها تمثل إحدى القنوات التي تعتمد عليها الدول في جذب الفائض من الأموال الغير موظفة والغير معبأة في الاقتصاد الوطني، وتحويلها من أموال عاطلة خاملة إلى أموال موظفة وفعالة تساهم في التنمية الاقتصادية، وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد والشركات في الأوراق المالية على مستوى هذه السوق.

فسوق الأوراق المالية تعتبر وسيلة لتعبئة وتنمية المدخرات وتوفير الموارد الحقيقية اللازمة لتمويل المشاريع المترجمة لخطط التنمية الاقتصادية، كما أنها تمثل حلقة اتصال بين القطاعات المختلفة. وقد باتت تعتبر وسيلة ملحة في أي اقتصاد راغب في التطور، حيث عمدت العديد من الدول النامية خاصة منها التي تعاني من عجز متنامي في موازاناتها وشحه في رؤوس الأموال إلى الاهتمام بها في برامج الإصلاحات الاقتصادية، وذلك من خلال إنشائها وتطويرها وسط مجموعة من التشريعات والتنظيمات اللازمة والقادرة على الحث والتوجيه والاستيعاب الجيد للمدخرات لأغراض الاستثمار المنتج.

ويعتبر الاقتصاد الأردني من الاقتصاديات الحديثة النامية القائمة بشكل رئيسي على قطاع الخدمات التجارية والسياحية وعلى بعض الصناعات الإستراتيجية خاصة منها التحويلية، كما يعرف عنه أنه اقتصاد المعرفة السائر على درب تطوير التعليم والتحرر الاقتصادي المستمر وإعادة الهيكلة الاقتصادية، وقد قام الأردن على نحو متسارع بخصوصية القطاعات المملوكة للدولة لتحقيق هذه الأهداف. ويتسم الاقتصاد الأردني في الوقت الحالي بأنه اقتصاد موجه نحو السوق الحر، بقيادة قطاع خاص نشط يتمتع بملكية أغلب المشاريع ماعدى قطاع التعدين وبعض الصناعات التحويلية والاستخراجية ذات الطابع الاستراتيجي فاهي مملوكة للقطاع

العام. وقد حقق الأردن خلال السنوات الماضية تطوراً منتظماً من خلال تطبيق إصلاحات اقتصادية شاملة وبرنامج إعادة الهيكلة التي أشرف عليها صندوق النقد الدولي.

ولتحقيق التنمية في مختلف القطاعات وتنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي أوصت به خطط التنمية الاقتصادية قام المسؤولون على التنمية في الأردن ببحث إنشاء سوق عمان المالي، حيث قام البنك المركزي الأردني بإعداد دراسات حول إنشاء هذه السوق ومدى الحاجة إليها وذلك بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي، وبناء على ذلك فقد تأسس سوق عمان المالي في عام 1978 كمؤسسة عامة لها شخصية اعتبارية واستقلال مالي وإداري.

وفي الوقت الحالي توجد في الأردن سوق أوراق مالية يتم فيها تداول مختلف الأوراق المالية، حيث ساهمت في إنشاء وفتح رأس مال العديد من الشركات ورفع رأسمال البعض الآخر، وذلك من خلال إصدار الأسهم التي تعتبر محور نشاطها الرئيسي، فنشاط السوق وفعاليتها في تأدية الوظائف المنوطة بها بشكل كفاء يتوقف على وجود بيئة اقتصادية ملائمة تتمتع بقدر من القوة والاستقرار والتوازن ولها القدرة الكاملة على جلب المستثمر. ونظراً لأن مفهوم سوق الأوراق المالية وعلاقته بمختلف المتغيرات الاقتصادية المؤثرة فيها ما زال يكتنفها البعض من الغموض، ومن أجل إزالة هذا الغموض ولإطلاع على واقع تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية للاقتصاد الأردني على أداء سوق الأوراق المالية الأردنية فقد جاءت هذه الدراسة لمعالجة موضوع: أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية - دراسة حالة سوق الأوراق المالية الأردنية -.

2- أسباب اختيار البحث

- اختيار موضوع هذا البحث المعنون بـ " أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية الأردنية - دراسة حالة سوق الأوراق المالية الأردنية -" لم يكن وليد الصدفة، بل كان لأسباب عدة لعل أهمها:
- الغموض واللبس الذي يكتنف موضوع تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي على أداء أسواق الأوراق المالية الأردنية.
 - التدهور والانخفاض الكبير في القيمة السوقية ومختلف مؤشرات الأداء لسوق الأوراق المالية الأردنية بسبب الأزمة المالية العالمية والتحول الاقتصادي في المنطقة.
 - الفجوة الموجودة في مجالات أبحاث ودراسات تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي على أداء أسواق الأوراق المالية.
 - الرغبة والميول الشخصي في تناول البحث في هذا النوع من المواضيع.

3- الهدف من الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى ما يلي:

- محاولة التعريف بسوق الأوراق المالية من خلال أنواعها، خصائصها وكذلك أقسامها ووظائفها والكشف عن الأعوان الاقتصاديين المتدخلين فيها وطرق التعامل بها، ومختلف الهيئات المنظمة لها وبيان شروط نجاحها وكفاءتها.
- محاولة التعريف بالأوراق المالية من خلال مختلف المفاهيم والأدوات والطرق المستخدمة في تقييمها والوقوف على قيمتها الحقيقية.
- محاولة التعريف بمختلف المتغيرات الاقتصادية الكلية وكذلك كيفية تأثيرها على أداء أسواق الأوراق المالية وفق مختلف النظريات والتوجهات الفكرية.
- محاولة الاطلاع على سوق الأوراق المالية الأردنية من حيث الهيئات المنظمة لها والمتدخلة بها وطرق التداول وإجراءات القيد فيها، وأهم أرقامها القياسية.
- تحليل نشاط سوق الأوراق المالية الأردنية وكذلك أداء الاقتصاد الأردني، وطبيعة علاقة تأثير هذه المتغيرات على أداء السوق.
- استخدام أساليب التحليل القياسي للوقوف على طبيعة علاقة تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية الأردنية.

4- إطار الدراسة

تجدر الإشارة أن هذه الدراسة تمسّ تحليل أهم المتغيرات الاقتصادية الكلية في الاقتصاد الأردني ودراسة طبيعة تأثيرها على نشاط سوق الأوراق المالية في الأردن. كما أن هذه الدراسة ستستخدم بعض من أساليب التحليل القياسي من أجل تحديد منهج تأثر المتغيرات التابعة المتمثل أساسا في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية الأردنية والتي تم حصرها حجم التداول، عدد الأسهم المتداولة، القيمة السوقية ومؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة بالمتغيرات المستقلة والمتمثلة في النمو الاقتصادي، معدل التضخم، معدل الفائدة، الكتلة النقدية، سعر الصرف، النفقات العامة، الإيرادات العامة والعجز في الموازنة كمتغيرات اقتصادية كلية في الأردن خلال الفترة الممتدة ما بين 2006 و 2015.

5- إشكالية البحث

أكدت الدراسات التي أجريت في الأردن على ضعف العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأداء سوق الأوراق المالية، ولكن بعد المستجدات التي شهدتها الاقتصاد الأردني في الآونة الأخيرة خاصة بعد الأزمة

المالية العالمية، وأحداث منطقة الشرق الأوسط ستقوم هذه الدراسة بتحديد أثر عدد معتبر من المتغيرات الاقتصادية الكلية على بعض مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية الأردنية، منطلقاً من الإشكالية الموالية:
ما هي طبيعة تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء أسواق الأوراق المالية؟ وما هو واقع هذا التأثير في سوق الأوراق المالية الأردنية؟

ولتوضيح هذه الإشكالية يمكن الاستعانة بالأسئلة الفرعية الموالية:

- ما المقصود بالسوق الأوراق المالية، وكيف يمكن له أن يؤدي الدور المنوط به بشكل كفاء؟ وما هي أهم خصائصها وشروط إنشائها؟
- كيف تأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية؟
- ما طبيعة نظام سير سوق الأوراق المالية الأردنية، ومختلف الأدوات المتداولة فيها؟
- ما هو واقع نشاط سوق الأوراق المالية الأردنية، وأداء الاقتصاد الأردني؟
- ما طبيعة تأثير أداء سوق الأوراق المالية الأردنية بالتحويلات التي تطرأ على المتغيرات الاقتصادية الكلية؟

6- فرضيات البحث

تطلق هذه الدراسة من فرضية عامة مفادها: أن المتغيرات الاقتصادية الكلية لها أثر على أداء سوق الأوراق المالية، وهذا الأثر ينتج عن العلاقة الموجودة بين التحويلات التي تطرأ على الاقتصاد بصفة عامة وانعكاسها على مختلف جزئياته بما فيها سوق الأوراق المالية، كما أن المتحكم في هذه العلاقة هو مدى قدرة أسواق الأوراق المالية على التفاعل والاندماج مع مختلف جزئيات الاقتصاد وكذلك الوضع الاقتصادي العام، فكلما اتجه هذا الوضع نحو عدم الاستقرار كلما عرف أداء سوق الأوراق المالية تأثر واتجه نحو التراجع في النشاط نتيجة التغير في المتغيرات الاقتصادية الكلية التي تترجم هذا الوضع.

من هذه الفرضية العامة يمكن صياغة جملة من الفرضيات الجزئية التي سيجري اختبارها في هذه الدراسة، والمتمثلة فيما يلي:

- تمثل سوق الأوراق المالية ملتقى بين المدخر والمستثمر بشكل مباشر وغير مباشر، ويرتبط الإقبال على الاستثمار فيها على وجود سوق ذو درجة عالية من الكفاءة قادر على استيعاب الأموال المستثمرة بشكل فعال.
- سوق الأوراق المالية لها نفس خصائص أسواق السلع والخدمات الأخرى، كما أن إنشائها لا يتطلب أي شرط من الشروط.

- تعتبر الأوضاع الاقتصادية التي تترجم كمياً في متغيرات اقتصادية كلية تم حصرها في النمو الاقتصادي، معدل التضخم، معدل الفائدة، الكتلة النقدية، سعر الصرف، النفقات العامة، الإيرادات العامة والعجز في الموازنة لها تأثير بأشكال عدة على مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية.

- سوق الأوراق المالية الأردنية من الأسواق الرائدة في المنطقة حيث أنها تؤدي دوراً مهماً في الاقتصاد الأردني، وقد شهدت انفتاح وتطور واضح في نظام تسييرها وعدد الشركات المدرجة وحجم رؤوس الأموال المتداولة فيها والقيمة السوقية.

- عرف الوضع الاقتصادي الأردني تطوراً بشكل إيجابي على أداء سوق الأوراق المالية خلال سنوات الدراسة.

- تتأثر مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية الأردنية بشكل إيجابي بالنمو الاقتصادي وسلباً بالتضخم.

- تتأثر مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية سلباً بالزيادة في أسعار الفائدة والكتلة النقدية وإيجاباً بأسعار الصرف.

- تتأثر مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية إيجاباً بزيادة النفقات العامة وسلباً بزيادة الإيرادات العامة.

7- منهج البحث

بغية إنهاء تطلعات هذه الدراسة سوف يتم اعتماد المنهج المستعملة في جل الدراسات الاقتصادية على العموم، وعليه سوف تنطلق الدراسة وفقاً للمنهج الوصفي في الفصل الأول والفصل الثاني كونهما يحويان معلومات عامة حول سوق الأوراق المالية وأدواتها والكفاءة، وكذلك المتغيرات الاقتصادية الكلية وكيفية تأثيرها على أداء سوق الأوراق المالية، وسيتم أيضاً اعتماد المنهج الوصفي التحليلي قصد أن تكون الدراسة أكثر عمقا وشمولية، كما سيتم كذلك اعتماد منهج دراسة حالة في الفصل الثالث من خلال الوقوف على واقع أداء سوق الأوراق المالية في الأردن وواقع النشاط الاقتصادي، واعتماد المنهج الإحصائي والقياسي في الفصل الرابع للوقوف على طبيعة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأداء سوق الأوراق المالية في الأردن.

8- خطة البحث وهيكله

على ضوء ما سبق تم تقسيم الدراسة إلى أربعة فصول، حيث يتعلق الفصل الأول بسوق الأوراق المالية وسيتم فيه على مستوى المبحث الأول تقديم مفهوم سوق الأوراق المالية من خلال التعريف بها وتحديد أهم خصائصها ومتطلبات ومراحل إنشائها ومختلف أقسامها، كما سيتم أيضاً التعرض إلى تنظيم وأركان هذه السوق والمتدخلين فيها والهيئات المنظمة لها. كما سيتم أيضاً التعرف في المبحث الثاني على أهم الأدوات المالية المتداولة في هذه السوق والمتمثلة أساساً في الأسهم العادية، السندات والمشتقات المالية من خلال تبيان

خصائصها وأصنافها وأهم طرق تقييمها. والمبحث الثالث سيخصص لموضوع كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال تقديم مختلف التعارف الخاصة بها ومختلف خصائصها وأنواعها والمرتكزات التي تقوم عليها أي سوق تنتم بالكفاءة، ومختلف صيغ الكفاءة وطرق اختبارها.

أما الفصل الثاني فسيتم من خلاله الوقوف على كيفية تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية التي تم تقسيمها إلى متغيرات القطاع الحقيقي، متغيرات القطاع النقدي ومتغيرات قطاع المالية العامة على أداء سوق الأوراق المالية من خلال التعرّيج في المبحث الأول على النمو الاقتصادي من خلال تعريفه وذكر أهم خصائصه وأهم النظريات المفسرة له، وكذلك أهم الدراسات التي تعرضت للعلاقة بينه وبين أداء سوق الأوراق المالية، ليتم بعد ذلك دراسة التضخم كمعبر عن اتجاه تحرك الأسعار على مستوى القطاع الحقيقي، وذلك من خلال تعريفه وتناول أهم خصائصه والنظريات المفسرة له، وأهم النظريات التي تتناول علاقته بأداء أسواق الأوراق المالية. كما سيتم على مستوى المبحث الثاني تناول معدل الفائدة بمختلف مفاهيمه، وأهم النظريات المفسرة له وأهم وجهات النظر التي تحدثت عن علاقته بأسعار الأوراق المالية كمعبر عن الأداء، ليتم بعد ذلك تناول الكتلة النقدية بمختلف مفاهيمها وخصائصها والنظريات المفسرة لها وعلاقتها بأسعار الأوراق المالية، وكذلك سعر الصرف ومختلف أنواعه والنظريات الخاصة به وعلاقته بأسعار الأوراق المالية كمعبر عن الأداء. أما على مستوى المبحث الثالث سيتم تسليط الضوء على النفقات العامة بمختلف مفاهيمها وأنواعها وكذلك طرق تأثيرها على أداء سوق الأوراق المالية، وكذلك مفهوم الإيرادات ومختلف تقسيماتها وكيفية تأثيرها على أداء سوق الأوراق المالية، كما أنه سيتم أيضاً تناول العجز في الموازنة ومختلف طرق قياسه وتأثيره على أداء سوق الأوراق المالية.

أما الفصل الثالث فقد تم تخصيصه للوقوف على أهم الظروف المحيطة بإنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية، ومختلف الهيئات والأنظمة التي تسهر على حسن التعامل فيه وذلك على مستوى المبحث الأول، بالإضافة إلى تطور نشاطه خلال فترة الدراسة الممتدة من 2006 إلى 2015، وذلك من خلال تحليل حجم التداول وكمية التداول وتطور القيمة السوقية وحركة المؤشرات فيه في المبحث الثاني. ليتم على مستوى المبحث الثالث الإحاطة بأهم التحولات الاقتصادية في الأردن من خلال تحليل تطور بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية التي تم تقسيمها إلى ثلاث مجاميع قطاعية، وهي متغيرات القطاع الحقيقي ومتغيرات القطاع النقدي ومتغيرات قطاع المالية العامة.

أما الفصل الرابع والأخير سيتم تقسيمه إلى ثلاث مباحث، حيث سيهتم المبحث الأول بالجانب الوصفي للدراسة من خلال التعرض لمختلف الدراسات السابقة في هذا الموضوع، وكذلك التعريف بمتغيرات الدراسة وتبيان مختلف خصائصها الإحصائية وكذلك استعراض المنهجية المستخدمة. أما المبحث الثاني سيتم فيه قياس

وتحليل أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على كل من حجم التداول وكمية التداول في سوق الأوراق المالية الأردنية، كما سيتم تخصيص المبحث الثالث لقياس وتحليل أثر نفس المتغيرات الاقتصادية الكلية على القيمة السوقية والرقم القياسي لأسعار الأسهم في التحليل القياسي للأثر، وذلك من خلال اختبار الاستقرارية وفق اختبار ديكي- فولار ADF الموسع واختبار فليب بيرون PP ليتم بعد ذلك إجراء إختبار جونسن Johansen للتكامل المشترك، وكذلك صياغة النموذج المعبر عن العلاقة التوازنية الطويلة الأجل والنموذج المعبر عن العلاقة التوازنية القصيرة الأجل وفقا لنموذج تصحيح الخطأ Vec، ودراسة العلاقة السببية بين المتغيرات وفق اختبار جرنجر لسببية Granger Causality، ودراسة دالة استجابة المتغيرات التابعة للتغير في المتغيرات المستقلة.

وأخيرا سيتم استعراض نتائج البحث ومختلف الاقتراحات والتوصيات التي سيتم بلوغها.

9- مساهمة البحث

- تعددت المتغيرات الاقتصادية التي تؤثر على أداء أسواق الأوراق المالية، وأخذت إتجاهات مختلفة من حيث التأثير. وقد جاءت هذه الدراسة للمساهمة في الابحاث في هذا السياق من خلال:
- الاحاطة بشيء من الحداثه بواقع نشاط سوق الأوراق المالية الأردنية وذلك خلال الفترة الممتدة من 2006 إلى 2015، وكذلك تحليل أداء الاقتصاد الأردني خلال نفس الفترة.
 - تحديد طبيعة تأثير مجموعة كبيرة من المتغيرات الاقتصادية الكلية مثلت متغيرات القطاع الحقيقي، متغيرات القطاع النقدي ومتغيرات قطاع المالية العامة على معظم مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية الأردنية خلال الفترة 2005 إلى 2015.
 - الاخذ بعين الاعتبار فترة الازمة المالية العالمية وتأثيرها على المتغيرات الاقتصادية الكلية وكذلك مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية الأردنية والعلاقة بينهما.
 - تطبيق أساليب قياسية حديثة لتحديد طبيعة تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية الأردنية، من خلال إستخدام اختبار ديكي- فولار الموسع Dickey-Fuller Augmented، اختبار فليب بيرون Phillips-Perron، اختبار جونسن Johansen، اختبار نموذج تصحيح الخطأ Vec، اختبار جرنجر لسببية Granger Causality ودراسة دالة استجابة لرد الفعل.

الفصل الأول: سوق الأوراق المالية

تعد سوق الأوراق المالية ركنا رئيسيا من أركان السوق التمويلية، ومصدر من مصادر الأموال التي تحتاجها الشركات لتمويل أنشطتها المختلفة، مما يجعل منها أحد أهم الركائز المساعدة على تحقيق النمو الاقتصادي والرفاهية الاقتصادية للمجتمع. وقد باتت أسواق الأوراق المالية في وقتنا الحاضر تؤدي دور هام في النظم الاقتصادية الحديثة خاصة منها التي تعتمد على نشاط القطاع الخاص والعام بشكل سواء، وذلك من خلال مساهمتها في تطوير وتنويع القاعدة الإنتاجية بشكل يكفل تحقيق النمو المتواصل للاقتصاد، بالإضافة للمساهمة في جذب الاستثمار الأجنبي بمختلف أنواعه وزيادة فعالية وأداء السياسة المالية والنقدية في التأثير على النشاط الاقتصادي، بشكل ينعكس إيجابا على المتغيرات الاقتصادية الكلية التي تساهم في إعادة تفعيل نشاط سوق الأوراق المالية وفق حلقة متواصلة.

وبذلك فسوق الأوراق المالية هي عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين أصحاب الفوائض وأصحاب العجز المالي، حيث يقوم في هذه السوق الأفراد والشركات باستثمار أموالهم بغرض الحصول على عوائد وفقا لشروط وإجراءات وطرق خاصة للتعامل. وحتى تتمكن هذه السوق من تحقيق هذه الغاية يفترض أن تتوفر فيها جملة من السمات التي تضي عليها صفة الكفاءة.

وللتعرف على سوق الأوراق المالية أكثر وبشكل من التفصيل، سيتم في هذا الفصل تناول مفهوم سوق الأوراق المالية ومختلف أقسامها والأدوات المتداولة فيها بمختلف أصنافها وطرق تقييمها، كما سيتم أيضا تناول موضوع كفاءة سوق الأوراق المالية بشيء من التفصيل، وذلك من خلال المباحث الثلاثة الموالية:

- ❖ ماهية سوق الأوراق المالية؛
- ❖ أدوات سوق الأوراق المالية؛
- ❖ كفاءة سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول : ماهية سوق الأوراق المالية

لقد ظهرت سوق الأوراق المالية كثمرة لفكرة آدم سميث المتجلية في النظرية التي تقوم على مبدأ تخصص وتقسيم العمل بما يكفل زيادة الكفاءة على مستوى الاقتصاد بصفة عامة، وبشكل يساهم في زيادة سعة هذه السوق وكبر حجمها. وقبل التكلم عن هذه السوق وربطها بالموضوع يرتئى من خلال هذا المبحث التعرّيج على جملة من المفاهيم من خلال التعريف بها وتحديد أهم خصائصها ومتطلبات ومراحل إنشائها ومختلف أقسامها، كما سيتم أيضا التعرض إلى تنظيم وأركان هذه السوق والمتدخلين فيها والهيئات المنظمة لها، من خلال المطالب الموالية:

- مفهوم سوق الأوراق المالية؛
- أقسام سوق الأوراق المالية؛
- تنظيم سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية

يتم التعرض إلى مختلف المفاهيم الخاصة بسوق الأوراق المالية من خلال مايلي:

1- تعريف وخصائص سوق الأوراق المالية

يتم إبراز أهم تعاريف سوق الأوراق المالية وخصائصها فيمايلي:

1-1- تعريف سوق الأوراق المالية

يوجد عديد من التعاريف لسوق الأوراق المالية وقبل التعرض إلى أهمها لابد من الوقوف على أهم تسميتها التي وردت في معجم الأسواق المالية، فهناك من يسميها "سوق الأسهم والسندات"، وهناك من يطلق عليها "بورصة الأوراق المالية".¹ ووفق ما جاء في القاموس التحليل الاقتصادي كذلك فإنها تسمى "سوق تداول الأسهم والسندات وفق آليات العرض والطلب".²

¹- Y. Simon, (1997):Encyclopédie des marchés financiers, Editions economica, Paris, pp: 230-234.

²-B.Guerrien, (2002):Dictionnaire d'analyse économique, Editions la découverte, Paris, p: 324.

أما عن تعريفها، فقد عرفت على أنها "سوق تداول الأوراق المالية، وفيها تنتقل الأموال من الأفراد والشركات المدخرين إلى الشركات المستثمرة من خلال أدوات مالية متوسطة وطويلة الأجل أهمها الأسهم والسندات".¹

كذلك تعرف بأنها تلك السوق المنظمة التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية مثل الأسهم والسندات وفقاً لقواعد خاصة بكل سوق وبكل بلد، على الرغم من تشابه المبادئ العامة، وتتحدد فيها الأسعار وفقاً للعرض والطلب.²

كذلك عرفت بأنها: سوق تتعقد في مكان معين للتعامل ببيعاً وشراءً لمختلف الأوراق المالية وفقاً لقواعد خاصة بكل سوق.³

كما عرفت أيضاً بأنها سوق تتعقد وفق آليات وقواعد للتعامل الشرعي، لبيع وشراء مختلف الأوراق المالية وغيرها من الأدوات المالية، وتهدف إلى تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة بشكل يسهم في تسيير الخطر.⁴

ويلاحظ على التعاريف الواردة لسوق الأوراق المالية أن بعضها قصر التعامل فيها على الأسهم والسندات دون الأدوات الأخرى، وبعضها الآخر قصر سوق الأوراق المالية على التداول دون الأخذ في الاعتبار إصدار الأوراق المالية. أما البعض الآخر يقصر التداول فيها على المكان المحدد والمغلق دون الأخذ بالتقنيات الحديثة للتداول والتي جعلت من السوق الأوراق المالية فضاء واسع للتعامل لا يحكمه منطق الجغرافيا.

ومن ثمة يمكن تعريف سوق الأوراق المالية بأنها "سوق تصدر فيها الأوراق المالية السليمة بقيمة اسمية محددة ليتم تداولها بين المتعاملين بالقيمة السوقية - بيع وشراء -، على نحو يشكل إحدى القنوات الرئيسية المباشرة التي ينساب عن طريقها المال، بهدف تعبئة المدخرات وتنميتها وتهيتها للمجالات الاستثمارية التي يحتاجها الاقتصاد مع المحافظة على عنصر السيولة.

1-2- خصائص سوق الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى، وهي:⁵

- يعبر سوق الأوراق المالية عن حقيقة السلوك القطيعي الذي يميز تصرفات جمهور المستثمرين في مكان ووضع معين.

¹ - محمد عبده محمد مصطفى، (1998): تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، مصر، ص: 2.

² - أحمد بوراس، (2002): أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، ص: 74.

³ - محفوظ جبار، (2002): أسواق الأوراق المالية، دار هومة، الجزائر، ص: 88.

⁴ - بريان كويل، (2006): نظرة عامة على الأسواق المالية، الدار الفاروق، مصر، ص: 7.

⁵ - جويدان الجمل، (2002): الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، ص: 56.

- سوق الأوراق المالية يتسم بكونه أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى.
- تتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل، بما يكفل توفير السيولة.
- يتم التداول في هذه السوق بتوفير المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.
- التداول في سوق الأوراق المالية خاصة الثانوية منها يتم من خلال وسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية.
- سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة وإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات.
- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفير المعلومات اللازمة ولاتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

2- متطلبات ومراحل إنشاء سوق الأوراق المالية

يتطلب إنشاء سوق الأوراق المالية في معظم دول العالم جملة من المتطلبات تعتبر بمثابة المقومات الأساسية لتصبح فعالة وقادرة على تحقيق الأهداف المنوطة بها، كما تتطلب إقامتها أيضاً المرور بمراحل تعتبر بمثابة محطات تكتسب فيها السوق قوتها.

2-1- متطلبات إنشاء سوق الأوراق المالية

هناك العديد من المتطلبات الواجب توفيرها لإنشاء سوق أوراق مالية تتمشى مع الدور المنوط بها، وهو جمع الادخار وتوجيهه للاستثمار، وكذلك تحقيق الاستقرار لزيادة حجم التعامل وجذب متعاملين بشكل مستمر، ومن هذه المتطلبات يوجد:¹

- ضرورة توفر فلسفة اقتصادية واضحة قادرة على تحريك النشاط الاقتصادي في ظل اعتبارات الكفاءة الاقتصادية والكفاءة التنظيمية، وتؤمن بأهمية دور جميع القطاعات -بما فيها القطاع الخاص- في عملية التنمية وتنشيط الدورة الاقتصادية.

- توفر مناخ صالح وجيد للاستثمار قائم على عامل الثقة وعامل التنظيم بشكل يضفي المرونة وبساطة الإجراءات، يشجع الأفراد والمؤسسات على إنشاء شركات مساهمة على المستوى المحلي أو الدولي في إطار الشراكة.

¹ - مأمون إبراهيم السيد، (1988): "أسواق الأوراق المالية العربية: واقعها وإمكانيات تطويرها والربط فيما بينها"، سلسلة الدراسات الاستثمارية، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، الكويت، ص: 9.

- حمزة محمود الزبيدي، (2001): الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق، الأردن، ص: 139-140.

- سامي عفيفي حاتم، (1994): التجارة الخارجية بين التنظير والتنظيم، ط2، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، ص: 233.

- وجود حجم كاف من المدخرات المعروضة للاستثمار من خلال أجهزة السوق، في مقابل وجود طاقة استيعابية معقولة قادرة على استيعاب رأس المال المعروض، من خلال توفير مشاريع ذات جدوى اقتصادية وريح معقول.

- وجود وعي ادخاري في أوساط الجمهور يسمح بتخصيص جزء من المداخيل على أوجه استثمارات مختلفة، بما فيها الاستثمار في الأوراق المالية يكفل تغطية طلب وحدات العجز، ويمكن قياس هذا الأداء من خلال حجم الادخار ونسبته إلى الناتج الوطني.

- زيادة معدل النمو الاقتصادي للدولة واستقرار سياستها الاقتصادية والنقدية والسياسة الائتمانية المصرفية.

- وجود مؤسسات مالية ومصرفية تؤدي خدمات مصرفية تشمل على كافة الاختصاصات، لتؤدي دورها في عدة اتجاهات من أهمها تعبئة المدخرات وتوليد الفرص الاستثمارية، فضلا عن قيامها بإدارة المحافظ المالية لصالحها أو لصالح الغير.

- تنوع الأوراق المالية ذات المزايا المختلفة من أجل ضمان التوسع والفاعلية للسوق، وإتاحة الفرصة أمام المستثمرين للمفاضلة واختيار أداة الاستثمار المناسبة، والتي تتماشى مع مصالحهم واتجاهاتهم ومعتقداتهم لدرجة تجعلهم يفضلون توظيف مدخراتهم في الأصول المالية دون الأصول الحقيقية، بالإضافة إلى إعطاء السوق درجة حركية عالية مع تقليص المخاطر.

- وجود إطار تشريعي وتنظيمي مرن قادر على التطور باستمرار للتكيف مع التغيرات المستجدة، مع توفير الحماية اللازمة لحقوق المتعاملين.

- وضع روابط قانونية وتنظيمية وإدارية تحد من عمليات المضاربة على الأوراق المالية المتداولة في السوق والتي تهدد الوضع المالي للبلاد، وذلك حتى لا تكون سوق الأوراق المالية عاملا من عوامل عدم الاستقرار الاقتصادي في الدولة.

أما بخصوص شروط نجاح سوق الأوراق المالية فيمكن تلخيصها في النقاط التالية:¹

- إنشاء جو من الثقة بين المتعاملين في الأوراق المالية المتداولة في السوق بوضع الروابط والآليات اللازمة لضمان سلامة وحماية المستثمرين وتنمية الوعي الاستثماري.

- توفير الخبرات والكفاءات القادرة على إنشاء وإدارة الشركات العاملة في تداول الأوراق المالية والسماسة وصانعي السوق والمختصين في التداول والتسويق.

¹ - محمد عثمان إسماعيل حميد، (1993): أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، القاهرة، ص: 89.

- علي كنعان، (2008-2009): الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، دمشق، ص: 40-44.

- حمزة محمد الزبيدي، المصدر سبق ذكره، ص: 142.

- حسن الإدارة والتنظيم من خلال وضع تنظيمات وإجراءات علمية واضحة تستطيع من خلالها مراقبة سير العمل وضمان النجاح خاصة في وضع حد لتلاعب بأسعار الأوراق المالية.
- إعادة تقييم الأوراق المالية التي بحوزة المتعاملين في سوق الأوراق المالية، حتى تتلاءم قيمتها الاسمية مع الأسعار الحالية والتضخم، بما يساعد على انتشار مقومات الثقة في السوق.
- تحقيق التوازن بين حركة الأموال المستثمرة في الأوراق المالية المتداولة ووسائل الاستثمار المتاحة، بما يكفل تحقيق التوازن بين العائد المحقق من الأوراق المالية والفوائد على الودائع في البنوك.
- تدعيم سوق الأوراق المالية بوسائل الاتصال المتطورة، وخلق شبكة متطورة للتداول وكذا قاعدة بيانات لحفظ وتخزين البيانات والمعلومات واسترجاعها. وذلك للاستقرار وتخفيف حجم الانحرافات في السوق وتنشيطها.
- النشر الكامل والصحيح للمعلومات المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات المصدرة للأوراق المالية بشكل يمكن المتعاملين في السوق من ترشيد قراراتهم الاستثمارية، كما يؤدي إلى تعميق ثقة الجمهور بعمليات السوق وإلى استقطاب مشاركة أوسع من طرفهم.
- ضرورة استكمال برامج الإصلاح الاقتصادي والتحول إلى الاقتصاد الحر، وتوفير وتنمية حد أدنى من الاستقرار الاقتصادي والسياسي للدولة، وتخفيف القيود الرقابية على السوق المالية بما فيها القيود الجبائية.

2-2- مراحل إنشاء سوق الأوراق المالية

تمر نشأة سوق الأوراق المالية بخلق كل من سوق الإصدار وسوق التداول الذين يمثلان محطتي تداول الأوراق المالية وهي:

2-2-1- نشأة سوق الإصدار

تنشأ سوق الإصدار بمجرد تغذية السوق من طرف أصحاب الحاجة بالإصدارات المختلفة من الأوراق المالية، وما يتطلبه ذلك من ضرورة إطلاع البنوك والمؤسسات المالية بدور في ترويج الإصدارات الأولية والاكتتاب فيها.

وتمر نشأة هذه سوق الإصدار بالمرحلة الموالية:

2-2-1-1- إصدار الأوراق المالية

بعد توسعت الاحتياجات التمويلية للشركات وبلوغها أحجاما تجاوزت في كثير من الأحيان مقدرة فرد واحد أو عائلة واحدة، صار لابد من أن تحل المؤسسة الجماعية محل المؤسسة الفردية، وذلك بظهور شركات

المساهمة ذات الاحتياجات الضخمة للموارد المالية، فقامت هذه الأخيرة بإصدار أوراق مالية ممثلة في الأسهم والسندات التي تطرحها للاكتتاب العام.¹

2-1-2-2- مساندة البنوك والمؤسسات المالية لسوق الإصدار

بالرغم من أن سوق الإصدار قد نشأت بحكم الضرورة التي يطلبها التوسع الكبير في إنشاء شركات المساهمة، التي لم تتوانى في البحث عن مدخرات الأفراد وتعبئتها لتمويل توسعاتها، وكذا التوسع في الديون السيادية لتمويل احتياجات الحكومات، إلا أنه ليس لشركات المساهمة والحكومات قدرة على إصدار الأوراق المالية في كل الأحوال بل كثيرا ما تلجأ إلى البنوك والمؤسسات المالية لتقوم بالدراسات الفنية لهيكل تمويل الشركات، وتحديد الحجم الأمثل ونوعية الأموال المطلوبة من طرف الشركات والحكومات، وتقييم الإصدار لتقديم الضمانات الكفيلة بحماية الجمهور، وإدارة عملية تسويقها.

2-2-2-2- نشأة سوق التداول

نشأت أسواق التداول في أغلب دول العالم، بفعل عاملين هما: الحاجة إلى السيولة والحاجة إلى التنظيم.

2-2-2-2-1- الحاجة إلى السيولة

لا يوجد من بين المستثمرين أفرادا كانوا أو مؤسسين من يفضل فقدان السيطرة على مدخراته لفترات طويلة، فمع مرور الوقت تبرز لا محالة حاجة مؤسسي شركات الأموال والمستثمرين إلى السيولة، ونظرا لكون العلاقة بينهم وبين شركاتهم هي علاقة مالية بحتة تتحدد بمقدار قيمة الأسهم التي يملكونها، فإن فرص التنازل عن ما في حوزتهم من أسهم ممكنة، يتوقف على توافر أماكن اللقاء بين هؤلاء الراغبين في السيولة وبين من لهم القدرة على تقديمها.

2-2-2-2-2- الحاجة إلى التنظيم

ازداد مع مرور الزمن تنوع التعامل في الأوراق المالية داخل سوق منظمة نوعا ما، ولكن سرعان ما أصبح هذا النظام مهددا بفعل الأساليب الاحتياالية التي أصبح يمارسها بعض المتعاملين في السوق للحصول على الربح غير المشروع والإثراء السريع، وبالفعل أمكن للكثيرين أن يحققوا أموالا طائلة، وبدأت المشاكل والتعقيدات تتفاقم، الأمر الذي أدى إلى تدخل المؤسسات لتنظيم عمل هذه الأسواق لحماية الاقتصاد وتأمين الحماية لمصالح صغار المدخرين، وذلك بسن القوانين والتشريعات اللازمة.²

¹ - حسن وفاء محمد عبد الباسط، (1996): بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، مصر، ص: 7.

² - زينب حسين عوض الله، (1994): اقتصاديات النقود والمال، الدار الجامعية، مصر، ص: 194.

3- وظائف سوق الأوراق المالية

يمكن تلخيص أهم وظائف سوق الأوراق المالية فيما يلي:

3-1- الوظيفة التمويلية

سوق الأوراق المالية هي مصدر رئيسي لتمويل الاستثمارات المتوسطة وطويلة الأجل للشركات سواء خاصة أو عامة، كما تمثل أيضا مصدر تمويل عجز الدولة، وذلك من خلال إصدار الأسهم والسندات التي يفتتها الأفراد والمؤسسات. فبذلك تؤدي دورا هاما في تمويل عمليات تأسيس شركات جديدة من جهة، وفي تمويل زيادة أصول الشركات القائمة من جهة أخرى، الأمر الذي يترتب عليه زيادة معدلات النمو والأرباح ومن ثم تحقيق التمويل اللازم لعملية التنمية. خاصة بعدما بنت تؤدي دورا منافسا للجهاز المصرفي، حيث أظهرت دراسة لصندوق النقد الدولي عام 1997 أن استحداث أدوات جديدة في الأسواق المالية لدول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OCDE قد أدى إلى انخفاض كبير في تكاليف الوساطة من خلال الاستعاضة عن الإئتمانات المصرفية بعمليات توريق مباشرة¹.

وعلى الرغم من مما روج عن المخاطر التي تواجه الشركات في اعتمادها على هذه السوق في تمويل عملياتها، إلا أنها مازالت تشارك بقسط وافر في تمويل مختلف الاستثمارات بعد ما ظلت مساهمتها متواضعة لزمنا طويل مقارنة بتلك التي كان يقدمها الجهاز المصرفي، والحصة التي تمثلها على مستوى الاقتصاد الكلي هي في زيادة مستمرة².

3-2- الوظيفة التوزيعية

ويقصد بالوظيفة التوزيعية ما يمكن أن تحدثه سوق الأوراق المالية من تغييرات هيكلية على مستوى القطاعين العام والخاص، وذلك بتسهيل النمو الخارجي للمشاريع أو ما يسمى بتحويل الهياكل الصناعية، وأيضا بتحويل ملكية الشركات العمومية إلى القطاع الخاص بمعنى خوصصة هذه الشركات.

وتتم عملية تحويل الهياكل الصناعية أو ما يعرف أيضا بالنمو الخارجي للمشاريع[♦]، بتحقيق نمو من خلال حيازة الرقابة أو الإشراف على عوامل إنتاج تابعة قانونا لشركة أخرى، وذلك بأخذ مشاركات -المساهمة- في هذه الشركات، والتي يمكن أن تصل إلى حد تغيير شخصيتها المعنوية أو ذمتها المالية. مثل هذه العمليات

¹ - حمزة محمود الزبيدي، المصدر سبق ذكره، ص: 137.

- مأمون إبراهيم السيد، المصدر سبق ذكره، ص: 2.

² - A. Choinel et G. Rouyer, (2002): Le marché financier: structures et acteurs, 8^{ème} édition, Revue banque édition, Paris, pp: 33-34.

[♦] - ويمكن تعريف النمو الخارجي بأنه: "أسلوب بواسطته يمكن أن تطور شركة وضعها الصناعي والتجاري بطريقة غير مباشرة بالإشراف على شركة. أو شركات أخرى. بدون أن توسع بطريقة مباشرة أصولها التجارية أو الصناعية"

يمكن أن تمول من خلال إصدار أوراق مالية دون ضرورة اللجوء إلى الموارد المالية للشركة، ويمكن إنجاز ذلك بسهولة كبيرة عندما تكون أسهم الشركة المستهدفة محل تسعير في سوق الأوراق المالية¹.

أما عن عملية الخصخصة تتم بتحويل الشركات العمومية نحو القطاع الخاص. وتشير تجارب الخصخصة في دول العالم[♦]، بأن البرامج الناجحة لعملية الخصخصة كانت مرتبطة بوجود سوق أوراق مالية منظم وكبيرة بما يسمح استيعاب الأوراق المالية لشركات المراد خصصتها، في حين أن أسواق الاقتصاديات التي تمر بتحول من الاقتصاد الاشتراكي إلى اقتصاد السوق تعاني ضعف وعدم توافر بنية أساسية مما أدى إلى إعاقة عملية الخصخصة أو عدم استيعابها، العديد من الاقتصاديات الأوربية تتبنى جملة من القوانين التي تفرض وتنظم عملية الخصخصة تزمنا مع إتخاذ إجراءات من شأنها تطوير سوق الأوراق المالية².

3-3- وظيفة توفير السيولة

يتميز الاستثمار في سوق الأوراق المالية مقارنة بأشكال الاستثمار الأخرى، خاصة في الأصول الحقيقية بأنه استثمار قابل للتحويل إلى سيولة في الحال، حيث بإمكان حائزي الأوراق المسعرة في البورصة إعادة بيعها إلى مستثمرين آخرين، بفضل آليات سوق الأوراق المالية التي تسمح بتحقيق التوافق المطلوب بين العرض والطلب على الأوراق. وبذلك فعنصر السيولة في سوق الأوراق المالية يمثل حافزا مهما على الاستثمار، إذ على الرغم من أن شراء الأوراق المالية يدخل في عداد الاستثمارات الطويلة الأجل، إلا أن السوق الثانوية للأوراق المالية تتيح إمكانية تحويل الاستثمارات الطويلة الأجل إلى استثمارات سائلة عن طريق التداول في هذه السوق³.

3-4- وظيفة قياس الحالة الاقتصادية للبلد

تعتبر سوق الأوراق المالية مؤشرا للحالة الاقتصادية العامة، فهي أداة يمكن من خلالها قياس قوة الاقتصاد الوطني على المدى الطويل أو القصير، باعتبارها حساسة بشكل كبير اتجاه الأحداث الاقتصادية والسياسية والاجتماعية التي يمكن أن تحصل في مختلف بقاع العالم، ومن أمثلة ذلك انتشار معلومات مفادها

¹- B.Jacquillat et B.Solink, (2002): Marchés financiers: gestion de portefeuille et des risques, 4^{ème} édition, Dunod, Paris, P: 11.

[♦] خاصة دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OCDE، ودول أمريكا اللاتينية التي اتخذت من سوق الأوراق المالية طريقا رئيسيا لبيع أكبر شركاتها العمومية.

²- سعد الرخ، (يونيو 1997): دور الأسواق المالية العربية، في تنفيذ برامج الخصخصة، مجلة البورصات العربية (20)، ص: 23.

- D. Vitrac, (2006): Tout savoir sur la bourse, 7^{ème} édition, Gualino éditeur, Paris, pp: 101-102.

³- عبد الباسط وفا محمد حسن، المصدر سبق ذكره، ص ص: 135-136.

- محسن خان وعباس ميراخور، (2003): الإدارة النقدية في اقتصاد إسلامي، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي (14)، المملكة العربية السعودية، ص: 15.

احتمال وقوع حرب أو قطع علاقات دبلوماسية فإنه قد يؤثر على أسعار الأوراق المالية، ومن ثم على السوق ونشاطها بشكل عام.¹

بالإضافة إلى أن مؤشرات سوق الأوراق المالية يمكن اعتبارها عنصرا مفسرا للاقتصاد، خاصة في الحالات التي تزول فيها أعراض التغيرات الفصلية والعشوائية المرتبطة بالأسعار، والتي غالبا ما تكون قصيرة الأجل، كما أن الانخفاض المستمر لأسعار الأوراق المتداولة يمكن تفسيره بسحب الثقة من الاقتصاد وهو الأمر الذي ينبه بوقوع أزمة في المستقبل.

المطلب الثاني: أقسام سوق الأوراق المالية

تتكون سوق الأوراق المالية من سوقان فرعتان متكاملتان فيما بينهما، يمكن التمييز بينها على أساس طبيعة العمل أو طبيعة العمليات، وهذان السوقان هما:[♦]

- السوق الفورية أو الحاضرة؛
- السوق الآجلة.

1- السوق الفورية أو الحاضرة

وهي الأسواق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بصورة فورية بين البائعين والمشتريين.

وتنقسم الأسواق الحاضرة إلى سوقان هما:

- السوق الأولية؛

- السوق الثانوية.

1-1- السوق الأولية

يمكن تعريف السوق الأولية بأنها السوق التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية وبين المكتتب الأول فيها، وبهذا فهي سوق تتجمع فيها المدخرات الخاصة لتحويلها إلى استثمارات لم تكن موجودة من قبل.²

وتعرف أيضا السوق الأولية بسوق الإصدار أي تلك السوق التي يتم فيها خلق -أو بيع- الأوراق المالية المصدرة لأول مرة، فهي أداة يمكن من خلالها لكل مستثمر -سواء كان يريد أن يصبح مساهما أو مقرضا-،

¹ - محمد براق، (1998): بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، الجزء الأول، رسالة درجة دكتوراة الدولة في العلوم الاقتصادية غير منشورة، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، ص: 110.

[♦] - تم اعتماد هذا التقسيم على أساس طبيعة العمليات الممارسة في كل قسم من أقسام سوق الأوراق المالية.

² - مصطفى رشيد شبيحة، (1996): اقتصاديات النقود والمصارف المالية، ط6، دار المعارف الجامعية، مصر، ص: 510.

تحويل سيولة ذات الدرجة الأولى إلى نوع جديد من السيولة وهي السيولة ذات الدرجة الثانية أو المجمدة -أسهم وسندات-، يمكن من خلالها تحقيق عائد.

في غالب الأحيان يعتمد في هذه السوق على مؤسسات متخصصة في عرض الإصدارات الأولية للأوراق المالية، ويطلق عليها اسم بنكير أو بنك الاستثمار مثل قودمن ساش J.P.Morgan و Gohdman Sachs جبي كورفن و أبن أمرو Abn-Amro، حيث تضطلع بمهمة تصنيف أنسب الأوراق المزمع إصدارها، وكذا أنسب التوقيت للإصدار والسعر والكمية وهذا وفق أسلوب غير مباشر. أما وفق أسلوب مباشر تتصل جهة الإصدار مباشرة بالمستثمرين المحتملين لتسويق إصدارها. ويعتمد في تغطية الإصدارات في هذه السوق على مجموعة من المتدخلين، من بينهم المدخرين، الوسطاء الماليون وبيوت السمسة.¹

كما أن هذه السوق ليس لها مكان محدد ولا تخضع لقوانين العرض والطلب، لأن المصدرين يحددون الأسعار بأنفسهم.

وبذلك فإن السوق الأولية تقدم للوحدات الاقتصادية العاجزة ماليا مصادر متنوعة للحصول على ما تحتاجه من أموال للتوسع والنمو، كما تقدم أيضا لجمهور المستثمرين مجالات عدة لاستثمار مدخراتهم، وهو ما ينعكس أثره إيجابا على الدخل الوطني وعلى تحسين ظروف المعيشة.

أما عن العروض المقدمة على مستوى هذه السوق فهي ثلاث:²

- عرض الاكتتاب الكامل وتلتزم من خلاله الهيئات المالية -بنك رائد، بنوك مشارك وشركات الاكتتاب -، بتولي عملية عرض الإصدارات الأولية، وذلك بضمان توفير مبلغ الأوراق المالية المصدرة للشركة بالكامل، مهما كانت نتائج عملية التسويق أو درجة استجابة السوق لعرض هذه الأوراق.
- عرض بذل أقصى جهد في هذا العرض تلتزم الهيئة المالية ببذل أقصى جهدها لتحقيق الاكتتاب الكامل للعملية، لكنها في النهاية لا تقدم للشركة المصدرة للأوراق المالية إلا ما توصلت إليه من اكتتابات فعلية.
- العروض المزدوجة وفيها تلتزم الهيئة المالية التزاما نهائيا بتقديم مبلغ معين أو نسبة معينة من إجمالي قيمة العملية والباقي تبذل فيه أقصى جهد.

وهذه العروض بدورها يمكن أن تكون أولية خاصة بأول إصدار لأسهم الشركة في السوق الأولية، كما يمكن أن تكون ثانوية خاصة بثاني إصدار أو أكثر.³

¹ - منير إبراهيم هندي، (1999): أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، ص: 67-68.

- D.Morissette, (2002): Valeurs mobilières et gestion de portefeuille, 3^{ème} édition, Les éditions SMG, Québec, pp: 32-33.

² - عبد المنعم محمد مبارك ومحمود يونس، (1996): اقتصاديات النقود والصيرفة والتجارة الدولية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص: 108.

³ - J.Peyrard, (1992): Les bourses américaines, Vuibert, Paris, pp: 32 -33.

1-2- السوق الثانوية

وهي سوق يتم على نطاقها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية - وذلك ما جعل البعض يسمها سوق صفقات اليد الثانية-، فهي تتيح إمكانية تسهيل الأوراق المالية التي تعتبر بمثابة أصول متوسطة طويلة الأجل، والمتدخل فيها يمكن أن يحقق عوائد خاصة منها الناتجة عن فوارق أسعار شراء وبيع الأوراق المالية بشكل يكفل الاستمرارية والحركة.

ويمكن تقسيم هذه السوق إلى:¹

1-2-1- السوق المنظمة

وتعرف أيضا هذه السوق بالبورصة، وهي سوق تتميز بمحدودية المكان الذي يلتقي فيه المتعاملين لبيع وشراء الأوراق المالية المسجلة بصفة دورية ومنظمة، وفقا لقوانين وقواعد تضعها الجهات الرقابية، وتتم عمليات التداول فيها من خلال نظام المزايمة في مكان مخصص لذلك يسمى المقصورة. والهدف من تنظيم هذه السوق هو حماية المدخرين الذين يرغبون في استثمار أموالهم في الأوراق المالية، وتأخذ شكلين:

1-1-2-1- السوق المنظمة المركزية

ويقصد بها البورصة المركزية أي تلك السوق التي يتعامل فيها بالأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية، بصرف النظر عن الموقع الجغرافي للجهة المصدرة لتلك الأوراق ومن مثيلاتها: بورصة نيويورك للأسهم وبورصة طوكيو وبورصة لندن.

1-2-1-2- السوق المنظمة المحلية

ويقصد بها البورصة المحلية التي يتعامل فيها بالأوراق المالية للمنشآت الصغيرة، التي تهتم المستثمرين في النطاق الجغرافي للسوق أو المناطق القريبة منه، ويسمح فيها أيضا بالتعامل بالأوراق المالية المعروفة والمتداولة في البورصات المركزية.

1-2-2-1- السوق غير المنظمة

السوق غير المنظمة هي سوق تتم فيها المعاملات خارج البورصات أو الأسواق المنظمة، ويطلق عليها اسم السوق الموازية أو سوق التراضي أو سوق المعاملات على المنضدة- نسبة للمنضدة المخصصة في السابق لهذا النوع من العمليات على مستوى البنوك التي كانت تتولى الدور الأساسي في عمليات التداول-، فهذه السوق عرفية ليس لها نظام رسمي في أغلب الأحيان لا تتوفر على مكان محدد لإجراء عمليات التداول.

¹ - J-C.Vanhorne, Principes de gestion financière , 6^{ème} édition, Economica, paris , p: 55.

وتتألف هذه السوق عادة من شبكة اتصالات إلكترونية موصلة إلى أماكن مختلفة، مما يميزها عن السوق المنظمة بسهولة التعامل فيها وتتجنب كثير من القيود. تزدهر صفقات السوق غير المنظمة بشكل خاص في البلاد ذات أسواق الأوراق المالية المتطورة.¹

ويتعامل في هذه السوق حتى بالأوراق المالية غير المقيدة في الأسواق المنظمة، بما يوحي أن التاجر أو المتعامل هو صانع سوق الورقة التي يرغب في التعامل فيها.

ويلاحظ أيضا على هذه السوق بأنها عالية الأوتوماتيكية، فقد قام الاتحاد الوطني لتجارة الأوراق المالية NASD في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1971 بوضع وتنفيذ شبكة اتصالات على المستوى الوطني، تغطي جميع المعلومات والأوامر المرتبطة بالأوراق المالية المشاركة في هذا النظام، ويطلق على هذه الشبكة اسم نازداك NASDAQ، أما في فرنسا ظهرت هذه السوق عام 1996 وسميت بالسوق الحرة، واستقبلت هذه السوق الشركات ذات القيد الجديد في البورصة بشكل خاص.²

1-2-3- السوق الثالثة

هذه السوق شبيهة بالسوق الثانوية غير المنظمة من حيث العمليات التي تتم خارج البورصة، وتتم فيها عمليات تداول الأوراق المالية المسجلة في الأسواق المنظمة خارج قاعات التداول الرسمية -عادة مكاتب الوسطاء أو أماكن أخرى-، وتسبب في نشأة وانتشار هذه السوق ساعات العمل المحدودة للسوق المنظمة. فالمتعامل في هذه السوق على استعداد لشراء أو بيع الأوراق المالية بأي كمية، كما نجد من حق أعضاء بيوت السمسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة التعامل في هذه السوق بالأوراق المالية المسجلة في البورصة، في الوقت الذي لا يحق لأعضاء السوق المنظمة التعامل أو عقد صفقات خارج البورصة على الأوراق المالية المسجلة بها.³

1-2-4- السوق الرابعة

وتسمى أيضا بسوق الوضع الخاص أو السوق المباشرة وظهرت لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية كنتيجة لتطور شبكات الاتصالات، فهي تشبه إلى حد كبير السوق الثالثة من حيث الصفقات التي تتم خارج

¹ - جيمس بي. أكرباور ترجمة: ليلى زيدان، (1999): الاكتتاب: دليل رجال الأعمال حول كيفية طرح شركاتهم الخاصة للاكتتاب العام، الدار الدولية للنشر والتوزيع، القاهرة، ص: 427-428.

² - محمد الصالح الحناوي وعبد الفتاح عبد السلام، (1998): المؤسسات المالية: البورصة والبنوك التجارية، الدار الجامعية، مصر، ص: 56.
- D. Vitrac, Op-cit, pp: 109-110.

³ - رسمية قرياقص، (1999): أسواق المال: أسواق - رأس المال - المؤسسات، الدار الجامعية، مصر، ص: 55.

السوق المنظمة، غير أن التعامل فيها يتم عن طريق الاتصال المباشر بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة أو بين الأفراد الأغنياء بواسطة شبكات الاتصال المتطورة دون الحاجة إلى وسيط.¹

2- السوق الآجلة

وهي السوق تتوفر على فاصل زمني بين تاريخ إبرام عقد صفقة شراء أو بيع الأوراق المالية وتسليمها، ففي هذه السوق يتم عقد العمليات مباشرة، ولكن تؤجل تصفياتها -بدفع الثمن وتسليم الأوراق المالية- لموعد لاحق، ولذلك فإن أنظمة السوق تشترط على المتعاملين بالسوق الآجلة تقديم تأمين مالي -تغطية أو علاوة- يضمن تنفيذ الصفقة بشكل نهائي، والذي يختلف حسب نوع العملية التي تم عقدها. وتنقسم السوق الآجلة إلى ثلاث أسواق هي:

2-1- أسواق حقوق الاختيار

يقصد بحقوق الاختيار بأنه اتفاق بموجب عقد لتنفيذ أو عدم تنفيذ عملية شراء أو بيع لمقدار محدد من أصل مالي في المستقبل بسعر يحدد وقت الاتفاق، وذلك نظير عمولة للبائع عند التعاقد، ويحصل البائع على العمولة سواء تم تنفيذ العملية أم لم تنفذ.

2-2- أسواق العقود المستقبلية

تعطي العقود المستقبلية الحق لمشتريها في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي بسعر محدد مسبقاً، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق، وغالباً ما ينذر تسليم الأصل محل التعاقد، وإنما تتم التسوية على أساس فروق الأسعار.

وتختلف العقود المستقبلية عن حقوق الاختيار في أن العقود المستقبلية لا بد أن تنفذ، في حين أن حقوق الاختيار تعطي الحق في إلغاء العقد أو تنفيذه، كما أنه لا يجوز استرداد قيمة العلاوة المدفوعة في حالة حق الاختيار، بينما يسترد الهامش المبدئي عن تنفيذ العقد المستقبلي.

2-3- أسواق عقود المبادلات

تعد أسواق العقود المستقبلية بمثابة اتفاق مقايضة بين طرفين على تبادل قدر معين من أصل مالي مقابل أصل آخر، على أن يتم تبادل الأصول في تاريخ لاحق، وفي معظم الأحيان يقوم صانعو السوق ببيع الأوراق المالية على أسعار الشراء مضافاً إليها التكاليف اللازمة للتعويض عن المخاطر التي يتعرضون لها نتيجة احتفاظهم بمخزون الأوراق المالية.

¹ - المصدر نفسه، ص: 56.

المطلب الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية

بعدما تم التعرف سوق الأوراق المالية ومختلف أقسامها، سيتم الآن تسليط الضوء أكثر على هذه السوق من حيث التنظيم وذلك من خلال التعرف على مختلف أركانها وكذلك مختلف الهيئات القائمة على تنظيمها، وفق الآتي:

1- أركان سوق الأوراق المالية

تتكون سوق الأوراق المالية من ثلاثة أركان رئيسية، وهي:

1-1- فئة المقرضين أو المستثمرين

وهي الفئة صاحبة الفوائض المالية، التي تزيد مداخنها عن نفقاتها، مما يجعل منها مصدر مهما من مصادر الأموال المستثمرة في سوق الأوراق المالية، وهذه الفئة تتشكل أساسا من قطاع العائلات وقطاع المستثمرين التأسيسيين بالإضافة متعاملين آخرين.

بالنسبة لقطاع العائلات يتمثل أساسا في صغار المدخرين والمستثمرين، ويعتبرون من أكبر المتعاملين في السوق، وذلك نظرا لكم الهائل الذي يملكونه من السيولة، بالإضافة إلى ما توفره لهم السوق من حماية وذلك بتنظيم التعاملات بين فئات السوق ومنع الاحتكار.

أما عن قطاع المستثمرين التأسيسيين يتكون من الهيئات المالية الملزمة انطلاق من قوانينها الأساسية بجمع الموارد الادخارية، وتوظيف جزء هام منها في شكل قيم منقولة.¹ ويعتبر هؤلاء المستثمرون أيضا من أكبر عارضي السيولة في سوق الأوراق المالية، ولهم دور كبير في تحسين سيرها وأدائها. كما يمكن لهؤلاء المستثمرون التدخل في السوق بصفة مباشر كتجار للأوراق المالية أو تجار صالة* أو بصفة غير مباشر عن طريق الوسطاء. وحسب النظام المعمول به في فرنسا يمكن تقسيم هؤلاء المستثمرين التأسيسيين إلى ثلاث فئات، وهي:²

- هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية وهي عبارة عن هيئات مالية تعرف باسم شركات الاستثمار، تحصل على الأموال من عدد كبير من المستثمرين عن طريق بيعهم حصص في شكل أسهم، كما يمكن أيضا لهذه الهيئات تكون صناديق جماعية للتوظيف تكون ملكية أوراقها مشتركة.

¹ - محمد براق، المصدر سبق ذكره، ص: 134.

*- تجار الأوراق المالية أو تجار الصالة هم تجار يشترون الأوراق المالية لحسابهم الخاص.

² - P. Lamy, (1995): Les boues des valeurs, Economica, Paris, p: 34.

- محمد براق، المصدر سبق ذكره، ص: 135.

- هيئات التقاعد والتي تتمثل وظيفتها في اقتطاع جزء من مداخيل -أجور ورواتب- العمال قصد توظيفها في سوق الأوراق المالية، وتحقيق عوائد انطلاقا منها لتعاد لهم بمجرد انتقالهم إلى مرحلة التقاعد.

- شركات التأمين وهي هيئات تعمل كوسيط يقبل الأموال المتمثلة في الأقساط التي يقدمها المؤمنون مجمعة بذلك سبولة كبيرة، لتعيد استثمارها نيابة عنهم في سوق الأوراق المالية.

كما تضم هذه الفئة أيضا متعامين آخرين وهم البنوك و المؤسسات التجارية والصناعية والخدماتية، بالإضافة إلى الجمعيات ذات الطابع غير ربحي.

1-2- فئة المصدرين أو المقترضين

هذه الفئة تقوم بتجميع الأموال عن طريق إصدار أوراق مالية -أسهم، سندات- ليتم تداولها في سوق الأوراق المالية، فهي تقوم بتجميع كميات كبيرة من المدخرات طويلة الأجل لتمويل عجزها وتحقيق أهداف التنمية. وتتضمن هذه الفئة الشركات العمومية والخاصة بالإضافة للدولة ومختلف هيئاتها التي تكون بحاجة إلى أموال.

1-3- فئة الوسطاء

وتضم هذه الفئة كل من السماسرة والمندوبين الرئيسيين، فهي تمثل العنصر الفعال في التقريب والتوسط وتسهيل التعامل بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية. وتزداد أهميتها بارتفاع تكاليف المعاملات المباشرة بين طرفي التعامل. فعادة لا يتوافر لدى أصحاب الفوائض المالية -المدخرين الأفراد- الموارد أو الوقت أو المعلومات الكافية لتقييم الشركات المصدرة للأوراق المالية، مما يجعلهم يلجئون إلى هذه الفئة التي لديها تقييم كاف للشركات المصدرة لما تتوفر عليه من إمكانيات وخبرات في هذا المجال.

بالإضافة إلى الوسطاء المعروفين، هناك أيضا شركات المقاصة والتسوية التي تؤدي خدمات هامة وضرورية لسوق الأوراق المالية والمتعاملين فيه حيث تتولى مهمة إجراء التسويات للحقوق والالتزامات النقدية والورقية الخاصة بإجراء العمليات التي يتم تنفيذها بالسوق. فنقوم باستلام الأموال من مشتري الأوراق المالية وتسليمها إلى البائعين، وفي نفس الوقت نتسلم الأوراق المالية من البائعين وتقوم بتسليمها إلى المشتريين، وإجراء التسويات اللازمة عن العمليات التي يقوم بها أطراف التعامل، بالإضافة لحفظ الأوراق المالية التي تصدرها الشركات.

2- الهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية

وفق النظام المعمول به في السوق الفرنسية¹ سيتم تبني التقسيم الموالي:

1-2- لجنة عمليات البورصة COB

لجنة عمليات البورصة هي عبارة عن هيئة إدارية تقوم بالإشراف على سير السوق ومراقبة المعلومات، وحمايتها من التسرب إلى بعض المستثمرين قبل وصولها إلى السوق ليستفيد منها كافة المتدخلين، بالإضافة إلى حماية المستثمر ومراقبة كافة الأسواق والمنتجات المالية المتعلقة بالتوظيف طويل الأجل، كما تقوم أيضا بمراقبة جميع العمليات سواء ما تعلق بالإصدار أو التداول.

وعلى العموم تتكون هذه اللجنة من رئيس معين من طرف الحكومة لمدة 8 سنوات، وثمانية الأعضاء لمدة 4 سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة.

وتتمتع هذه الهيئة بممارسة سلطة تأديبية على المتدخلين في أسواق الأوراق المالية إذا ما قاموا بممارسات لا أخلاقية، لأجل المحافظة على السوق من الأزمات والانهيال وعمليات المضاربة المفرطة. حيث يتعرض المتدخل إلى عقوبات ومخالفات وفقا لأحكام القوانين المتعلقة بالبورصة، وذلك بدعوى من رئيس المجلس التأديبي خلال مهلة معينة من تاريخ إحالة القضية على المجلس التأديبي وتعليق كل أعماله إلى غاية صدور قرار المجلس التأديبي الذي يكون ملزم².

كما تمارس هذه اللجنة أيضا صلاحية دراسة طلبات الدخول إلى سوق الأوراق المالية، والتأشير عليها والخروج منها.

2-2- مجلس بورصات القيم CBV³

يتكون هذا المجلس من عشرة أعضاء مهنيين، يتم تعيينهم بقرار وزاري في فترة تصل في أغلب الأحيان إلى أربع سنوات بناء على اقتراح من الهيئة الممثلة للمؤسسات التي تقوم بالإصدار والمستثمرين والوسطاء ومؤسسات الاستثمار.

وتتمثل مهام هذا المجلس فيما يلي:¹

* - كما ذكرت تنظيم السوق يختلف من دولة إلى أخرى فعلى سبيل المثال في م أ تنظم السوق بالهيئات التالية: FED، OCC، SEC، FDIC، CFTC، ولكن تم تبني التنظيم المعمول به في فرنسا في الطرح باعتبار سوق الأوراق المالية الفرنسية أقرب في تنظيمها لسوق الأوراق المالية الجزائرية والتي سيتم التعرض إليها بالتفصيل لاحقا. للاطلاع على هيئات تنظيم سوق م أ أنظر:

- J.Peyrard, Op-cit : Les bourses américaines, pp: 14-16.

¹- J.Peyrard, (1992): Les bourses européennes, Vuibert, Paris, pp: 50-52.

²- محمد براق، المصدر سبق ذكره، ص ص: 121-122.

³- A. Choinel & G. Rouyer, Op-cit, pp: 61-62.

- تسجيل قيد وشطب القيم من القائمة الرسمية للسوق الثانوية، ويمكن للجنة عمليات البورصة معارضة قراراتها.
- تحديد قواعد سير سوق الأوراق المالية.
- الرقابة على الصفقات التي تتم على الأوراق المالية من خلال تحديد الأسعار، والإشراف على العروض العامة للشراء.
- مراقبة المتعاملين الموجودين تحت وصايتها من خلال اعتماد شركات البورصة، وتسليم ونزع البطاقات المهنية للأفراد الذين يعملون باسمها.
- مراقبة ومعاينة كافة الهيئات والمتعاملين الموجودين تحت وصايتها، إذ لم يحترموا القواعد العامة للتعامل أو عدم الوفاء بالتزاماتهم.
- تبني الأطراف المشاركة في الصفقات.
- تحديد قواعد السير الحسن لمؤدي الخدمات الاستثمارية.
- القيام بالتحقيق في ملف الترشيح للحصول على وظيفة الوساطة.
- كما يتمتع هذا المجلس بسلطة فرض عقوبات تأديبية على مؤدي الخدمات الاستثمارية في السوق.

2-3- شركة البورصات الفرنسية SBF

- وتعتبر هيئة تنفيذية لمجلس سوق الأوراق المالية، وتتكون من مجموعة أعضاء ممثلين في المؤسسات المالية المعتمدة والسماسة، وتتولى هذه الهيئة المهام الموالية:²
- ضمان السير الحسن للسوق.
 - تنفيذ قرارات مجلس السوق.
 - ضمان النهاية الحسنة للعمليات عن طريق الرقابة.
 - تنشيط الحملات الإعلامية حول القيم المتفاوض عليها، وإرساء ثقافة بورصة.
 - تسيير نظم الإعلام الآلي للتسعير، ونشر أسعار الأوراق المالية بواسطة الإعلام الآلي.

¹ - محفوظ جبار، (2002): تنظيم وإدارة البورصة، دار هومة، الجزائر، ص: 65.

² - A. Choinel & G. Rouyer, Op-cit, p: 62.

المبحث الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية

تشهد الأسواق الأوراق المالية اليوم تطوراً كبيراً بشأن الأدوات المالية التي يجري عليها التعامل فيها، فهذه الأدوات هي عبارة عن صكوك يعطى لحملتها الحق في الحصول على جزء من عائد أو حق في جزء من شركة ما أو أي حق آخر ينشأ جراء التعامل بها فهي تأخذ أشكالاً عدة، فمنها ما يمثل حق الملكية كالأسهم العادية، وأخرى تمثل حق المديونية كالسندات وما يمثلها، ومنها ما تمثل حق لعقد مشتق من عقد أصلي. ولتوضيح هذه الأنواع من الأدوات المالية أكثر، فسيتم تناولها من خلال المطالب الثلاثة الموالية:

- الأسهم العادية؛

- السندات؛

- المشتقات المالية.

المطلب الأول: الأسهم العادية

يمكن تناول الأسهم من خلال النقاط مايلي:

1- ماهية الأسهم العادية

يتم تعريف الأسهم العادية وذكر أهم خصائصها وأنواعها، من خلال الآتي:

1-1- تعريف الأسهم العادية

لقد وردت العديد من تعريف الأسهم العادية التي تختلف عن بعضها من حيث الألفاظ والعبارات باختلاف الكتاب، ولكنها تصب في معنى واحد.

البعض عرفها على أنها "حصّة أو نصيب للمساهم في شركة من شركات الأموال، وهذه الحصّة تمثل جزء من رأس مال الشركة، ووسيلة لإثبات حقوقه في الشركة".¹

ويعرفها البعض الآخر على أنها "صكوك تمثل حصص من رأس مال شركة الأموال قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، وتعتبر حق من حقوق الملكية الخاصة، تتداول في شكل من أشكال انتقال الملكية".²

أما البعض الآخر عرفها على أنها ورقة مالية متفاوض عليها، تدل على جزء من رأس مال الشركة، وهي ذات دخل متغير يتغير تبعاً لتوزيعات أرباح الشركة، وتعتبر من الأوراق المالية ذات المخاطر.¹

¹ - صبري هارون، (1999): أحكام الأسواق المالية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، ص: 30.

² - حمزة محمد الزبيدي، المصدر سبق ذكره، ص: 174.

فمن خلال التعاريف آنفة الذكر، يمكن القول أن الأسهم العادية هي صكوك ملكية قابلة للتداول تثبت لصاحبها الحق في ملكية صافي أصول الشركة التي أصدرتها، فيمكن أن تكون اسمية تحمل اسم المالك أو لحاملها. فهي تعطيه الحق في الحصول على حصة من الأرباح التي تم تحقيقها من طرف الشركة أو تحمل خسارة في شكل انخفاض في قيمة السهم عند التداول. كما يثبت السهم لصاحبه الحق في حصة من صافي موجودات الشركة بعد التصفية، وتكون مسؤولية المساهم محدودة بقدر ما يحوزه من أسهم، كما أنه لا يستطيع استرداد قيمة السهم من الشركة المصدرة له إلا عن طريق طرحه في السوق للبيع.

وتعد الأسهم العادية ذات مخاطر أعلى من الأوراق المالية الأخرى خاصة السندات ذات العائد الثابت، وذلك ما يجعل حاملها يطالبون بعائد مرتفع لكي يعوض المخاطر المرتفعة.

1-2- خصائص الأسهم العادية

يمكن إبراز أهم الخصائص التي تتصف بها الأسهم العادية، من خلال ما يلي:

- الأسهم أداة وقاية من التضخم ♦ لكونها وسيلة تحقيق عوائد مالية انطلاقاً من نواتج الشركة.
- الأسهم استثمارات سائلة حيث أنها قابلة للتحويل إلى سيولة نقدية، بشكل أسرع من الاستثمارات الأخرى.
- السهم له قابلية التداول مما يمنح لحمله إمكانية التنازل عنه بسرعة، الأمر الذي يعطي مرونة عالية وحركية كبيرة لسوق الأوراق المالية.
- قيم أسهم الشركة الواحدة قيم متساوية، فلا توجد لبعض الأسهم قيمة أعلى من البعض الآخر، مما يوحي أن كل سهم يتساوى مع غيره في الحقوق.²
- السهم خزان للقيمة باعتبار أن الأرباح التي يحصل عليها حمل السهم تتصف بعدم المحدودة، كما أنه يمكن أن يسترد قيمته في أسرع وقت عن طريق البيع.
- عدم قابلية السهم للتجزئة ويعني ذلك أنه يجوز الاشتراك في السهم الواحد من طرف أكثر من شخص، ولكن لا يجوز تجزئته بينهم إلا عن طريق البيع أو الاشتقاق ♦♦.
- مسؤولية صاحب السهم بمقدار حصته باعتبار أن المساهم في شركة الأموال تتحدد مسؤوليته في حدود ما يملكه من أسهم، كما أن حق المساهم لا يضيع أو يتقادم بسبب عدم الاستعمال.

¹ - F. Telon, (1997): les marchés de Capitaux, Seul, Paris, p: 12.

♦ - يتمثل السبب الرئيسي للتضخم في انخفاض القدرة الشرائية للنقود الناتجة عن ارتفاع الأسعار، وباعتبار التضخم نادراً ما يؤثر على النتائج المالية للشركات بسبب قدرتها على زيادة الأسعار بما يتناسب مع معدلات التضخم في السوق، فإن الأسهم تعتبر أداة تحوط جزئي عند بداية الظاهرة التضخمية. للإطلاع أكثر أنظر الفصل الثالث.

² - محمد صبري هارون، المصدر سبق ذكره، ص: 31.

♦♦ - اشتقاق السهم يقصد به تجزئة السهم إلى عدد من الأسهم، القيمة الاسمية للسهم المشتق هي حاصل قسمة القيمة الاسمية للسهم الأصلي على عدد الأسهم المشتقة، ويكون ذلك من أجل إضفاء التوازن في السوق في حالة ما إذا ارتفعت قيمته أكثر من قيم الأسهم الأخرى المتداولة.

1-3- أنواع الأسهم العادية

يمكن تصنيف الأسهم العادية إلى أنواع عدة تختلف يمكن ذكر البعض منها، وفق الآتي:

1-3-1- الأسهم النقدية

وهي أسهم تمثل حصص نقدية في رأسمال شركة الأموال، إذ يدفع المكتتب قيمتها نقداً، وفي بعض الدول يجيز القانون الوفاء بقيمتها على أقساط.¹

1-3-2- الأسهم العينية

الأسهم العينية هي أسهم تمثل حصص عينية من رأس مال شركة الأموال، وتصدر مقابل أصول عينية مساهم بها في رأس مال الشركة، كما أن قيمة هذه المساهمة لا بد وأن يصادق عليها من قبل الجمعية العامة التأسيسية.

1-3-3- أسهم أو حصص التأسيس

وهي أسهم تصدر من طرف الشركة لفائدة بعض الأشخاص لقاء ما قدمه من جهد وخدمات نادرة لإتمام إنشاء الشركة وإخراجها إلى حيز الوجود، وتعطى لأصحابها الحق في الأرباح فقط دون حق الاشتراك في إدارة الشركة أو نصيب في أصولها عند التصفية، ليس لها قيمة اسمية ولها قيمة سوقية.

1-3-4- الأسهم العادية لأقسام الإنتاج

تصدر هذه الأسهم للأقسام الإنتاجية داخل الشركة، وعوائدها تتعلق بما يحققه القسم الإنتاجي الذي تمثله من عوائد وقد استحدث هذا النوع من قبل شركة جينرال موتورز.²

1-3-5- الأسهم المضمونة

عما هو معروف أنه لا يجوز لحامل السهم الرجوع للشركة إذا انخفضت قيمتها، ولكن ظهرت عام 1984 في الولايات المتحدة الأمريكية أسهم عادية تعطي الحق لحاملها المطالبة بالتعويض من الشركة، إذا انخفضت قيمتها عن حد معين وفي وقت محدد مسبقاً بعد عملية الإصدار مباشرة.³

1-3-6- أسهم الخزينة

ينشأ هذا النوع من الأسهم عندما تقوم الشركة بشراء جزء من أسهمها من السوق لأسباب من بينها فترات الأزمات بغية تخفيف حدة الأزمة، وأسهم الخزينة لا يحق لها توزيعات أو حق التصويت خلال فترة ملكية الشركة لها.¹

¹ - المصدر نفسه، ص: 48.

² - رسمية قرياقص، المصدر سبق ذكره، ص: 21.

³ - المصدر نفسه، ص: 23.

1-3-7- الأسهم الخاصة

الأسهم الخاصة هي وسيلة استتبقت لمراقبة قرارات الشركات المخصصة، فعن طريقها تحتفظ الحكومة بحقها في الحضور والمشاركة في مناقشات جلسات مجلس الإدارة للشركة المخصصة بواسطة ممثلين عنها، بما يمكنها من المحافظة وحماية مصالح الدولة والصالح العام، وكذا حماية استقلالية الشركة، ومنع الأطراف الأجنبية من التحكم في رأس مالها، أو قرارها بصفة مطلقة.²

1-3-8- أسهم الاقتصاد الجديد

هي أسهم خاصة بشركات قطاع التكنولوجيا والبرمجة ووسائل الإعلام والاتصال، وتتميز هذه الأسهم بسعر الإصدار المرتفع مقابل الإقبال الكثيف عليها، وذلك لتمييزها بأداء قوي، ومساهمتها في تنشيط سوق الأوراق المالية. كما تعد أيضا عامل رئيسي يقف أمام استقرار أسعار الأسهم العادية الأخرى واستقرار السوق عامة. وتعتبر هذه الأسهم أيضا حافز رئيسي للمستثمرين لاسيما منهم الجدد لحثهم على الاستثمار، وتحديد شكل بوظيفتهم ونسبها.³

1-3-9- أسهم المضاربة

تشمل أسهم الشركات التي لا يرتبط سعرها السوقي بأداء الشركة ولكن يتحرك بناء على العرض والطلب، ومن خصائص هذه الأسهم أن تذبذب السعر فيها عالي جدا وكذلك يلاحظ عليها حجم تداول كبير لقلّة قيمتها.⁴

1-3-10- الأسهم المختلطة

هي أسهم الشركات ذات الأعمال المشروعة في الأصل إلا أنها تتعامل بالحرام أحيانا كالإيداع في البنوك الربوية وأخذ الفائدة منها، أو أن تجعل ضمن رأس مالها الاقتراض بالربا أو الاقتراض فتضم هذه الأرباح إلى أرباح مساهميتها ثم تقوم بتوزيعها عليهم، فتختلط الأرباح التي كسبت من حلال مع التي كسبت من حرام.⁵

2- تقييم الأسهم العادية

سيتم تناول تقييم الأسهم العادية من خلال مايلي:

1- طارق عبد العال حماد، (2000): بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، ص: 25-26.
2- صالح الحناشي، (يناير 1996): مسببات سياسية التحويل وأهدافها التجريبية البريطانية، مجلة الخخصة ودور البورصات والمؤسسات المالية والتنمية الاقتصادية، الكويت، ص: 222.
3- بريس خوري، (أفريل 2000): تقلبات أسعار الأسهم: ما الدروس؟، مجلة الاقتصاد والأعمال (عدد 244)، بيروت، ص: 19.
4- أزدشير عادل الأفصح، (2009): الأسهم طريقك للثورة، مطبعة رأس الخيمة، السعودية، ص: 26.
5- صالح بن مقبل العصيمي التميمي، (1426هـ): الأسهم المختلطة، مكتبة الملك فهد، السعودية، ص: 31-32.

1-2- تحليل عائد ومخاطرة الأسهم

هناك مفاهيم عدة للعائد من الاستثمار في الأوراق المالية، يذكر منها ما يلي:

1-1-2- العائد

ويعبر العائد عن التوزيعات الفعلية التي يحصل عليها حائز السهم مضافا إليها التغير في سعر السهم بالسوق مع قسمة الكل على سعر الحيازة.

ويتم حساب معدل العائد للسهم وفقا للعلاقة الموالية:

$$R = \frac{D + (P_1 - P_0)}{P_0}$$

حيث:

R: معدل العائد من الأسهم.

D: توزيعات الفعلية.*

P₀: سعر السهم في اللحظة t₀.

P₁: سعر السهم في اللحظة t₁.

إذا كان معدل العائد اسمي تم تحقيقه نتيجة استثمار في بيئة يشوبها التضخم فلا بد من حساب معدل الخالي من التضخم وفق العلاقة الموالية:

$$R_t^r = \frac{(1 + R^n)}{1 + \tau} - 1$$

حيث:

τ_n: معدل التضخم

R_tⁿ: معدل العائد الاسمي.

R_t^r: معدل العائد الفعلي.

بالنسبة لمعدلات العوائد المحققة في فترات عديدة n- فترة-، ويتم الوصول متوسطها رياضيا من خلال المتوسط الهندسي وفق العلاقة الآتية:

$$1 + R_G = \sqrt[n]{(1 + R_1)(1 + R_2)(1 + R_3)...(1 + R_n \text{ période})}$$

$$R_G = \sqrt[n]{(1 + R_1)(1 + R_2)(1 + R_3)...(1 + R_n)} - 1$$

*- تتحدد التوزيعات حسب الأرباح المحققة وسياسة التوزيع المنتهجة من طرف الشركة.

حيث:

R_G : المتوسط الهندسي لمعدل العائد المحقق خلال n فترة.

$n, \dots, 2, 1$: الفترات المحقق فيها معدل العائد.

أما إذا تعلق الأمر بالعائد المتوقع -غير المؤكد- الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه نتيجة الاستثمار في السهم، فإنه يضطر لإدخال عنصر التنبؤ على العوائد الممكنة لتحقيق لتأخذ شكل توزيع احتمالي. ويتم حساب العائد المتوقع وفقاً لما يلي:

$$E(R_t) = \sum_{i=1}^n R_i P(R_i)$$

حيث:

$E(R_t)$: متوسط العائد المتوقع.

R_i : العوائد المحتملة.

$P(R_i)$: وهي الاحتمالات للعوائد المحتملة.

2-1-2- المخاطرة

تعتبر المخاطرة عن درجة التذبذب الحاصل في قيمة العوائد المتوقعة من الاستثمار في الأوراق المالية، وتنقسم إلى نوعين مخاطر منتظمة تتعلق بظروف السوق عامة لا يمكن تجنبها بالتنوع، ومخاطر غير منتظمة تتعلق بظروف الشركة.

ويتم الوصول للمخاطرة من خلال قياس الانحراف المعياري-المقياس المطلق- الذي يقيس مدى تشتت قيمة العوائد المتوقعة: ويعطى وفق العلاقة التالية:

$$\delta = \sqrt{\sum P_i [R_i - E(R_i)]^2}$$

حيث :

δ : الانحراف المعياري.

R_i : العوائد المحتملة.

$E(R_i)$: العائد المتوقع للعوائد المحتملة.

P_i : احتمالات المخاطرة.

كما تقاس أيضاً المخاطرة بمعامل الاختلاف ويكون ذلك للمفاضلة بين أوراق ذات عوائد مختلفة، وتعطى

علاقة معامل الاختلاف كالتالي:

$$\gamma = \frac{\delta}{E(R_i)}$$

حيث:

γ : معامل الاختلاف

أما بالنسبة للمخاطرة المنتظمة فإن من أنسب المقاييس المستخدمة لقياسها هو التباين بين عائد السهم وعائد السوق -التغير العام في حركة أسعار الأسهم-، ويتم حساب التباين وفق المعادلة التالية:

$$\text{COVAR}(A,m) = \sum_{t=1}^n (R_{A_t} - \overline{R_A})(R_{m_t} - \overline{R_m})$$

حيث:

R_{A_t} : معدل عائد سهم A في الزمن t.

R_A : القيمة المتوقعة لعائد السهم A.

R_{m_t} : معدل عائد السوق في الزمن t.

R_t : القيمة المتوقعة لعائد السوق.

n: عدد المشاهدات.

وباعتبار التباين هو مقياس مطلق لا يمكن في ظله مقارنة حجم المخاطر المنتظمة لسهمين ذوي عائد مختلف، لذلك يتم استعمال مقياس نسبي وهو مقياس β ، والذي يتم حسابه وفق العلاقة الموالية:¹

$$\beta = \frac{\text{COVAR}(A,m)}{\delta_m^2}$$

2-2- نماذج تقييم الأسهم

بعدما تم التطرق للعائد والمخاطرة باعتبارهما مؤشرين أساسيين مساعدين على عملية تقييم الأوراق المالية، سيتم الآن التطرق لمختلف نماذج التقييم التي تتراوح بين نماذج التوزيعات ونماذج الربحية، والذين يختلف تطبيقهما باختلاف سياسة توزيع الأرباح للشركة، والأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية، وتتمثل هذه النماذج في:

¹ - J-C.Augros, (1987):Finance: option et obligation convertibles, 2^{em} edition, Economica, paris, p: 112.

2-2-1- النموذج الأساسي

ويعرف أيضا بنموذج النمو الصفري أو نموذج التوزيعات الثابتة، ويعبر عن الحالة التي تكون فيها التوزيعات التي يحصل عليها حامله الأسهم ثابتة ومتساوية عبر الزمن، بما يعني أن النمو الدوري لها يساوي الصفر.

القيمة الحقيقية وفقا لهذا النموذج تساوي القيمة الحالية للتوزيعات المتوقعة عبر الزمن - فترة الحياة -، إضافة إلى القيمة الحالية للسعر المتوقع أن يباع به السهم في نهاية فترة الحياة. وبما أن السعر المتوقع أن يباع به السهم في نهاية الفترة هو نفسه مجموع التوزيعات المستحقة بعد نهاية الفترة حتى مالانهاية -حياة الشركة صاحبة السهم غير نهائية-، فإن القيمة الحقيقية تكون كالآتي:

$$P_0 = \frac{D_1}{r}$$

حيث:

P_0 : القيمة الحقيقية للسهم

D_1 : توزيعات الفترة 1.

r : معدل الاستحداث.

2-2-2- نموذج جوردن شابيرو GORDEN SHAPIRO

ويسمى أيضا بنموذج النمو الثابت للتوزيعات، لأنه يعتمد عندما يتوقع أن تكون التوزيعات المدفوعة لحملة الأسهم تزداد وفق معدل نمو ثابت g حتى نهاية فترة الحياة n -تؤول إلى مالانهاية-، ومن خلال هذا النموذج يمكن الوصول إلى القيمة الحقيقية للسهم من خلال العلاقة الموالية:

$$P_0 = D_1 \left[\frac{1 - \left(\frac{1+g}{1+r} \right)^n}{r-g} \right]$$

وبما أن n تؤول إلى مالانهاية فالنموذج يواجه حالتين:

- حالة: $r > g$ فإن القيمة $\left(\frac{1+g}{1+r} \right)^n$ تؤول إلى 0 ومنه تكون:

$$P_0 = \frac{D}{r-g}$$

- وحالة: $r \leq g$ فإن P_0 تكون غير معرفة، وهذا أمر غير واقعي خاصة إذا علمنا بأنه من المستحيل أن تجد شركة تنمو بمعدل أكبر من معدل نمو الاقتصاد، لأن معدل نمو الاقتصاد ينعكس في n بينما معدل نمو الشركة ينعكس في g .

وحتى تكون الشركة بصدد النمو الثابت للتوزيعات يجب توفر جملة من الشروط:

- نمو الشركة يكون ممولا ذاتيا.
 - مردودية استثمارات الشركة لا يجب أن تتطور.
 - معدل توزيع الأرباح يجب أن يبقى ثابتا.
- في ظل هذه الشروط يمكن الوصول إلى القيمة الحقيقية للسهم، وفق صيغة جديدة كما يلي:

$$P_0 = \frac{E_0 R q}{r - g} \quad / \quad D_1 = B_1 q \quad , \quad B_1 = E_0 R$$

حيث:

B_1 : الربح في نهاية السنة 1 ($t=1$)

q : الأرباح الموزعة.

R : مردودية الأموال المستثمرة من طرف الشركة.

E_0 : الأموال الخاصة في بداية الفترة 1 ($t=1$) مقسومة على عدد أسهم الشركة.

وباعتبار:

$$g = R(1 - q)$$

فإن علاقة القيمة تصبح:¹

$$P_0 = \frac{E_0 R q}{r - R(1 - q)}$$

2-2-3- النماذج المتعددة المراحل

وهي نماذج تقوم على مبدأ مفاده أن التوزيعات تنمو بمعدلات غير ثابتة-متغيرة-، وهذا التغير يكون نتيجة تغير أرباح الشركة التي في الواقع تنسم بعدم الثبات. وهذه النماذج ربما هي أقرب للواقع من النماذج السابقة بالرغم هي الأخرى قد تحمل جملة من الانتقادات الناجمة كون أرباح الشركة في غالب الأحيان نموها لا يستقر عند مرحلتين أو ثلاث بل يمكن أن يكون أكثر وهذا يتوقف على دقة التنبؤ بالأرباح المستقبلية للشركة. ولتعرف على هذه النماذج سيتم تناولها وفق ما يلي:

¹ - J-L Viviani, (2001): Gestion de portefeuille, 2^{eme} édition, Dunod, Paris, ,p: 28.

2-2-3-1- نموذج ذو الطورين -ثنائي المراحل-

هذا النموذج يعالج القيمة الحقيقية للسهم الذي تتميز توزيعاته بالتغير وفق مرحلتين، كل مرحلة لها

معدل خاص بها، ويمكن صياغة المعادلة التي تمكن من تقييم السهم وفق هذا النموذج، كما يلي:¹

$$P_0 = D_1 \left[\frac{1 - \left(\frac{1+g}{1+r} \right)^T}{n-g} \right] + \frac{D_1 (1+g_1)^{T-1} (1+g_2)}{(1+r)^T (r-g_2)}$$

حيث:

g_1 : معدل نمو المرحلة الأولى.

g_2 : معدل نمو المرحلة الثانية.

T : مدة المرحلة الأولى.

2-2-3-2- نموذج متعدد الأطوار -ثلاثي المراحل-

وفق هذا النموذج فإن "مولودوفسكي" "MOLODOVSKY" يرى أن القيمة الحقيقية للسهم تمثل القيمة

الحالية للتوزيعات أثناء المراحل الثلاث للنمو، أي القيمة الحالية للتوزيعات أثناء مرحلة النمو المرتفع مضاف

إليها القيمة الحالية للتوزيعات خلال مرحلة التحول -مرحلة النمو المنخفض تدريجياً وهو غير ثابت-، بالإضافة

إلى القيمة الحالية للتوزيعات في مرحلة النمو المستقر-تستمر إلى ما لا نهاية-. ويمكن التعبير عن القيمة

الحالية وفق هذا النموذج كما يلي:²

$$P_0 = \frac{D_1}{r-g_1} \left[1 - \left(\frac{1+g}{1+r} \right)^T \right] + \frac{D_1 (1+g_1)^{T-1} \prod_{j=1}^N g(j)}{(1+r)^{T+N}} \times \frac{1}{r-g_2}$$

حيث:

g_1 : معدل النمو المرتفع.

g_2 : معدل النمو المستقر.

$g(j)$: النمو المنخفض تدريجياً.

T : فترة النمو المرتفع.

¹ - Idem, p: 33.

² - Ibid, p: 34.

N : فترة النمو المنخفض تدريجيا

2-2-4- نموذج باتش BATES-الربحية-

وهو نموذج يقوم بتقييم السهم انطلاقا من مضاعف ربحيته الذي يعطى بالعلاقة الآتية:

$$PER = \frac{P}{B}$$

حيث:

PER: مضاعف ربحية السهم

B: الربح الصافي للسهم

ويعتبر مضاعف الربحية Price Earning مؤشر يدل على مدى التضخم أو الانكماش الحادث في الأسعار السوقية للسهم، ويستخدم بكثرة من طرف المختصين ومحلي أسواق الأوراق المالية لتحديد فرص الشراء المناسبة، فهم يعتبرون الأسهم ذات مضاعف الربحية الضعيف بالنسبة لمعدل السوق - النسبة المعيارية للسوق - مسعرة بأقل من قيمتها في السوق، وبذلك تمثل فرصة استثمارية.

وكما التحصل على مضاعف الربحية في الفترة 1، نستطيع أيضا الحصول على مضاعف الربحية في

الفترة n وفق الصيغة الآتية التي تقوم على الفرضيات الآتية:¹

- الأرباح تنمو بمعدل g ثابت حتى التاريخ n.

- معدل توزيع الأرباح ثابت.

$$PER_n = PER_0 \left(\frac{1+r}{1+g} \right)^n - \frac{q}{0,1} \frac{1+g}{g-r} \left[1 - \left(\frac{1+r}{1+g} \right)^n \right] \cdot 0,1$$

حيث:

PER_n: مضاعف الربحية للفترة n.

PER₀: مضاعف الربحية للفترة 0-سنة التقييم-

q: معدل توزيع الأرباح

2-2-5- نموذج هولت HOLT

يعتمد نموذج هولت على تحديد فترة نمو التوزيعات المعطاة للمساهمين، كما يقوم بمقارنة مضاعف

الربحية للشركة مع مضاعف الربحية للسوق وذلك وفق العلاقة الموالية:²

¹ - Ibid, p: 32.

² - P. Vizzavona, (2002): Marchés financiers, 2^{ème} édition, Atol editions, Neuilly-sur-seine, pp: 262-263.

$$\frac{PER_s}{PER_m} = \frac{B_{SO}}{B_m} \times \frac{(1+R_s + C_s)^n}{(1+R_m + C_m)^n}$$

حيث:

PER_s, PER_m : مضاعف ربحية الشركة والسوق على التوالي.

B_m, B_{SO} : ربح الشركة والربح المتوسط لسوق على التوالي.

R_m, R_s : العوائد المنتظرة من النمو للشركة والسوق على التوالي.

C_m, C_s : العوائد الثابتة المنتظرة من النمو للشركة والسوق على التوالي.

من هذا النموذج يلاحظ أن أسهم الشركة تكون جيدة عندما يكون مضاعف ربحية الشركة وأكبر من

مضاعف ربحية السوق أي تكون النتيجة أكبر من الواحد.

2-2-6- نموذج ويت باك وكيسور Whit Beck &Kisor

يعتبر هذا النموذج أن مضاعف الربحية تم تحديده على أساس متغيرات وصفية تترجم قيمة المؤسسة،

وبصاغ هذا النموذج وفق العلاقة الآتية:¹

$$PER_s = a + a(P_1X + P_2Y + P_3\sigma + \varepsilon)$$

حيث يفترض أن الشركة في مرحلة نمو و X, Y, O خصائص لشركة

كما أن:

a : PER الشركة من دون نمو.

X : معدل النمو المتوقع للأرباح.

P_1 : معامل يحدد في السوق حسب نسبة النمو المتوقع.

Y : معدل توزيع الأرباح المتوقع.

P_2 : معامل يحدد في السوق حسب نسبة توزيع الأرباح.

σ : الانحراف المعياري للأرباح لكل سهم.

P_3 : معامل لتغير الأرباح يتحدد في السوق.

ε : الخطاء.

¹ - Idem, p: 264.

المطلب الثاني: السندات

سيتم تناول السندات من خلال الآتي:

1- ماهية السندات

يمكن تعريف السندات والتطرق إلى مختلف خصائصها أنواعها، من خلال مايلي:

1-1- تعريف السندات

لقد وردت العديد من التعاريف للسندات تم اختيار البعض منها وفقا لما يلي:

السندات هي "صكوك متفاوض عليها تمثل دين طويل الأجل، صادرة من طرف شركة أو هيئة حكومية، يعطى بموجبها حق الدائنية لحاملها في مقابل عوائد ذات قيم ثابتة تحتسب وفقا للقيمة الاسمية للسند، ومعدل الفائدة الذي يحمله".¹

السندات عبارة عن "صكوك قابلة للتداول تصدرها شركة أو شخص معنوي تتعلق بقرض طويل الأجل".²

كما أنها تمثل "وثيقة ذات قيمة واحدة قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة. تعطى للمكتتبين مقابل المبالغ التي اقترضوها للشركة قرضا طويل الأجل".³

السندات تعبر عن على أنها صكوك مديونية تدل على دين طويل الأجل، خاص بشركة أو هيئة حكومية أو هيئة إجماعية... إلخ، وهي مستحقة في ميعاد استحقاق محدد، ويتحصل صاحبها على فوائد دورية، وهي من الأوراق المالية ضعيفة المخاطرة.⁴

كما أنها أيضا: صكوك مديونية بمقتضاه يتعهد مصدرها برد القيمة المدونة على السند، بالإضافة إلى الفوائد لمالك السند خلال فترة زمنية متفق عليها.⁵

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن السندات هي عبارة عن: صكوك تمثل أجزاء متساوية لقرض طويل الأجل، يصدر من طرف شركة أو هيئة من الهيئات المرخص لها بذلك وفقا لطريقة الاكتتاب العام، وتعتبر هذه الصكوك بمثابة عقد أو اتفاق بين الهيئة المصدرة -الطرف المدين- والمستثمر أو المكتتب - الطرف الدائن-. يترتب عنها حقوق والتزامات، أهمها تعهد المقترض بدفع فائدة معلومة ومحددة مسبقا عند

¹ - D. Martina, (1997): *Précis d'économie*, Nathan, Paris, p: 80.

² - شمعون شمعون، (دون سنة): *البورصة وبورصة الجزائر*، أطلس للنشر، الجزائر، ص: 26.

³ - صبري هارون، المصدر سبق ذكره، ص: 33.

⁴ - F. Telon, *Op-cit*, P: 15.

⁵ - محمد الصالح الحناوي، إبراهيم سلطان وجمال العبد، (2002): *تحليل وتقييم الأوراق المالية*، الدر الجامعية، مصر، ص: 247.

الاكتتاب للطرف المقترض، ضف إلى تسديد قيمتها عند ميعاد استحقاقها أو قبل هذا الميعاد حسب ما تم الاتفاق عليه عند الاكتتاب.

1-2- خصائص السندات

يتميز السند عن غيره من الأوراق المالية بمجموعة من الخصائص، أهمها:

- من حيث القيمة للسند قيمة اسمية وهي القيمة المدونة على الصك والتي تباع بها الورقة عند الإصدار، وقيمة سوقية وهي التي تباع بها الورقة في السوق الثانوية تتحدد اعتمادا على سعر الفائدة الاسمية -الكوبون- وسعر الفائدة الجاري في سوق الاقتراض، وقيمة حقيقية وهي نظرية تحدد من التحليل الدقيق للمعلومات المتاحة بشكل جيد.

- من حيث الالتزام السند عبارة عن قرض أو التزام على الجهة التي قامت بإصداره، وعليه فإن أصحاب السندات هم في الواقع دائنون بالنسبة للجهة المصدرة، كما تنقطع صلة الشركة بصاحب السند عند حلول تاريخ الاستحقاق وتسديد القيمة الاسمية.¹

- من حيث الإصدار يمكن للسند أن يصدر بسعر أكبر من قيمته الاسمية ويسمى الفرق بعلاوة الإصدار، كما يمكن أن يصدر بسعر أقل من قيمته الاسمية و يسمى الفرق بخصم الإصدار، و يكون القصد من وراء ذلك هو تشجيع الجمهور على الاكتتاب فيه، كما يمكن للسند أن يكون مخصص للفوائد مسبقا، حيث يدفع المستثمر قيمة السند الاسمية منقوصة الفوائد التي ستترتب على السند طيلة حياته، ويسمى هذا السند في بعض الحالات "Ballet Bond".²

1-3- أنواع للسندات

يمكن تناول أهم أنواع السندات من خلال مايلي:

1-3-1- سندات مضمونة بأصول معينة

يقصد بالأصول هنا الأراضي، المباني، التجهيزات وإلى غير ذلك من موجودات دائمة بالشركة، فهذه السندات تكفل لأصحابها الحق في وضع أيديهم على الأصل محل الضمان وذلك في حالة توقف الشركة عن الوفاء بأصل السند أو على فائده الدورية. كما يمكن أن يتم ضمانها بوساطة هيئة خارجية -بنك، حكومة... إلخ.³

¹- B. Jaquilla & B.Solnik, Op-cit, p: 13.

²- نوزاد الهيبي، (1998): مقدمة في الأسواق المالية، أكاديمية الدراسات العليا والبحوث الاقتصادية، طرابلس، ص: 56-66.

³- مروان عطون، (1993): الأسواق النقدية والمالية، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص: 69.

1-3-2- السندات القابلة للتحويل

ويعني بها السندات التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية، إما اختياريًا أو برغبة حامل السند، مما يشجع على الاكتتاب بها خاصة من المستثمرين الذين لا يحبذون المخاطر أو إجباريًا باستدعاء تلك السندات وتحويلها.¹

1-3-3- السندات القابلة للتحويل مع إمكانية القطع

وهي نوع من السندات تصدر عادة من طرف شركات عالمية في الأسواق المالية الدولية، و تسمح للمستثمر إضافة إلى عملية تحويل السند الاستفادة من تقلبات أسعار العملات في سوق الصرف، من خلال التحول من عملة السند إلى عملة السهم، علما أن سعر التحويل من السند إلى السهم ومن عملية إلى أخرى يحدد عند الإصدار.²

1-3-4- السندات ذات القيمة الصفرية

وهي نوع من السندات لا يحصل صاحبها على فوائد دورية، وإنما يحصل على الفوائد عنها في شكل علاوة تعويض عند تاريخ الاستحقاق أو عند بيع السند، وجاءت فكرة هذه السندات انطلاقًا من شهادات الإيداع التي ظهرت حديثًا في الولايات المتحدة الأمريكية.

1-3-5- السندات ذات المعيار النقدي

وهي سندات تكون الفائدة المحصل عليها دوريًا، وكذا القيمة التي يسدد بها السند عند تاريخ الاستحقاق متغيرة تبعًا لجملة من المؤشرات الاقتصادية والنقدية.

1-3-6- السندات القابلة للاستدعاء

وهي سندات تعطي الجهة المصدرة الحق في استرداد السند قبل تاريخ الاستحقاق، وذلك اعتمادًا على سعر الفائدة السائد في السوق، ومقارنته بمعدل الفائدة الذي يدفع لحامل السند. ويحق للشركة في هذا النوع من السندات أن تستدعي جزءًا من سندات المصدرة أكلها، وهذا الشرط عادة ما يكون ملازم لشرط قابلية تحويل السند إلى أسهم.

1-3-7- السندات بخصم الإصدار -صفرية الكوبون-

وهي سندات لا تحمل معدلًا للكوبون، وإنما يدفع المكتتب فيها قيمة فعلية أقل من قيمتها الاسمية، ويمثل الفرق بين القيمة الفعلية المدفوعة عند السند وبين القيمة الاسمية المحصلة عند تاريخ الاستحقاق علاوة أو فائدة الاستثمار في السند.

¹ - محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان وجمال العبد، المصدر سبق ذكره، ص: 251.

² - ناجي الجمل، (1998): إدارة المحفظة المالية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، ص: 15-16.

1-3-8- السندات بعلاوة إصدار

وهي عبارة عن سندات تصدر بقيمة حقيقية تزيد عن قيمتها الاسمية، وهي عكس النوع السابق لأن الجهة المصدرة تبيع السند بسعر أعلى من قيمته الاسمية، وعند الرد تلتزم برد قيمته الاسمية فقط. وفي مقابل ذلك، يحصل المكتتب على سعر فائدة أعلى من سعر الفائدة على السندات العادية. ولعل سبب ذلك ثقة الجهة المصدرة في إقبال الجمهور على شراء هذه السندات.

2- تقييم السندات وتحليل حساسيتها

يمكن استعراض تقييم السندات وفق نموذج القيمة الحالية وتحليل حساسية من خلال مايلي:

2-1- نموذج القيمة الحالية

تعتبر القيمة الحالية للسند عن حاصل جمع التدفقات النقدية المستحقة -الفائدة السنوية أو الكوبون + القيمة الاسمية- التي يحققها السند من تاريخ إصداره حتى تاريخ الاستحقاق، وتعطى وفق العلاقة الآتية:

$$P_0 = C \frac{1 - (1+r)^{-n}}{r} + F(1+r)^{-n}$$

حيث:

P_0 : القيمة الحالية

C : الكوبون

r : معدل الاستحداث

n : أجل الاستحقاق

F : القيمة الاسمية.

وفي حالة كون السند لا نهائي -سرمدي- فإن كوبونات ستدفع هي الأخرى بصفة غير نهائية ومن ثم فإن قيمته الحالية له تكون كالاتي:

$$P_0 = \frac{C}{r}$$

وإذا كانت الكوبونات تدفع m مرة في السنة، فإن القيمة الحالية يمكن الوصول إليها بعد حساب معدل الكوبون التناسبي إذا كان معدل الكوبون المعطى سنوي، وكذلك معدل الاستحداث الذي يتناسب مع دفع الكوبونات الجديدة والذي يصبح يسمى بمعدل الاستحداث الفعلي، وذلك وفق الآتي:

$$i' = \frac{i}{m}$$

حيث:

i' : معدل الكوبون التناسبي

i : معدل الكوبون السنوي.

m : عدد المرات التي يعطى فيها الكوبون في السنة.

$$r' = \left(1 + \frac{r}{m}\right)^m - 1$$

حيث:

r' : معامل الاستحداث الفعلي.

r : معامل الاستحداث السنوي.

وتعطى القيمة الحالية في هذه الحالة كالآتي:

$$P_0 = \frac{C}{m} \cdot \frac{1 - \left(1 + \frac{r}{m}\right)^{-m \cdot n}}{\frac{r}{m}} + F \left(1 + \frac{r}{m}\right)^{-m \cdot n}$$

أما عندما تكون كوبونات تستحدث بصفة مستمرة فإنها ستواجه ما يعرف بأثر التناقص المستمر الناجم عن استمرارية الاستحداث. ويتم التوصل للقيمة الحالية بعد حساب معدل الاستحداث الفعلي - الفعلي الخصم -، والذي يحل محل معدل الاستحداث السنوي، وذلك وفق مايلي:

$$r' = \left(1 + \frac{r}{m}\right)^m - 1$$

$$\lim_{m \rightarrow \infty} r' = \lim_{m \rightarrow \infty} \left(1 + \frac{r}{m}\right)^m - 1 = e^r - 1$$

$$r' = e^r - 1$$

لتصبح القيمة الحالية في هذه الحالة،

$$P_0 = C \left[\frac{1 - e^{-nr}}{e^r - 1} \right] + F e^{-nr} \quad \text{كالآتي:}$$

أما عندما تكون بصدد كوبونات تدفع بصفة مستمرة وتحدث بصفة مستمرة أيضا فإن القيمة الحالية استنادا لما سبق تصبح:

$$P_0 = \frac{C}{r}(1 - e^{-m}) + Fe^{-m}$$

2-2- تحليل الحساسية

يمكن تناول حساسية تغير أسعار السندات نتيجة تغير أسعار الفائدة في السوق من خلال مايلي:

2-2-1- متوسط أجل استحقاق السند La duration

يعبر متوسط أجل استحقاق السند عن الفترة اللازمة لاسترداد قيمته، وهو مؤشر يسمح بقياس درجة حساسية سعر السند لتغيرات أسعار الفائدة في السوق-معدل الاستحداث أو معدل الخصم-، ويمكن احتسابه باستخدام المعادلة الآتية:¹

$$D = \frac{\sum_{t=1}^T tC_t(1+r)^{-t} + TF(1+r)^{-T}}{\sum_{t=1}^T C_t(1+r)^{-t} + F(1+r)^{-T}}$$

أي:

$$D = C \sum_{t=1}^T t \frac{(1+r)^{-t}}{p} + TF \frac{(1+r)^{-T}}{p}$$

حيث:

D: متوسط أجل الاستحقاق.

P: القيمة الحقيقية للسند -السعر-.

T: أجل الاستحقاق.

t: سنة الاستحداث -وتمتد من السنة 1 حتى أجل الاستحقاق.

من خلال المعادلة السابقة يستنتج أن كل من معدل الكوبون، معدل الاستحداث وأجل الاستحقاق، هم

عوامل أساسية لهم دور في تحديد متوسط أجل الاستحقاق، وذلك وفق الآتي:²

- زيادة معدل الاستحداث تؤدي إلى تقليل القيمة الحالية لكل تدفق، وكون متوسط أجل الاستحقاق يعتمد على

ضرب القيمة الحالية للتدفقات بالسنة t، فإن معدل الاستحداث المرتفع يؤدي إلى تخفيض متوسط أجل

الاستحقاق، مما يعني وجود علاقة عكسية بين متوسط أجل الاستحقاق ومعدل الاستحداث.

¹ - A.Farber, M-P.Laurent, K.Osterlinck & H.Pirotte, (2004): Finance, Pearson education, France, pp: 163-164.

² - Idem, p:165.

- زيادة معدل الفائدة -معدل الكوبون- على السندات يؤدي إلى رفع القيمة الحالية وبالتالي سعر السند. هذه الزيادة في السعر تؤدي إلى تخفيض متوسط أجل الاستحقاق، لذلك نقول هناك علاقة عكسية ما بين متوسط أجل الاستحقاق ومعدل الكوبون.

- زيادة موعد الاستحقاق تؤدي إلى زيادة متوسط أجل الاستحقاق، وبالتالي يكون السند أكثر حساسية للتغيرات في سعر الخصم، والانخفاض في موعد الاستحقاق يؤدي إلى تخفيض آجال الاستحقاق وبالتالي يكون السند أقل حساسية للتغيرات في سعر الخصم. لذلك يمكن القول أنّ هناك علاقة طردية ما بين أجل استحقاق السند ومتوسط أجل استحقاق السند.

2-2-2 - معامل الحساسية Coefficient de sensibilité

بعدما تمّ التعرض إلى متوسط أجل استحقاق كمؤشر على حجم التغير في سعر السند نتيجة لتغيير معدّل الاستحداث، وكذلك التوصل إلى كون السندات ذات موعد الاستحقاق الطويل يكون متوسط أجل استحقاقها كبيراً وتكون أكثر حساسية لتغيرات سعر الخصم. ولحساب نسبة التغير في قيمة السندات نتيجة لتغيير معدل الاستحداث، يتمّ استخدام ما يسمّى بمتوسط أجل الاستحقاق المعدّل *Duration modifiée* أو معامل الحساسية *Coefficient de sensibilité*، الذي يعطى بالعلاقة الآتية:

$$D_m = \frac{D}{1+r} = - \frac{P'(r)}{P(r)}$$

حيث:

D_m : متوسط أجل الاستحقاق المعدّل - معامل الحساسية-

ولحساب التغير في سعر السند انطلاقاً من معامل الحساسية نتيجة تغير معدل الاستحداث بمقدار

Δr ، يستعان بعلاقة تايلور يونق *Young Taylor* التقريبية من الدرجة الأولى المعطاة كالآتي:

$$P(r + \Delta r) \approx P(r) \left[1 - \frac{D}{1+r} \Delta r \right]$$

$$P(r + \Delta r) \approx P(r) [1 - D_m \Delta r]$$

حيث:

$P(r + \Delta r)$: السعر الجديد للسند نتيجة تغير سعر الخصم بمقدار Δr .

هذه العلاقة لا تصلح إلا للتغيرات الكبيرة نوعاً ما في معدل الاستحداث، لاعتبار متوسط أجل

الاستحقاق المعدل يعبر عن علاقة من الدرجة الأولى -خطية- بين السعر -القيمة الحقيقية- ومعدل الاستحداث.

Convexité التحذب -3-2-2

يعبر تحذب سعر السند اتجاه تغير معدل الاستحداث عن العلاقة الدالية من الدرجة الثانية التي تتميز بنوع من الدقة في حساب السعر على مستوى مجالات تغير أصغر، من المجالات التي يستخدم فيها متوسط أجل الاستحقاق المعدل.

وتحذب السند يعرف بالعلاقة الموالية:¹

$$COX = \frac{\sum_{t=1}^T t(1+C_t)(1+r)^{-t} + T(T+1)F(1+r)^{-T}}{(1+r)^2 P}$$

حيث:

COX: تحذب السند.

ويمكن حساب تغير سعر السند نتيجة تغير معدل الاستحداث بمقدار Δr انطلاقاً من التحذب، من خلال الاستعانة بعلاقة تايلور يونق Taylor Young التقريبية من الدرجة الثانية، وفقاً لما يلي:

$$P(r + \Delta r) \approx P(r) + P'(r)\Delta r + P''(r)\frac{\Delta r^2}{2}$$

$$P(r + \Delta r) \approx P(r) \left[1 - \frac{D}{1+r}\Delta r + COX\frac{\Delta r^2}{2} \right]$$

$$P(r + \Delta r) \approx P(r) \left[1 - D_m\Delta r + COX\frac{\Delta r^2}{2} \right]$$

¹-L. Esch, R. Kieffer et T. Lopez, (2003): Asset et Risk Management, de boeck, Bruxelles, p: 155.

المطلب الثالث: المشتقات المالية

ويعبر عنها في العادة بالمشتقات المالية التي اشتقت أصلاً لتسيير بعض المخاطر التي تواجه الاستثمار في الأدوات التقليدية. لذلك يمكن القول بأنها إحدى الأدوات التطبيقية المستخدمة للتغطية ضد الخطر المستقبلي -ارتفاع أو انخفاض غير متوقع لأسعار الأوراق المالية-. وعرفت هذه الأدوات تطوراً كبيراً منذ 1973 بظهور نموذج Black and Sckoles، الذي يسمح بتقييمها.

1- عقود الخيارات

سيتم تناول عقود الخيار من خلال مايلي:

1-1- تعريف عقود الخيارات

عقود الخيارات هي أدوات مالية قديمة تنشأ عند القيام بعقود آجلة، تعطي الحق وليس الإلزام لحائزها لتنفيذ الصفقة بسعر التنفيذ -السعر المتفق عليه عند إبرام العقد- أو عدم تنفيذها خلال مدة العقد، التي تفصل بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ الاستحقاق وذلك بعد دفع علاوة، فإذا كانت نهاية عقد الخيار في تاريخ الاستحقاق -وليس قبله- يصبح لدينا خيار يسمى بالأوروبي، أما إذا كان يمكن إنهاء عقد الخيار في أي وقت إلى غاية تاريخ الاستحقاق هنا يسمى بالأمريكي.

بصفة عامة الخيارات هي أدوات للتأمين ضد المخاطر التي يتعرض لها المستثمر، خصوصاً مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو يعتزم شراءها أو بيعها في المستقبل.

1-2- أنواع عقود الخيارات

بخصوص أنواع عقود الخيارات فإنه يميّز في العموم بين حق اختيار الشراء Un call، وحق اختيار

البيع Un put:¹

1-2-1- عقد اختيار الشراء Un call

يتيح هذا العقد فرصة للمستثمر لحماية استثماراته ضد مخاطر ارتفاع القيمة السوقية لأوراق مالية يعزم المستثمر شراءها في المستقبل، وأصلاً هو عبارة عن اتفاقية بين البائع والمشتري، تنشأ نتيجة قبول المشتري دفع علاوة للبائع، ليستطيع بذلك مشتري العقد شراء الأصل خلال الفترة المحددة بسعر التنفيذ إن أراد. إبرام عقد الخيار يعتمد في جوهره على تباين توقعات كل من مشتري العقد ومصدره تجاه الأسعار المستقبلية للأوراق محل الاختيار.

¹ - فهد الحويماي، (2006): المال والاستثمار في سوق الأوراق المالية، ط2، مطابع دار الهلال للاؤفست، الرياض، ص ص: 368-373.

عقد خيار الشراء ينشأ عنه حق لكل من مشتري العقد وبائع العقد، والجدول الموالي يوضح ذلك:

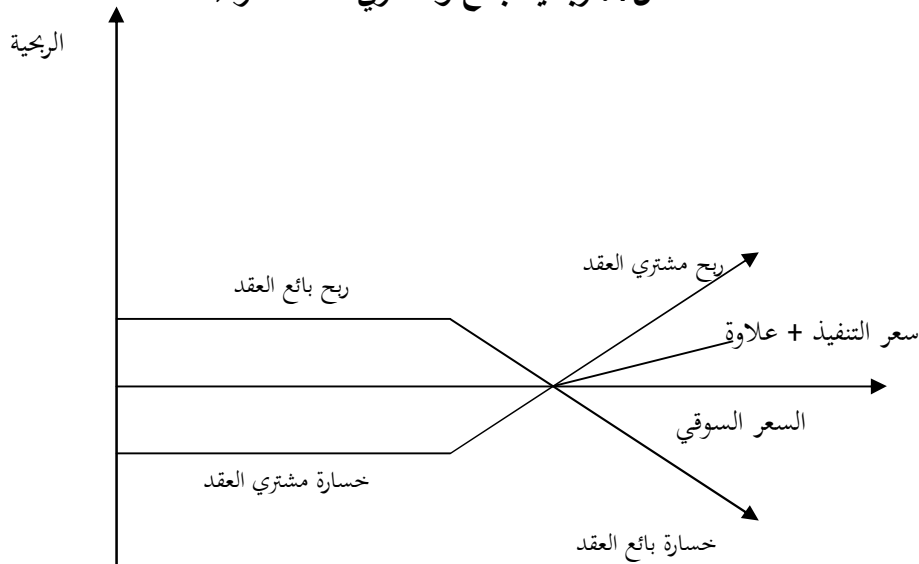
جدول 1: حق بائع ومشتري عقد خيار الشراء

عقد خيار شراء	
له الحق بشراء الأوراق بالسعر المحدد خلال المدة المحددة	مشتري العقد
عليه شرط بيع الأوراق فيما لو رغب المشتري بذلك	بائع العقد

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على المصدر نفسه، ص: 372.

وفيما يخص ربحية المشتري والبائع لعقد خيار الشراء، فإن المشتري يحقق الربح المطلوب عندما يرتفع سعر السوقي للورقة عن السعر المحدد في العقد -سعر التنفيذ-. أما البائع يجني قيمة العقد بأي حال من الأحوال ولكنه ملزم بالاحتفاظ بالورقة إلى أن تنتهي مدة العقد، وربحيته ستكون متعلقة بنوعين من المخاطر، أولها خطر انخفاض القيمة السوقية للورقة بشكل كبير مما يجعل المستثمر يصرف النظر عنها، أما الخطر الثاني يتعلق بضياح الفرصة عندما يرتفع سعر السهم بشكل كبير، والشكل الموالي يوضح ذلك أكثر:

الشكل 1: ربحية بائع ومشتري عقد الشراء



المصدر: R.Brealey & S.Myers, (2003): Principes de Gestion Financiere, 7^eédition, Pearson Education, France, pp: 635-636.

France, pp: 635-636.

Un put -1-2-1 عقد اختيار البائع

هذا العقد عبارة عن اتفاقية أخرى بين البائع والمشتري من خلالها يشتري العقد يعطي له الحق في بيع الأوراق المالية إن أراد ذلك لمشتريها -الذي هو بائع العقد-، خلال فترة محددة مقابل علاوة يدفعها لبائع العقد، وليس بالضرورة هنا أن يكون بائع الأوراق لها حين إبرام العقد.

أمّا فيما يتعلّق بالحقّ، فإنّ مشتري العقد فهو غير ملزم ببيع الأوراق بل له فقط الحقّ في بيعها، وبائع العقد فهو ملزم بشراء الأوراق متى طلب منه ذلك، والجدول الموالي يوضّح ذلك:

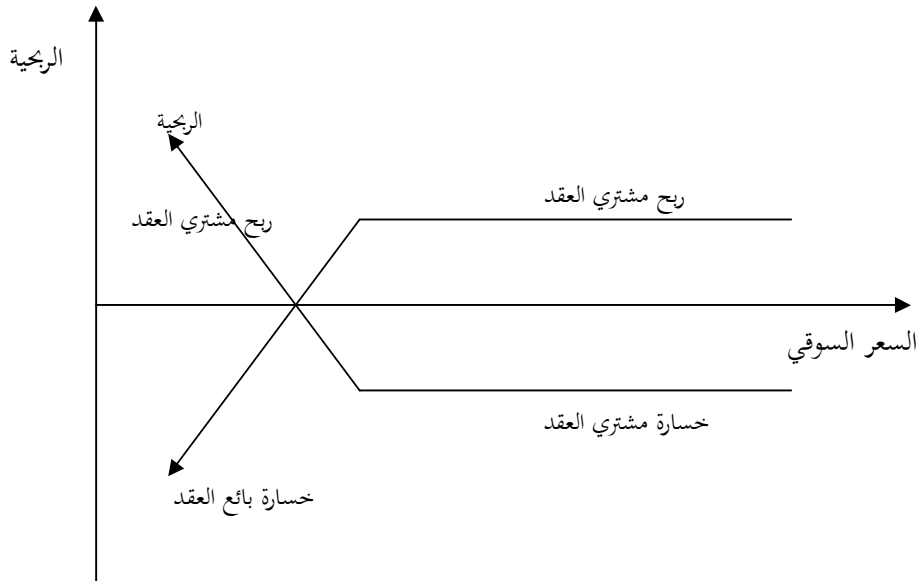
جدول 2: حق بائع ومشتري عقد خيار البيع

عقد خيار البيع	
له حق بيع الأسهم بالسعر المحدد خلال المدة المحددة	مشتري العقد
عليه شرط شراء الأسهم فيما لو رغب المشتري ذلك.	بائع العقد

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على المصدر نفسه، ص: 372.

وفيما يتعلّق بربحية مشتري خيار البيع فإنها تزداد كلما كان السعر السوقي للورقة أقلّ من سعر التنفيذ، أمّا بائع عقد خيار البيع فإنّه يحقق ربح مساوي لمبلغ العلاوة عندما يكون السعر السوقي للورقة أكبر من سعر التنفيذ، والشكل الموالي يوضّح ذلك.

الشكل 2: ربحية بائع ومشتري عقد البيع



المصدر: R.Brealey & S.Myers, Op-cit, pp: 635-636.

2- العقود المستقبلية

يمكن تناول العقود المستقبلية من خلال الآتي:

2-1- تعريف العقود المستقبلية

العقد المستقبلي هو اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع كمية معينة من الأوراق المالية في تاريخ مستقبلي بسعر محدد، فهو بمثابة إلزام قانوني بين طرفين أحدهما يتخذ مركزا طويلا بموافقته على شراء أو بيع أوراق مالية بسعر التنفيذ في التاريخ المتفق عليه، والطرف الآخر يتخذ مركزا قصيرا بالموافقة على بيع أو شراء الأوراق المالية ذاتها في نفس التاريخ وب نفس السعر. فالعقد المستقبلي هو عقد نمطي أو معياري يتداول في أسواق منظمة، وفق شروط وقواعد خاصة تفرض من طرف سلطات السوق لحماية المتعاقدين، وذلك بخلاف العقد الأجل¹ الذي يفترق لطابع النمطية أو المعيارية رغم أنه يشبهها إلى حد كبير الشيء الذي يجعله أقل قدرة على توفير الحماية.¹

2-2- أنواع العقود المستقبلية

في سبعينيات القرن العشرين ومع امتداد العمل بالعقود المستقبلية في مجال الأدوات المالية، أصبح يميز بين العديد من هذه العقود، أهمها:

2-2-1- العقود المستقبلية على المؤشرات البورصية

هي أدوات مالية مشتقة من السوق البورصية وترتكز أساسا على تصور معين مفاده أن مشتري العقد يتلقى من البائع محفظة أسهم تمثل المؤشر المأخوذ كركيزة في العقد وهذه الطريقة في اشتقاق هذا النوع من الأصول تم تبنيها في بادئ الأمر في بورصة أوزاكا OSAKA باليابان لكنها تميزت بالتعقيد وارتفاع الكلفة، مما جعل الأمريكيان يعتمدوا حلا آخر يقضي بالتسديد بالسيولة، وهو إجراء يتطابق مع حركة بسيطة لرؤوس الأموال التي يحتسب مبلغها على أساس الفارق بين قيمة المؤشر عند استحقاق العقد وقيمة المؤشر عند شراء العقد.²

2-2-2- العقود المستقبلية على السندات

هي عقود تمثل في جوهرها اتفاق حول بيع أو شراء كمية محددة من السندات في تاريخ مستقبلي بسعر التنفيذ. فهي عقود قابلة للتداول في السوق بيعا وشراء بين المستثمرين بناء على توقعاتهم لارتفاع وانخفاض

* - العقد الأجل Contract forward هو الآخر يعطى لمشتريه الحق في شراء أو بيع أوراق مالية في وقت لاحق مقابل سعر محدد فهو شبيه إلى حد كبير بالعقد المستقبلي، غير أنه غير نمطي وليس له أسواق خاصة به وهو ما يجعله أكثر عرضة لموجهة المخاطر خاصة منها ما يتعلق بعدم قدرة أحد الأطراف على الوفاء بالالتزامات.

1- J. Hull, Traduction: P.Roger , C.Hénot & L.Deville, (2007): Option, Futures t autres actifs dérivés, 6^{ème} édition, Pearson éducation, France, pp: 6-7.

2- D.Morissette, (2002): Op-cit , pp: 350-351.

- وسام ملاك، (2003): البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الأول، دار المنهل اللبناني، بيروت، ص: 413.

أسعار السندات محل التعاقد، وكذلك معدلات الكوبون الخاصة بها وفق إستراتيجية مفادها تحقيق الربح وتجنب الخسارة.¹

2-2-3- العقود المستقبلية على العملة الصعبة

هي عقود مستقبلية خاصة ببيع عملة معينة في فترة لاحقة بسعر محدد سلفاً، ومن أهم الأسواق التي يتداول فيها هذا العقد نجد سوق شيكاغو في الولايات المتحدة الأمريكية، والعملات الصعبة التي تكون محل التعامل في هذه العقود نجد الدولار، اليورو، الين الياباني والمرك الألماني... الخ.²

2-2-4- العقود المستقبلية على القبولات البنكية

باعتبار أن القبولات البنكية أدوات دين تصدرها المصارف التجارية وذلك لتسهيل عمليات الاستيراد والتصدير والتعامل بين التجار المحليين والتجار الأجانب، فهي تمثل في كثير من الأسواق مؤشر لأسعار الفائدة قصيرة الأجل، وهذه القبولات تباع عادة بخصم لبيوت السمسرة ويمكن أن تكون أيضاً محل تعامل في عقود مستقبلية تقوم على أساس عقد إتفاق بين بائع قبولات ومشتري لها في وقت لاحق بسعر تنفيذ. ومن أوائل الأسواق التي عملت بهذه القبولات نجد سوق منتريال Montréal بكندا وذلك سنة 1988 وجاء هذا نتيجة اشتقاق بهدف تقليل مخاطر أسعار الفائدة على هذه القبولات.³

3- تقييم المشتقات المالية

هناك نموذجان يمكن اعتمادهما في تقييم عقود الخيار وهما:⁴

3-1- النموذج ذو الحدين Le modèle binomial

هذا النموذج اقترح من طرف Cox. Ross و Ru Hinskein، وقد استعمل لدراسة الخيارات في حالة أفق فترة واحدة في ظل جملة من الفرضيات أهمها:

- غياب تكلفة المعاملات والضرائب.
- إمكانية البيع بالتغطية دون حدود.
- سعر الأصل يتبع إجراء متوقف مقارنة بالزمن.
- معدل العائد خال من المخاطرة مستقر في الزمن.

¹- D.Morissette, Op-cit :Valeurs mobilières et gestion de portefeuille, 2002,p: 355.

²- Idem, pp: 357-358.

³- Ibid, pp: 358-359.

⁴- Ibid, pp: 284-291.

لذا فإنّه في إطار فترة واحدة، نعرّف V_0 سعر السهم في اللحظة t_0 ، والقيمة V_E سعر التنفيذ، وقيّمته في نهاية الفترة يمكن أن تكون إمّا:

V_H حيث $V_H > V_E$ مع احتمال تحقيق (P)

V_B حيث $V_B < V_E$ مع احتمال تحقيق (P-1)

ونعرف r معدل العائد الخالي من المخاطرة للفترة.

وحتى نتّمكّن من تقدير قيمة اختيار الشراء فإنّه يتعيّن علينا تشكيل محفظة خالية من المخاطرة، وهذه المحفظة تكون مشكّلة من السهم محلّ التعاقد وعدد معيّن من عقود الخيار الشراء n - أي يبيع عدد معين من خيارات الشراء Call - وحتى نتّمكّن من معرفة n عدد عقود خيار الشراء فإنّه يتعيّن حساب نسبة التغطية RC

$$RC = \frac{\max[V_H - V_E, 0] - \max[V_B - V_E, 0]}{V_H - V_B}$$

حيث:

$\max[V_H - V_E, 0]$: قيمة الخيار الشراء عندما سعر السهم يساوي V_H

$\max[V_B - V_E, 0]$: قيمة الخيار الشراء عندما سعر السهم يساوي V_B

وبعدما نتّمكّن من معرفة RC نسبة التغطية، فإنّ عدد عقود الخيار الشراء المشكّلة للمحفظة يصبح

يساوي لـ:

$$n = \frac{1}{RC}$$

ومن هنا يمكن القول أن المحفظة الخالية من المخاطرة يكون كل سهم مقابل بـ n خيار.

وبعدما نكون قد قدرنا نسبة التغطية نذهب إلى مرحلة أخرى ليتمّ فيها تحديد ثروة المستثمر في نهاية كل فترة

في ظل سعري السهم المحتملين V_H, V_B :

- ثروة المستثمر في نهاية الفترة إذا كان سعر السهم V_H .

$$Rich_{FinPH} = V_H - \max[V_H - V_E, 0] \times n$$

- ثروة المستثمر في نهاية الفترة إذا كان سعر السهم V_B .

$$Rich_{FinPB} = V_B - \max[V_B - V_E, 0] \times n$$

لنصل إلى كون: $Rich_{FinH} = Rich_{FinB}$

وهذه الثروة هي ثروة نهاية الفترة لكن حتى نصل إلى قيمة اختيار الشراء، لا بدّ من معرفة الثروة في

بداية الفترة في ظلّ معدّل عائد مطلوب على الاستثمار K مساوي للمعدل الحالي r من المخاطرة:

$$\text{Rich}_{\text{ActP}} = \text{Rich}_{\text{FinB}} (1 + K)^{-t}$$

حيث:

$t=1$ لاعتبار الفترة هي واحدة.

ومنه، فإنّ قيمة الخيار التي تقبل دفعها في ظلّ معدّل خالي من المخاطرة نصل إليها وفق الآتي:

$$V_0 - \text{VCall}_0 \times n = \text{Rich}_{\text{ActP}}$$

$$\text{VCall}_0 = \frac{\text{Rich}_{\text{ActP}} - V_0}{-n}$$

وحتى تتمكن من معرفة ما إذا كانت هذه القيمة هي القيمة العادلة للخيار الشراء Call فإنّه لا بدّ أن يكون معدّل العائد عن الاستثمار في هذا الخيار R_{Call} مساوي لمعدل العائد الحالي من المخاطرة وللتحقّق من ذلك تتبع الخطوات التالية:

$$\text{Mise de Fonds} = V_0 - \text{VCall}_0$$

$$R_{\text{Call}} = \frac{\text{Rich}_{\text{FinP}} - \text{Mise de Fonds}}{\text{Mise de Fonds}}$$

إذا كان:

$r < R_{\text{Call}}$ الخيار مغالى فيه.

$r = R_{\text{Call}}$ الخيار مقيم بقيمته.

$r > R_{\text{Call}}$ الخيار مباع بأقلّ من قيمته.

3-2- نموذج بلاك سكولز Black et Sckoles

نموذج بلاك سكولز Black et Sckoles هو نموذج أكثر استعمال في تقييم عقود الخيار على مستوى سوق الأوراق الماليّة، فهو يسمح بتقييم عقود خيار الشراء من الصنف الأوروبي، كما أنّ هذا النموذج في نسخته الأصليّة يمكن من تقييم الخيارات الأمريكيّة إذا كان السهم لا يعطي توزيعات أرباح.

كما أنّ هذا النموذج يأسس على جملة من الفرضيات منها:

- مكانية البيع بالتغطية.
- لا توجد تكلفة المعاملات ولا ضرائب.
- السهم يأخذ قيم مستمرة.
- هذه القيمة توزّع حسب قانون Log الطبيعي.
- خلال فترة حياة الخيار، لا ندفع أي حصص أرباح السهم المعني.

- المعدل الخالي من المخاطرة ثابت.

أما في الصيغة المعتمدة في تقييم هذا الخيار فإنه يمكن اعتبارها وفق الآتي:

$$V_c = PN(d_1) - Ee^{-r_s t} N(d_2)$$

حيث:

V_c : قيمة خيار الشراء Call.

D : السعر الحالية للسهم العادي.

E : سعر التنفيذ

r_s : معدل العائد خالي من المخاطرة مرسل باستمرار.

t : الوقت المتبقي على نهاية العقد مغطى بالنسبة.

$e^{-r_s t}$: حاصل الاستحداث المستمر

δ^2 : تباين العائد السنوي المستمر للسهم

علما أن:

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{P}{E}\right) + \left(r_s + \frac{\delta^2}{2}\right)t}{\delta\sqrt{t}}$$

$$d_2 = d_1 - \delta\sqrt{t}$$

حيث:

$N(d_1)$: الفضاء الاحتمالي المحصور بين d_1 و $-\infty$.

$N(d_2)$: الفضاء الاحتمالي المحصور بين d_2 و $-\infty$.

d_1, d_2 قيمة هذا التوزيع الطبيعي المتراكم تقرأ من جدول التوزيع الطبيعي.

المبحث الثالث: كفاءة السوق الأوراق المالية

تعتمد عملية تعبئة المدخرات وتنميتها في سوق الأوراق المالية على مدى كفاءتها، باعتبار أن السوق الكفاءة هي السوق التي تتوفر على جملة من الشروط التشريعية والتنظيمية، ونظام معلومات فعال يجعلها في حالة توازن دائم، واتجاه الأسعار فيها يتبع مساراً عشوائياً يعكس الصورة الحقيقية لسعر الورقة المالية في ظل انتشار المعلومة في كامل السوق، ليتحقق بذلك التخصيص الكفء للموارد المتاحة. ولإحاطة أكثر بموضوع كفاءة سوق الأوراق المالية في هذا المبحث سيتم التعرض إلى مختلف التعارف التي الخاصة بها وكذلك مختلف خصائصها وأنواعها والمرتكزات التي تقوم عليها أي سوق تتسم بالكفاءة، كما أنه سيتم أيضاً التعرّيج على الاتجاهات المعتمدة لرفع الكفاءة ومختلف صيغها وطرق اختبارها، وذلك من خلال المطلبين الآتيين:

- مفاهيم عامة حول كفاءة سوق الأوراق المالية؛
- صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: مفاهيم عامة حول كفاءة سوق الأوراق المالية

سيتم تناول مختلف المفاهيم الخاصة بكفاءة سوق الأوراق المالية من خلال مايلي:

1- تعريف سوق الأوراق المالية الكفاءة وخصائصها

يتم تعريف سوق الأوراق المالية الكفاءة وذكر خصائصها، من خلال الآتي:

1-1- تعريف سوق الأوراق المالية الكفاءة

باعتبار مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية يحظى بدرجة كبيرة من الاهتمام لدى المتدخلين في هذه السوق، فإن الوقوف على تعريف جامع وشامل للكفاءة يتطلب التعرّيج على بعض تعاريف وفقاً الآتي:

تعرف سوق الأوراق المالية الكفاءة على أنها هي تلك السوق التي يعكس فيها سعر الورقة المالية التي تصدرها شركة ما كافة المعلومات المتاحة والمتوفرة عنها، مما يؤدي إلى ظهور ما يعرف السعر العادل للورقة المالية الذي يعكس قيمتها المحورية، حيث تكون هذه القيمة مساوية للقيمة السوقية.¹

كم تعرف أيضاً على أنها "السوق الذي يشتمل على عدد كبير من المتعاملين الراشدين اقتصادياً والراغبين في تعظيم أرباحهم، وأن أسعار الأوراق المالية به تعكس جميع المعلومات المتاحة المتعلقة بالأحداث الماضية والجارية والمتوقع حدوثها في المستقبل".¹

¹ - صلاح الدين حسن السيسى، (2003): بورصة الأوراق المالية: الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح، عالم الكتب، القاهرة، ص: 24.

كما يوجد تعريف آخر يرى أن سوق الأوراق المالية الكفؤة هي السوق التي تستجيب أسعار الأوراق المالية في ظلها للتغيرات في نتائج تحليل المعلومات والبيانات المتدفقة للسوق مما يؤدي إلى حدوث استجابة سريعة، حيث تتساوى القيمة السوقية للورقة مع قيمتها الحقيقية أو المحورية.²

من خلال التعاريف السابقة، يمكن القول بأن سوق الأوراق المالية الكفؤة هي سوق قادرة على التخصيص الأمثل للموارد المالية المتاحة، والمعلومات الضرورية فيها متاحة لجميع المستثمرين من دون تكاليف أو بتكاليف منخفضة، مما يجعل أثر وصولها على أسعار الأوراق المالية مباشر، والفاصل الزمني بين تحليلها والحصول على نتائج بشأن قيم الأوراق المالية منعدم. فهذا المفهوم يعبر عن الكفاءة الكاملة لسوق الأوراق المالية، أما الكفاءة الاقتصادية للسوق وتعني ضرورة مضي بعض من الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى ظهور أثارها على أسعار الأوراق المالية، مما يجعل هناك فارق بين القيمة السوقية للورقة والقيمة الحقيقية لفترة صغيرة من الوقت دون تمكين المستثمرين من تحقيق عوائد غير عادية من وراء ذلك.

1-2- خصائص سوق الأوراق المالية الكفؤة

لكي يحقق سوق الأوراق المالية هدفه المتمثل في التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن تتوفر فيه جملة من السمات، أهمها:³

- المنافسة الكاملة في السوق هنا يقصد بها العدالة السوقية، حيث يجب أن يكون عدد المتعاملين في السوق كبير مما يمنع وجود قوى احتكارية على الأسعار، ليصبح المشاركون متلقين للسعر بدلا من كونهم قادرين على فرضه.

- كفاءة التسعير يطلق عليها أيضا الكفاءة الخارجية، ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى جميع المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير ومن دون تكبد تكاليف مرتفعة، مما يجعل من أسعار الأوراق مرآة عاكسة لكافة المعلومات المتوفرة.⁴

- كفاءة التشغيل ويطلق عليها أيضا الكفاءة الداخلية، ويقصد بها قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب دون تكبد المتعاملين فيها تكلفة عالية للسمرسة، ودون أن يتاح لصناع السوق فرصة لتحقيق هامش ربح مغالى فيه.⁵

1- عصام فهد العريبي، (2008): الاستثمار في بورصات الأوراق المالية، دار الرضا للنشر، دمشق، ص: 47.

2- رمضان الشراح، (2000): "أسواق الأوراق المالية"، المال والصناعة (الثامن عشر)، بنك الكويت الصناعي، الكويت، ص: 20.

3- جمال جويدان الجمال، (2002): الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، ص: 41-42.

4- عبد الغفار حنفي، (2000): الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، ص: 214-215.

5- إيهاب الدسوقي، (2000): اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، ص: 34.

- الأمن والأمان ويقصد بهما توفير الحماية اللازمة من المخاطر سواء التجارية منها أو غير التجارية، التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر، وحماية السوق من كل الممارسات غير الأخلاقية التي تعدم عامل المنافسة وتؤدي إلى متهاتات تحول دون التخصيص الجيد للموارد.
- العقلانية يجب أن يكون المتعاملون في السوق هدفهم تحقيق الربح من خلال معالجة المعلومات واختيار البديل الاستثماري الأفضل.

2- أنواع الكفاءة سوق الأوراق المالية ومرتكزاتها

يمكن تناول أنواع الكفاءة ومرتكزات سوق الأوراق المالية، كآتي:

2-1- أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية

يمكن التمييز بين نوعين من الكفاءة، وهما الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية:

2-1-1- الكفاءة الكاملة

تعبر الكفاءة الكاملة عن عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة للسوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن أسعار الأوراق المالية، بشكل يجعل الأسعار وكأنها هي التي تعكس المعلومات الخاصة بالأوراق المتداولة، فالكفاءة الكاملة تقضي بتساوي القيمة الحقيقية مع القيمة السوقية للأوراق المالية مما يتيح تكافؤ الفرص والربح لكافة المستثمرين.

ويمكن أن تبلغ السوق الكفاءة الكاملة إذا تحققت جملة من الشروط أهمها:¹

- وجود عدد كبير من المستثمرين يتصفون بالرشد والعقلانية، ويسعى كل منهم لتعظيم الربح من خلال التحليل والتوقع العلمي، لكن لا يستطيع أي مستثمر التأثير في الأسعار.
- توافر المعلومات بسرعة وبدقة، ومن دون تكاليف.
- توافر المعلومات في صورة عشوائية وسهولة الدخول والخروج من السوق في ظل عدم وجود قيود على التعامل
- استجابة المستثمر بسرعة ودقة للمعلومات الجديدة، ومن ثم تعديل أسعار الأوراق المالية.

2-1-2- الكفاءة الاقتصادية

الكفاءة الاقتصادية للسوق وتعني ضرورة مضي بعض من الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى ظهور أثارها على أسعار الأوراق المالية بسبب تكلفة المعاملات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار،

¹ - المصدر نفسه، ص: 33.

مما يجعل هناك فارق بين القيمة السوقية للورقة والقيمة الحقيقية لفترة صغيرة من الوقت دون تمكين المستثمرين من تحقيق عوائد غير عادية من وراء ذلك.

2-2-2- مرتكزات سوق الأوراق المالية الكفاءة

لا يمكن أن تتحقق كفاءة السوق على النحو الذي يسمح بتأدية الدور المنوط بها، إلا إذا قامت على جملة من المرتكزات، وهي:¹

2-2-2-1- الكفاءة التنظيم للسوق

هناك العديد من العوامل التي تسهم في تحديد الكفاءة التنظيمية للسوق، يمكن شرحها فيما يلي:

2-2-2-1-1- وجود إطار تنظيمي واضح المعالم خاص بالسوق

حيث يتم تضمين هذا الإطار التنظيمي في دليل يوضح القواعد التنظيمية المتعلقة باختصاصات السوق، وكذا صلاحيات ومسؤوليات المشرفين على أدارتها.

2-2-2-1-2- تنظيم مهنة الوساطة

يتحقق التنظيم الكفاء لمهنة الوساطة بتوفر عدد من الضوابط، يمكن حصرها فيما يلي:

- وضع ميثاق أخلاقيات مهنة الوساطة.
- تحديد شروط ممارسة مهنة الوساطة.
- ضرورة وجود اتحاد للمهنة يعمل على تنظيم أدائها ومراقبة أعمالها.

2-2-2-1-3- كفاية التشريعات والالتزام بتطبيقها

يتطلب التنظيم المحكم لسوق الأوراق المالية وضع تشريعات ملائمة وضرورية تستوعب هذه السوق سواء في حاضرها أو مستقبلها، وسن التشريعات وحده لا يكفي لتحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية، بل يتطلب السهر على تطبيقها، بشكل يمكن السوق من مسايرة توسعها الطبيعي سواء تعلق الأمر باستقطاب متعاملين جدد أو قدرتها في الرفع من حجم تداولها.

2-2-2-1-4- تحقيق رقابة الأجهزة المختصة

يتم تحقيق أو القيام بعملية الرقابة من طرف الجهات ولجان وصية على السوق تعني بجملة من المهام، يمكن ذكر أهمها فيما يلي:

- التأكد من الوجود الفعلي للشركات المقيدة بالسوق.
- الإشراف على صنع أنظمة السوق المالية، والعمل على تطويرها باستمرار، ومراقبة عمليات التداول عن كثب.

¹ - محمد براق، المصدر سبق ذكره، ص ص: 193-198.

- مراقبة مدى تطبيق التشريعات واللوائح التنظيمية المتعلقة بالسوق.
- مراقبة مهنة الوساطة ومدى التزام أصحابها بتنفيذ مهامهم.
- وجود شروط الإدراج للأوراق المالية للشركات على لائحة السوق الأوراق المالية.
- مراقبة مهنة محافظ الحسابات، والتحقق من مدى بذل الفعالية المهنية من قبل المختصين على النحو الذي يضمن عملية الإفصاح عن المعلومات المالية بشكل دقيق وسليم.
- يخضع تداول الأشخاص لأنظمة ومتطلبات إفصاح محددة، وأن يتم مراقبة متاجرة هؤلاء بالأوراق المالية للشركات التي يعملون فيها للتأكد من دعم استغلالهم لمعلومات متاحة لهم فقط بحكم وظائفهم لتحقيق أرباح سريعة.

2-2-2- الكفاءة التقنية لسوق الأوراق المالية

تتحقق الكفاءة التقنية لسوق الأوراق المالية بتوافر جملة من العوامل المساعدة على تحقق ذلك، والتي يمكن حصرها فيما يلي:

2-2-2-1- التنوع في الأدوات المالية

وذلك عن طريق تنوع السوق بالأوراق المالية سواء كانت هذه الأوراق محلية أو دولية، مما يسمح للمستثمرين من تنوع محافظهم الاستثمارية من حيث تنوع المخاطر والعوائد.

2-2-2-2- إيجاد نظام واضح خاص بالعمليات العاجلة والآجلة وآخر للمقاصة والتسويات

نظام التسيير في السوق الكفاء مبني على أساس آليات العرض والطلب، وهذا ما يمنح للمتعاملين صوتاً لحقوقهم من أي تعسف قد يحدث من طرف الوسطاء فيما يخص تنفيذ الأوامر من جهة، ومن جهة أخرى التنظيم الجاد للعمليات الآجلة وإجبار كل الأطراف المتعاملة في السوق بتطبيق ما هو واجب عليهم من نقل للملكية وتنفيذ كلي للعمليات، من شأنه أن يساهم في جزء من الكفاءة التقنية للسوق المالية.

2-2-2-3- التأكيد على استمرارية التعامل في الأوراق المتداولة

تتشرط كفاءة السوق تحقيق التعامل المستمر على الأوراق المالية وذلك بهدف توفير السيولة الكافية لعمليات التعامل، مما يفرض الانعقاد الدوري للسوق وامتيازها بالحركية الدائمة مع الأخذ بعين الاعتبار إنهاء الصفقات في ظرف زمني معقول وبتكاليف مقبولة.

2-2-3- الكفاءة الإعلامية للسوق

تعتبر الكفاءة الإعلامية للسوق عن الكفاءة الخارجية، وتعتبر دعامة أساسية تسهم في المحافظة على أسعار السوق وتحقيق الكفاءة المطلوبة لها.

ففي ظل سوق كفاءة فإن النظام الإعلامي للسوق ينعكس في تحرك أسعار وأحجام تداول الأوراق المالية، مما يساهم في مساعدة المستثمرين من تحسين اتخاذ قراراتهم الاستثمارية وللإلمام بجوانب الكفاءة الإعلامية. لذلك الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية شريطة أن تكون هذه المعلومات سليمة ودقيقة وغير مضللة يمكن للمستثمرين من اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة وسديدة.

3- اتجاهات رفع كفاءة سوق الأوراق المالية

باعتبار أن السوق الأمريكية تحتل الصدارة العالمية بخصوص القوة والكفاءة، فإن أهم الإصلاحات والإجراءات التي اتبعت لرفع الكفاءة، تتمثل فيمايلي:¹

3-1- عمولة السمسرة

كان النظام المعمول به قبل أول ماي 1975 هو نظام العمولة الثابتة وبعد إصلاحات ماي داي MayDay أصبح مبلغ العمولة محلاً للتفاوض بين السمسار وقد سمحت هذه الطريقة للمستثمرين الكبار من تحقيق وفرات كبيرة بما يؤدي إلى زيادة السيولة ومن ثم رفع كفاءة السوق.

3-2- إدخال أدوات مستحدثة للتعامل

من هذه الأدوات يمكن الذكر على سبيل المثال نظام إلكتروني لإبلاغ الأوامر ونقلها بين السمسار والمتخصص في خلال وقت قياسي، حيث وفقاً للإحصائيات فإن حوالي 45% من الصفقات في بورصة نيويورك تتم عن طريق ذلك النظام الشيء الذي يترتب عنه رفع الكفاءة.²

3-3- السوق الموحد

في محاولة منه لرفع كفاءة سوق الأوراق المالية أدخل الكونغرس الأمريكي في عام 1975 تعديلات على قوانين الأوراق المالية والبورصة، منح بها صلاحية التصرف من أجل توحيد كافة أسواق الأوراق المالية- المنظمة وغير المنظمة- في سوق واحد، وذلك من خلال ربط كافة الأسواق بشبكة اتصال إلكترونية.

وفي هذا الصدد تقوم السوق الموحدة على أربع ركائز أساسية هي:³

- مركزية التقارير والمعلومات وتتطلب هذه المركزية وجود شريط موحد للحاسوب تسجل عليه كافة التقارير التي أبرمت على ورقة مالية مسجلة.

¹ - محمد براق، المصدر سبق ذكره، ص: 224.

² - منير إبراهيم هندي، (1999): الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، ص: 565.

³ - المصدر نفسه، ص: 567.

- مركزية المعلومات والأسعار وهو ما يتيح الفرصة للمتعاملين في سوق ما بالتعرف على أسعار البيع وأسعار الشراء الذي نفذت بها الصفقات لدى كل صانع سوق، مما يتيح للسماسرة أداء خدمة جيدة لعملائهم وتنفيذ الأوامر بأكبر ربح وأقل خسائر.

- مركزية دفتر الأوامر المحددة وتعني أن تسجيل كافة الأوامر المحددة لكافة صناع السوق في البورصات في دفتر واحد يحفظ في الحاسب المركزي، مما يجعل المنافسة شديدة وهو ما يعني كفاءة أعلى للسوق.

- المنافسة الحرة بمعنى أن لا يقتصر التعامل في الأوراق المالية على عدد محدود من المتخصصين يساعد على سرعة وصول المعلومات إلى المتعاملين، إضافة إلى تخفيض هامش الربح الذي يطلبه صناع السوق مما يحقق سيولة أكبر ويرفع من كفاءة السوق.

المطلب الثاني: صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية

هناك ثلاث صيغ لكفاءة سوق الأوراق المالية، يمكن استعراضها من خلال مايلي:

1- الصيغة الضعيفة

سيتم التعرف على الصيغة الضعيفة للكفاءة وطرق اختبارها كالاتي:

1-1- مفهوم الصيغة الضعيفة

تشير الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية إلى كون المعلومات التي تعكسها أسعار الأوراق المالية في السوق، هي معلومات تاريخية تتعلق بتقلب الأسعار وأحجام التداول في الفترات الماضية، وأن هذه الأسعار تسير بطريقة عشوائية من دون ارتباط، مما يعني أن حركة الأسعار في الماضي لا تشكل مرشداً لحركة الأسعار في المستقبل.¹

ومنه، فإن الأسعار السوقية للأوراق المالية لا تعكس المعلومات الحالية والحقيقية ولا توقعات المستقبل، ولكن تعكس الأسعار الماضية أو التاريخية فقط، وأن أي محاولة للتنبؤ بما ستكون عليه الأسعار في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت على أسعارها في الأيام أو الأشهر أو السنوات الماضية هي عديمة الجدوى.²

¹ - شوقي السيد فوده، (أكتوبر 1998): نحو نموذج مقترح لتحليل العلاقة بين المعلومات المحاسبية المنشورة وسلوك أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية المصرية، أفاق جديدة (الرابع)، كلية التجارة جامعة المنوفية، مصر، ص ص: 175-176.

² - علي حسين المقابلة وسمير فهمي برهومة، (جانفي 2002): كفاءة سوق عمان المالية قطاع البنوك عند المستوى الضعيف، الإدارة العامة (الرابع)، الأردن، ص ص: 754-755.

وفي ظل هذه الصيغة، فإن المستثمر يمكنه تحقيق أرباح استثنائية من خلال طريقتين، هما:¹

- إما أن يحصل المستثمر على معلومات خاصة غير منشورة ليست متاحة لغيره ضمن ظاهرة احتكار المعلومات.

- أو أن يكون بإمكانه تحليل البيانات والمعلومات المنشورة بكفاءة تفوق كفاءة غيره.

1-2-1- اختبار الصيغة الضعيفة للكفاءة

بهدف اختبار الكفاءة في صيغتها الضعيفة هناك العديد من الطرق، أهمها:

1-2-1-1 اختبار الارتباط الذاتي

معامل الارتباط الذاتي من الرتبة k يقيس درجة الارتباط الموجودة بين عائد الأصل i للفترة t وعائده

الملاحظ لفترة سابقة k ويقاس بالصيغة الآتية:²

$$\rho_{ik} = \frac{\text{Cov}(R_{i,t}, R_{i,t-k})}{\sigma(R_{i,t})\sigma(R_{i,t-k})}$$

حيث:

ρ_{ik} : معامل الارتباط الذاتي.

$R_{i,t}$: عائد الأصل i للفترة t.

$R_{i,t-k}$: عائد الأصل i لفترة سابقة k ويرمز له بالفترة t-k.

$\text{Cov}(R_{i,t}, R_{i,t-k})$: التباين بين عوائد $R_{i,t}$ و $R_{i,t-k}$.

$\sigma(R_{i,t})$: الانحراف المعياري لعوائد الأصل i للفترة t.

$\sigma(R_{i,t-k})$: الانحراف المعياري لعوائد الأصل i للفترة t-k.

انطلاقاً من هذه العلاقة فإنه إذا كان معامل الارتباط الذاتي لا يختلف عن الصفر دلّ ذلك على كون الأسعار تتحرك بشكل عشوائي وهو ما يتماشى مع فرضية الكفاءة في صيغتها الضعيفة، أما إذا كان معامل الارتباط يختلف عن الصفر دلّ على عدم وجود كفاءة في السوق وأن المستثمرين لديهم إمكانية توقع الأسعار المستقبلية انطلاقاً من الأسعار في الماضي.

ومن بين أهم الدراسات التي اعتمدت على الارتباط الذاتي في اختبار الكفاءة في صيغتها الضعيفة، نجد الدراسة التي قام بها فاما Fama سنة 1964 عندما قام بتحليل العوائد اليومية لثلاثين شركة الداخلة في تركيب مؤشر Dowjounse داو جونز وذلك من خلال الفترة الممتدة بين ديسمبر 1957 وسبتمبر 1962.

¹ - المصدر نفسه، ص: 754.

² - D.Morissette, (2002): Op-cit , pp: 480-481.

1-2-2-1- اختبار المتتاليات¹

بالرغم من كون اختبار الارتباط الذاتي يمكن من تحديد بعض الارتباطات الخطية بين عوائد الأصل المالي، إلا أنه يرى بعض الباحثين أن فيه قصور لذلك يلجئون لاختبار الكفاءة في صيغتها الضعيفة وفق ما يعرف باختبار المتتاليات بهدف التأكد من الطابع العشوائي لأسعار إغلاق متوالية لأصل مالي. فهذه الطريقة تدرس التغيرات المتتالية لأسعار الإغلاق من خلال الارتفاع والانخفاض المتوالي حيث توضع إشارة + للارتفاع وإشارة - للانخفاض، فعلى سبيل المثال إذا كانت متوالية تغيرات أسعار الإغلاق كالآتي:

$$\begin{array}{ccccccc} \text{متتالية 1} & \text{متتالية 2} & \text{متتالية 3} & & & & \\ \underbrace{\quad} & \underbrace{\quad} & \underbrace{\quad} & & & & \\ + & - & - & - & + & + & \end{array}$$

من هنا يمكن القول هناك ثلاث متواليات باعتبار أن دلالة التغير هي ثلاثة، الأولى هي متتالية تتضمن تغيرين موجبين -ارتفاعين في أسعار الإغلاق- الثانية تتضمن ثلاثة تغيرات سالبة -ثلاثة انخفاضات في أسعار الإغلاق-، والثالثة تتضمن أربعة تغيرات موجبة -أربعة ارتفاعات متتالية لأسعار الإغلاق-.

فإذا أريد معرفة أن هناك استقلالية في تغير أسعار الإغلاق، فإنه يمكن الاستعانة بصيغة إحصائية للتوقع، من خلالها يتم تحديد العدد المتوقع للمتتاليات في العينة السعرية لأصل مالي ومقارنتها مع العدد المتتاليات في الواقع لأسعار إغلاق نفس الأصل، فإذا كان هناك اختلاف دل ذلك على وجود استقلالية في تحرك أسعار الأصل المالي وهو ما يفند فرضية الكفاءة في صيغتها الضعيفة.

من بين أهم الدراسات التي اعتمدت على هذه الطريقة في اختبار الكفاءة فاما Fama سنة 1965، حيث قام بدراسة تحرك أسعار الإغلاق اليومية وفق هذه الطريقة لأسهم ثلاثين شركة تدخل في تركيب مؤشر دو جونز Dow jonsه خلال الفترة الممتدة بين ديسمبر 1957 وسبتمبر 1962، حيث استنتج أن هناك انحراف ضعيف بين عدد المتتاليات المتوقعة وعدد المتتاليات في الواقع - الحقيقة -، مما يعني عدم وجود استقلالية تامة بين تحرك الأسعار وهو ما يضعف فرضية التحرك العشوائي للأسعار، والتي تتوافق مع فرضية الكفاءة في صيغتها الضعيفة.

* - ربما يلاحظ القارئ أنه يتم الحديث مرة عن الأسعار ومرة عن العوائد اليومية لأنه في الفترة القصيرة نجد أن العوائد تملك نفس اتجاه الأسعار باعتبارها تعبر عن الربح الرأس المالي الناتج عن تغير السعر.

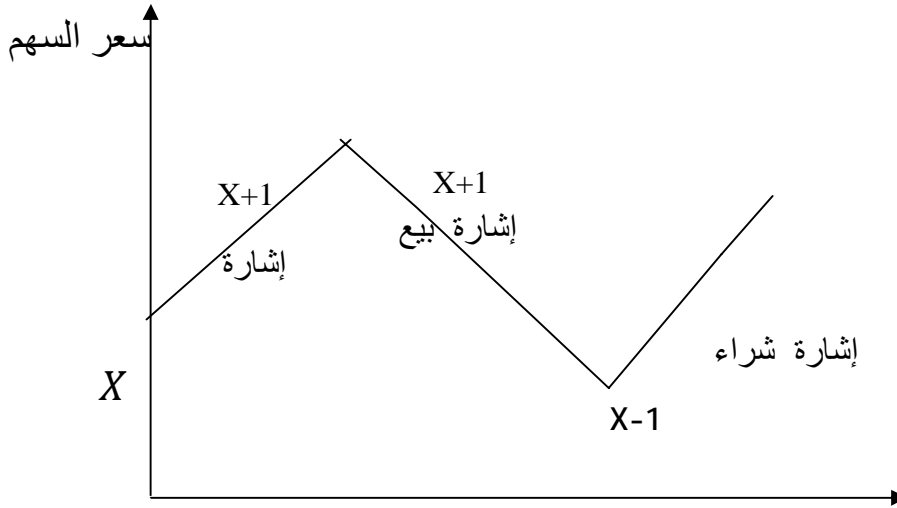
¹ - D.Morissette, (2002): Op-cit , pp: 481-482.

أما روك **Rorke**، و**Wils**، و**Hagerman** و**Richmand** سنة 1980 فقد استخدم نفس هذه الطريقة لاختبار تحرك أسعار الأسهم الكندية للفترة 1958 و 1967 ليستخلصوا تحرك الأسعار كان عشوائيا مما يعني أن فرضية السوق الكفاءة في صيغتها الضعيفة موجودة.

1-2-3- تقنية التصفية

تعتمد تقنية التصفية على تبني جملة من القواعد للمتاجرة بالأوراق المالية تقوم على مبدأ الحركة التاريخية للأسعار، يمكن من خلالها للمستثمر أن يحدد توقيت أوامر الشراء والبيع بالشكل الذي يحقق له عائدا متميزا مقارنة بباقي المستثمرين، الذين لا يتبعون هذه التقنية والشكل الموالي يوضح ذلك:¹

الشكل 3: تمثيل لتقنية التصفية



المصدر: Ibid, p: 483.

من خلال الشكل عندما ترتفع الأسعار عن $X+1$ فهناك إشارة للشراء، أما عندما تنخفض الأسعار عن $X+1$ فالإشارة تدل على ضرورة البيع لأن السوق بدأت تتجه للانخفاض، ومرة أخرى عندما تعود السوق للارتفاع فإن هناك إشارة للشراء في حدود $X-1$ ، فهذه التقنية مستمدة في الأصل من التحليل الفني الذين يعتمد على حركة الأسعار في الماضي لتحديد اتجاه السوق وتوقيت الشراء والبيع.

¹ - Ibid, pp: 482-483.

2- الصيغة المتوسطة

سيتم التعرف على الصيغة المتوسطة أو النصف قوية للكفاءة وطرق اختبارها كالاتي:

2-1- مفهوم الصيغة المتوسطة للكفاءة

نفترض هذه الصيغة بان أسعار الأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات والمعطيات التاريخية الخاصة بأسعارها في الماضي، وإنما تعكس كافة المعلومات المنشورة والمتاحة للعامة سواء كانت معلومات خاصة بالمستوى الكلي للاقتصاد أو المستوى الجزئي الخاص بالشركة والقطاع الذي تنتمي إليه.¹ وضمن هذه الصيغة تكون استجابة السوق للمعلومات التي وصلت إليها سريعة وأنية، وكلما زادت هذه السرعة دل ذلك على زيادة الكفاءة واستحال على المستثمر تحقيق عوائد غير عادية من خلال دراسة وتحليل المعلومات، لأن الوقت المتاح للتحليل بهدف الوصول إلى قيمة حقيقية للأوراق المالية لا يكون كافياً، فقد تتدفق إلى سوق الأوراق المالية معلومات أخرى جديدة تحدث تغييراً ملحوظاً على أسعار الأوراق المالية وذلك قبل أن يصل المحلل إلى نتيجة المعلومات المحللة من قبل.²

2-2- اختبار الصيغة المتوسطة للكفاءة

منذ نهاية الستينيات من القرن العشرين قام العديد من العلماء بدراسات لاختبار كفاءة السوق في صيغتها النصف قوية، ومن هذه الدراسات يوجد:

2-2-1- طريقة البواقي³ Méthode résiduelle

هذه الطريقة اقترحت في بادئ الأمر من طرف فاما Fama، فيشر Fisher، جونسن Johansen وروول Roll سنة 1969 في دراستهم حول اشتقاق الأسهم.

هذه الطريقة تهدف لاختبار كفاءة السوق في ظل نوعين من الأحداث، وذلك من خلال حساب العائد غير العادي لسهم في الأيام قبل وبعد صدور معلومات جديدة. كما أن العائد الغير عائد للأسهم هو عبارة عن العائد الطبيعي الذي ينتظره المستثمرون في السهم في هذا اليوم والعائد الملاحظ في السوق خلال فترة تقدر عادة بيوم، ويعطى بالعلاقة الآتية:

حيث:

e_{it} : العائد الغير عادي للأصل i خلال اليوم t أو البواقي أو الفائض.

¹ - محمد صالح الخناوي، (2000): تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، مصر، ص ص: 127-128.

² - شوقي السيد فوده، المصدر سبق ذكره، ص: 178.

³ - Ibid, pp: 486-491.

R_{it} : العائد الملاحظ للأصل i خلال اليوم t .

R_{mt} : عائد السوق خلال اليوم t .

$\alpha_i + \beta_i R_{mt}$: العائد الطبيعي الذي ينتظره المستثمرون في السهم وبحسب نموذج السوق.

كما أن قياس ردات فعل الإجمالية للأصل i نتيجة حدث أو معلومة، يكون من خلال العوائد غير العادية أو البواقى قبل صدور المعلومة وبعد صدورها بين الفترة T و $-T$ وذلك وفق العلاقة الآتية:

RC_i : مجموع العوائد الغير عادية للفترة الممتدة بين T و $-T$.

هذا فيما يتعلق ببواقى أصل واحد، وباعتبار السوق يتكون من عدد كبير من الأصول فإن العلاقة التي تعطي مجموع البواقى المتوسطة لأصول السوق خلال اليوم t تكون كالتالي:
وبعد صدور المعلومة للفترة T وفق العلاقة الموالية:

حيث:

RM_t : العائد الغير عادي المتوسط لأصول السوق خلال اليوم t أو الباقي المتوسط.

N : عدد أصول السوق الداخلة في تركيبة العينة.

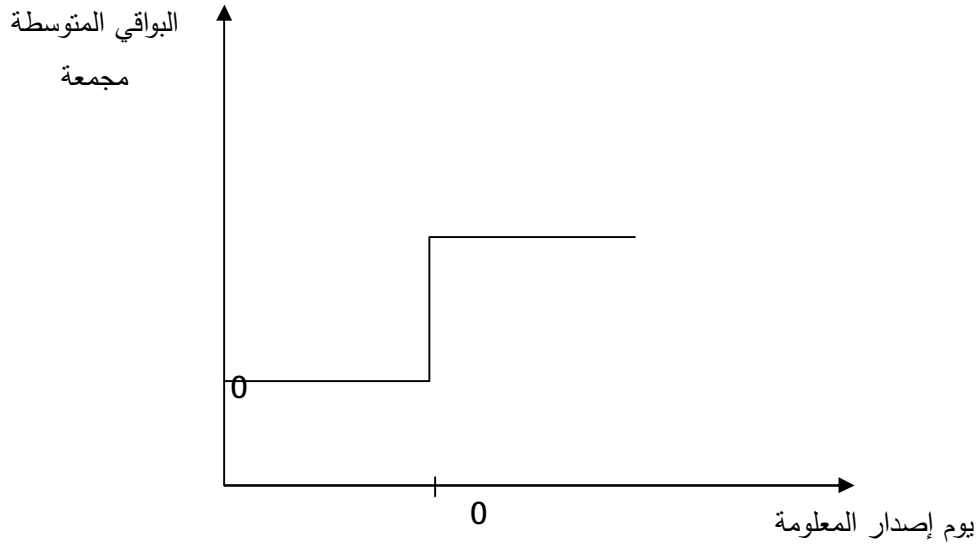
ومنه، فإن العائد غير العادي المتوسط المجمع أو المتبقي للأصول خلال الفترة الممتدة بين T و $-T$ يكون كالتالي:

حيث:

RMC : العائد الغير عادي المتوسط للأصول خلال الفترة T و $-T$.

وفقا لهذه العلاقة السوق تكون كفاءة في صيغتها نصف القوية إذا كان العائد غير العادي المتوسط المجمع لا ينحرف عن الصفر قبل صدور المعلومة مثل ما هو مبين في الشكل أدناه:

الشكل 4: ردة فعل الأسعار بصدور معلومة جديدة في سوق متوسطة الكفاءة



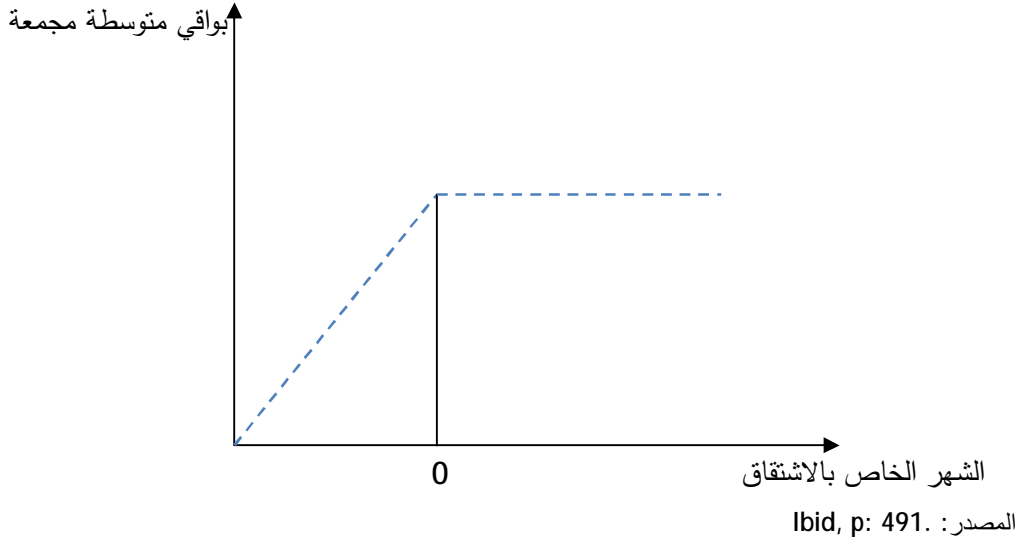
المصدر: Ibid, p: 488.

2-2-2- طريقة اشتقاق سهم

يقصد باشتقاق السهم تقسيمه وتجزئته إلى سهمين أو أكثر، حيث يتم إجراء مثل هذه العملية على الأسهم التي تكون قيمتها مرتفعة، بشكل يعيق تداولها من قبل صغار المستثمرين. أما عن هذه الطريقة في اختبار الكفاءة، فقد قام كل من فاما Fama وفيشر Fisher، جونسن Johansen و رول roll باستخدام طريقة البيانات السابقة لاختبار أثر اشتقاق الأسهم على العوائد الغير عادية المتوسطة المجمع، وقد غطت هذه الدراسة عملية اشتقاق 940 سهم مقيدة في بورصة نيويورك New York لفترة زمنية ممتدة بين جانفي 1927 وديسمبر 1959، ليلاحظوا أن العوائد غير العادية المتوسطة المجمعة للأسهم المشتقة ارتفعت خلال 29 شهرا قبل الاشتقاق لتستقر نسبيا بعد ذلك.¹ وهو ما يوضحه الشكل الموالي:

¹ - Ibid, pp: 491-492.

الشكل 5: سلوك البواقي المتوسطة المجمع
في الأشهر التي تسبق الاشتقاق



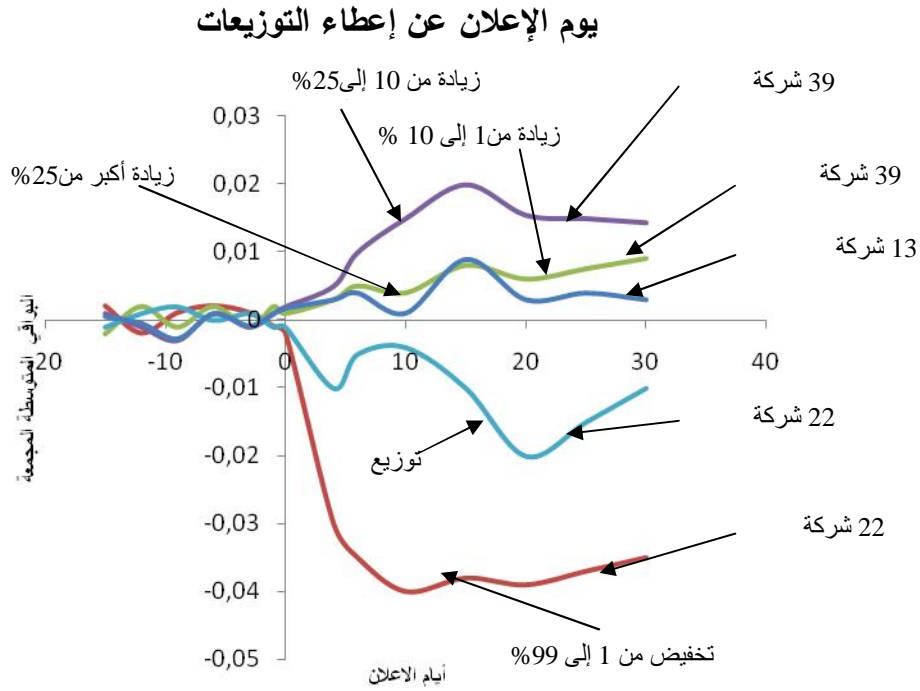
وفق ما هو موضح في الشكل فقد خلص فاما Fama وفريقه أن ارتفاع العوائد غير العادية المتوسطة للأسهم لا يتعلق بالاشتقاق بحد ذاته، بل يتعلق بكون الشركات التي تقرر الاشتقاق في العادة تكون أسهمها قد عرفت ارتفاع في القيمة السوقية بشكل معتبر، وهو الشيء الذي يفسر الزيادة في العوائد غير العادية المتوسطة المجمعة خلال 29 شهرا التي تسبق الاشتقاق. وبعد الاشتقاق وصدور المعلومة، فإن العوائد غير العادية المتوسطة المجمعة تتحرك بشكل بسيط، مما يعني أن أسعار الأسهم تستجيب بسرعة للمعلومات التي يتضمنها الإعلان عن الاشتقاق بما لا يتيح فرصة لأي مستثمر أن يحقق عوائد متميزة على حساب الآخرين، وهو ما يعتبر تأييد لفرضية الكفاءة في صيغتها نصف القوية.

2-2-3- الإعلان عن توزيع الأرباح¹

توزيع الأرباح له دلالة على تدفق مالي يصدر من شركة لذلك، إذا توافرت معلومات حول زيادة معدل توزيع الأرباح لمجموعة أسهم معينة فإنها تؤدي إلى زيادة الأسعار والعكس في حالة انخفاض معدل التوزيع وهو ما تبناه بويتيت Pettit في دراسته له سنة 1972، عندما قام بحساب العوائد غير العادية المتوسطة المجمعة لـ 135 شركة قامت بتغيير معدلات توزيع أرباحها على المساهمين تحصل فيها على نتائج المبينة في الشكل الموالي:

¹ - Ibid, pp: 492-494.

الشكل 6: سلوك البواقي المتوسطة المجمع



من خلال هذا الشكل، استخلص بوتيت Pettit أن ارتفاع معدلات التوزيع يؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم وانخفاضها يؤدي إلى انخفاض في أسعار الأسهم، كما استخلص أيضا أن رد فعل السوق بشأن ارتفاع الأسعار وانخفاضها نتيجة معلومات جديدة بخصوص ارتفاع وانخفاض معدلات التوزيع، يكون بشكل سريع بما لا يتيح فرصة أي مستثمر أن يحقق عائدا مميّزا على حساب الآخرين، وهو ما يؤيد فرضية كفاءة السوق في صيغتها نصف القوية.

كما لا بد من الإشارة أن دراسة بوتيت تم تأييدها فيما بعد من طرف Aharony أهروني، وسواري Swary سنة 1980 وكذلك Brauer براير سنة 1981 وسميرلوك Smirlock وياويتز Yawitz سنة 1984.

3- الصيغة القوية

سيتم التعرف على الصيغة القوية للكفاءة وطرق اختبارها كالآتي:

3-1- مفهوم الصيغة القوية للكفاءة

ترى هذه الصيغة أن المعلومات التي تعكسها أسعار الأوراق المالية في السوق هي جميع المعلومات العامة أو الخاصة، سواء كانت منشورة أي متاحة للجمهور عامة أو متاحة لفئة معينة من المساهمين أو المشاركين في مجلس الإدارة. وباختصار فالسوق القوية الكفاءة هي السوق التي تعكس فيها الأسعار كافة

المعلومات السابقة والمعلومات المتوقعة في المستقبل القريب، مما يستحيل على أي مستثمر تحقيق عوائد غير عادية على حساب غيره من المستثمرين حتى ولو كان أكثر الخبراء في مجال الاستثمار والمال.¹

3-2- اختصار الصيغة القوية للكفاءة

يتم اختبار فرض السوق القوية من خلال وسيلتين أساسيتين، تعتمد كل منهما على تحليل المعلومات الخاصة وهما:

3-2-1- العاملون بالشركة

يمتلك كبار العاملين بالشركات ميزة عن باقي المستثمرين في السوق بقدرتهم على معرفة المعلومات بسرعة، لذلك يمكن اختبار الفرضية القوية للكفاءة انطلاقاً من مدى قدرة هؤلاء العاملين من تحقيق أرباح غير عادية أثناء التعامل في الأوراق المالية للشركة التي يعملون بها.

وقد أيدت العديد من الدراسات في هذا الصدد، قدرة كبار العاملين بالشركة على تحقيق أرباح غير عادية من وراء المتاجرة بالأوراق المالية قد تفوق أرباح المستثمر العادي، وهو ما يجعل منه أمراً وارداً ما لم يمنع بقوانين تصدرها الهيئات المسيرة للبورصات، وذلك بمنع كبار العاملين من استغلال أوضاعهم بالشركة لتحقيق منافع خاصة لهم أو لأقربائهم.²

ولعل الدراسة التي قدمها كل من أرشادي Aarshadi وإيسال Eyssel سنة 1991 حيث أكد أن القانون الصادر سنة 1984 بالولايات المتحدة الأمريكية والخاص بمعاقبة كبار المساهمين وأعضاء مجلس الإدارة من الاستفادة من معلومات خاصة بالشركة واستغلالها لحساباتهم الشخصية قبل نشرها لتحقيق أرباح غير عادية، حيث ألزم هذا القانون هؤلاء بإبلاغ لجنة البورصة عن معاملاتهم المالية، حيث تستطيع هذه اللجنة رفع دعاوى قضائية لاسترجاع الأرباح المحققة من وراء مثل هذه العمليات.³

ولقد لاحظ الباحثون أن سلوك العاملين بالشركة قد تغير جذرياً بعد صدور هذا القانون حيث انخفضت مشترياتهم من أسهم الشركة التي يعملون بها عندما تتوفر لديهم معلومات عن رغبة طرف معين للسيطرة على الشركة.

¹ - محمد صبح، (1996): التحليل المالي والاقتصادي للأوراق المالية، ط 2، جامعة عين شمس، مصر، ص: 117.

² - عاطف وليم أندراوس، (2005): السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، ص: 63.

³ - منير إبراهيم هندي، المصدر سبق ذكره: الأوراق المالية وأسواق رأس المال، ص: 512 - 513.

3-2-2- المؤسّسات المالية المتخصصة في تحليل الأوراق المالية¹

تمتلك المؤسسة المالية المتخصصة مثل صناديق الاستثمار ومؤسسات التحليل المالي القدرة على الوصول إلى المعلومات بسرعة، كما تتميز بالقدرة على استخدام أدوات التحليل المالي، ومن ثم القدرة على التوقع باتجاهات السوق. وقد تم اختبار فرض الصيغة القوية للكفاءة من خلال تحليل أداء الأوراق المالية لصناديق الاستثمار ومؤسسات التحليل المالي ومقارنة العائد ومستوى المخاطر المحققين من قبلها مع ما يحققه المستثمر العادي.

وقد أثبتت الدراسات التي أجريت في هذا المجال عن عدم وجود دليل يؤكد قدرة هذه المؤسسات على تحقيق عائد متميز يفوق العائد الذي يحققه المستثمر العادي، وهو ما جاء به شوقي Shawky سنة 1982 وكذلك فيات Viet وشيني Cheny سنة 1982 ، حيث أكدوا عدم قدرة هذه المؤسسات حتى على التنبؤ باتجاه أسعار الأسهم في المستقبل، الأمر الذي يشير إلى عدم توافر ميزة خاصة لهذه المؤسسات يمكن من خلالها تحقيق أرباح غير عادية.

ومن ناحية أخرى، كشفت أيضا دراسات قام بها ديمون ومارش Dimon et March سنة 1984 وKeane سنة 1989 عن عدم قدرة المؤسسات المتخصصة في التحليل على تحقيق أرباح متميزة بل أن قدرتها على تقدير القيمة الحقيقية للسهم قد لا تتسم بالدقة، الأمر الذي يؤدي عمليا صيغة الفرض القوي لكفاءة السوق، ويعارض البعض الاتجاه السابق، حيث يرى أن قدرة مؤسسات التحليل المالي على تقديم استشارات لعملاء حققوا من وراءها أرباحا غير عادية، قد يكون بمثابة عدم اعتراف بصيغة الفرض القوي لكفاءة السوق.

¹ - عاطف وليم أندراوس، المصدر سبق ذكره، ص: 64

خلاصة الفصل الأول

تعتبر سوق الأوراق المالية أداة يعتمد عليها الاقتصاد في تخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة، فهي تمثل قناة رئيسية ينساب عن طريقها المال بهدف تعبئة المدخرات وتنميتها وتهيئتها للمجالات الاستثمارية الداعمة للنمو الاقتصادي والمحافظة على السيولة. فسوق الأوراق المالية لها جملة من الخصائص تميزها عن الأسواق الأخرى خاصة من حيث الطابع التنظيمي، كما أن إنشاءها يتطلب جملة من الشروط تتعلق بضرورة توفر الفلسفة الاقتصادية الواضحة والمناخ الاستثماري المناسب وكذلك حجم كافي من المدخرات. وعلى العموم تنقسم هذه السوق إلى سوقين وهي السوق الحاضرة التي تنقسم بدورها إلى سوق أولية التي تعرض فيها الأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة وسوق ثانوية، وسوق أخرى أجلة تتوفر على فاصل زمني بين تاريخ إبرام الصفقات وتسليم الأوراق المالية محل التعاقد. فهذه السوق يتم فيها تنفيذ مجموعة من الأوامر المحددة تتعلق بالبيع والشراء على أوراق مالية تأخذ أشكال عدة، فمنها ما يمثل حق الملكية كأسهم العادية وأخرى تمثل حق المديونية كالسندات وما يمثلها، ومنها ما يمثل حق لعقد مشتق من عقد أصلي.

فسوق الأوراق المالية تتوفر على قسط من التنظيم تكفله مجموعة من الهيئات تختلف من دولة إلى أخرى تتولى مهمة التنظيم وسن التشريعات وتسهر على التوازن الدائم، من خلال بناء نظام معلومات فعال يكفل انتشار المعلومات في كامل السوق ويساهم في تحقيق تخصيص الكفاء للموارد المتاحة، وهو ما يتوافق مع مفهوم الكفاءة التي يمكن أن تضيء بصيغ مختلفة، منها الصيغة الضعيفة التي تشير إلى أن المعلومات التي تعكسها الأسعار هي معلومات تاريخية. والصيغة المتوسطة والتي تفترض أن الأسعار تعكس كذلك كافة المعلومات المنشورة والمتاحة للعامة، والصيغة القوية التي ترى أن أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات الخاصة والعامة والمعلومات السابقة والمتوقعة في المستقبل.

فسوق الأوراق المالية عبارة عن نظام مفتوح يتأثر بالبيئة الخارجية بما فيها الاقتصادية، لذلك سيتم من خلال الفصل الموالي دراسة تأثير الوضع الاقتصادي الكلي من خلال متغيراته على نشاط هذه السوق.

الفصل الثاني: المتغيرات الاقتصادية الكلية وأداء أسواق الأوراق المالية

تشكل سوق الأوراق المالية أحد الركائز الأساسية لاقتصاد السوق، حيث إن العلاقة بينه وبين المتغيرات الاقتصادية الكلية مازالت خاضعة للدراسة والتحقيق وتباين الآراء، خاصة في الدول النامية التي تتميز بانخفاض الدخل الحقيقي ونصيب الفرد منه، وهو ما أثر على حجم المدخرات اللازمة لتكوين رأس المال المعتمد للتنمية. أما بخصوص هذه العلاقة، يرى البعض بأنها تسير في اتجاهين أي أن هناك تبادلاً في التأثير، بينما يرى البعض الآخر بأن علاقة التأثير يمكن أن تتجه من سوق الأوراق المالية إلى الاقتصاد ومختلف متغيراته، خاصة في المرحلة الأولى للتنمية حيث يحتاج فيها الاقتصاد لرأس مال معتبر لتمويل مختلف العمليات معتمد في ذلك على هذه السوق، وهو ما يرسخ فكرة تأثير سوق الأوراق المالية على الاقتصاد والمتغيرات المعبرة عن اتجاهه. كما يرى البعض أنه بمجرد وصول عملية التنمية إلى مراحل متقدمة، فإن تطور الاقتصاد يؤدي إلى خلق وتوليد طلب جديد في سوق الأوراق المالية، مما يؤدي إلى تفعيل نشاطها وفقاً لاتجاه تأثيري من الاقتصاد بمختلف متغيراته إلى سوق الأوراق المالية.

وقد جاء هذا الجزء من البحث للوقوف على كيفية تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية التي تم تقسيمها إلى متغيرات القطاع الحقيقي، متغيرات القطاع النقدي ومتغيرات قطاع المالية العامة على أداء سوق الأوراق المالية، وذلك من خلال المباحث الموالية:

- ❖ متغيرات القطاع الحقيقي وأداء أسواق الأوراق المالية؛
- ❖ متغيرات القطاع النقدي وأداء سوق الأوراق المالية؛
- ❖ متغيرات قطاع المالية العامة وأداء سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول: متغيرات القطاع الحقيقي وأداء أسواق الأوراق المالية

تتجلى العلاقة بين القطاع الحقيقي وأسواق الأوراق المالية حسب طبيعة النظام الاقتصادي والمالي لكل دولة. فالقطاع الحقيقي يمثل في الغالب الأنشطة الإنتاجية للسلع والخدمات والأنشطة التجارية كالاستيراد والتصدير، وكذلك مختلف الأنشطة الاستثمارية التي تضمن توفير حاجيات ومتطلبات المجتمع وفق أسعار معقولة.

ولتحديد طبيعة العلاقة بين متغيرات القطاع الحقيقي وأداء أسواق الأوراق المالية على مستوى هذا الجزء من البحث سيتم التعرّيج في البداية على النمو الاقتصادي الذي يمثل قدرة الاقتصاد على زيادة إنتاج السلع والخدمات وذلك من خلال تعريفه وذكر أهم خصائصه وأهم النظريات المفسرة له، وكذلك أهم الأبحاث التي تناولت العلاقة بينه وبين الاستثمار في سوق الأوراق المالية، ليتم بعد ذلك دراسة التضخم كمعبر عن اتجاه تحرك الأسعار على مستوى القطاع الحقيقي، وذلك من خلال تعريفه وتناول أهم خصائصه والنظريات المفسرة له، وأهم النظريات التي تتناول علاقته بأداء أسواق الأوراق المالية. وقد تم في هذا المبحث اعتماد التقسيم الموالي وفق مطلبين:

- النمو الاقتصادي وعلاقته بنشاط سوق الأوراق المالية؛
- التضخم وعلاقته بنشاط سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: النمو الاقتصادي وعلاقته بنشاط سوق الأوراق المالية

يعتبر فهم النمو الاقتصادي وتطوره أحد الاهتمامات الرئيسية للأكاديمين وصانعي القرار على مستوى سوق الأوراق المالية باختلاف توجهاتهم، لكون المعرفة الجيدة لحجم النمو ومصدره يساعده على انتقال رؤوس الأموال داخل السوق بشكل امن يدعم حركية السوق وينشر التفاؤل. وللإحاطة أكثر بالنمو الاقتصادي ومختلف المفاهيم الخاصة به وكيفية تأثيره على نشاط سوق الأوراق المالية سيتم تناول الآتي:

1- تعريف النمو الاقتصادي والعوامل المحددة له

سيتم التعرض لتعريف النمو الاقتصادي وأهم العوامل المحددة له من خلال مايلي:

1-1- تعريف النمو الاقتصادي

ركزت مختلف صياغات مفهوم النمو الاقتصادي على زيادة كمية الإنتاج أو الدخل الوطني، كما اهتمت بتحليل النمو الطويل الأجل لجانب العرض بشكل يكفل تغطية الطلب وفقا لافتراضات قانون ساي.

وبذلك يمكن تعريف النمو الاقتصادي على أنه: النمو الاقتصادي هو الزيادة المستمرة في تحسين تقنيات الإنتاج بشكل يكفل الزيادة في كمية السلع والخدمات التي ينتجها الاقتصاد باستخدام عناصر الإنتاج الرئيسية، مما يؤدي إلى زيادة الدخل الحقيقي وزيادة تراكمية ومستمرة خلال فترة زمنية طويلة، وتكون هذه الزيادة أكبر من زيادة السكان.¹

كما يمكن القول أن قدرة الاقتصاد على زيادة إنتاج السلع والخدمات من فترة زمنية إلى أخرى، ويمكن قياس النمو الاقتصادي من حيث القيمة الاسمية التي تشمل التضخم أو من حيث القيمة الحقيقية التي يتم تحديدها بعد التضخم، ولمقارنة درجة النمو من بلد إلى آخر فإنه يتم الأخذ بالنتائج المحلي الإجمالي أو الناتج الوطني الإجمالي للفرد الواحد.²

وعرف كذلك النمو الاقتصادي أنه قدرة الاقتصاد على تحقيق زيادة مستمرة في الدخل الوطني الحقيقي على المدى الطويل، وزيادة متوسط نصيب الفرد منه في ظل نمو يفوق معدل نمو السكان ونمو معدل التضخم، ويقاس بمعدل نمو الناتج أو الدخل الوطني، فهو يركز على الناحية المادية للاقتصاد دون النظر للأبعاد الأخرى التي تؤثر على حياة الفرد.³

ويعرف أيضا على أنه: "الزيادة في قدرة الدولة على عرض توليفة متنوعة من السلع الاقتصادية لسكانها، وتكون هذه الزيادة المتنامية في القدرة الإنتاجية مبنية على التقدم التكنولوجي والتعديلات المؤسسية والإيديولوجية".⁴

من خلال التعريف السابقة يمكن اعتبار النمو الاقتصادي بأنه تلك الزيادة الحقيقية في مجموع السلع والخدمات المنتجة التي تؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الإجمالي، وحصّة الفرد منه بشكل مستمر وفي الآجال الطويلة، وذلك نتيجة التفاعل بين عوامل عدة اقتصادية، اجتماعية، ثقافية وسياسية التي تؤثر في بعضها البعض وتؤثر في عملية النمو ذاتها وهو ما يعكس التغيرات الكمية في الطاقة الإنتاجية ومدى استغلالها وتطويرها.

ومن هنا يمكن القول أن النمو الاقتصادي يقوم على ثلاثة مكونات رئيسية وهي:

- استمرارية الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي على المدى الطويل.
- زيادة نصيب الفرد حيث تكون نسبة النمو الاقتصادي أكبر من النمو السكاني.
- حسن استغلال الطاقات الإنتاجية وإدخال التطور التكنولوجي عليه.

¹ - J.O Hairault et Autre, (2000): Analyse macroéconomique, Tome2, Edition la découverte, Paris, p: 158.

² - www. Investopedia. com. Date de consultation: 01-04-2016.

³ - السيد محمد السريتي وعلي عبد الوهاب نجا، (2007): النظرية الاقتصادية الكلية، الدار الجامعية، مصر، ص: 339.

⁴ - ميشيل تودارو تعريب ومراجعة محمد حسن حسني ومحمود حامد محمود، (2006): التنمية الاقتصادية، دار المريح للنشر، الرياض، ص: 175.

1-2- العوامل المحددة للنمو الاقتصادي

يمكن إبراز أهم العوامل التي تعمل على إحداث النمو الاقتصادي فيما يلي:¹

1-2-1- الرأس المال العيني

يعبر الرأس المال العيني عن كل الآلات والمعدات والتجهيزات الأساسية من مباني وطرق وموانئ، ومطارات وسدود وقنوات وغيرها، التي تعمل على توفير الخدمات اللازمة لقيام المشروعات الإنتاجية الداعمة لزيادة الناتج المحلي الإجمالي، ومن ثمة ارتفاع معدل النمو الاقتصادي. فالدول التي تخصص قدراً أكبر من مواردها لزيادة الرأس المال العيني تزيد قاعدتها الإنتاجية بشكل أكبر وهو ما يعني أن معدل الاستثمار من شأنه التأثير على معدل النمو الاقتصادي.

1-2-2- الرأس المال البشري

يعد رأس المال البشري الذي نواته الإنسان، من أهم العوامل التي تدفع بالنمو الاقتصادي وتؤثر على القدرة الإنتاجية، لذلك يعد تطور ونمو العنصر البشري خطوة لتحقيق معدلات مرتفعة للنمو الاقتصادي في ظل سياسات اقتصادية وظروف سياسية واجتماعية مناسبة. فـرأس المال البشري تتوقف مساهمته في النمو الاقتصادي على توفر عناصر الإنتاج وتطورها، بالإضافة إلى مدى قدرة المجتمع على استغلال هذه العناصر.

1-2-3- التقدم التقني

يعنى التقدم التقني إدخال أساليب تقنية جديدة أو وسائل إنتاجية حديثة يمكن من خلالها زيادة إنتاجية لكل وحدة من المدخلات، ويحدث التطور التقني من خلال التكوين الرأسمالي والاستثمار في مجالات البحث العلمي بشكل مستمر. ويقتصر التقدم التقني على الاختراعات وإدخال الأساليب التقنية الحديثة، كما يشمل أيضاً استحداث نظم الإدارة والتنظيم، وتحسين نظم التدريب وتقليل نسبة الخطأ أثناء عملية الإنتاج، وزيادة كفاءة نظم النقل والاتصالات. كل هذه الأساليب والوسائل تساهم في تطوير وتحسين رأس المال العيني ورأس المال البشري، وتحقيق معدلات مرتفعة من النمو الاقتصادي خاصة في الدول المتقدمة التي استطاعت الحصول عليه وتطويره لصالح مجتمعاتها.

¹ - جيمس جوارثيني وريجارد استروب ترجمة وتعريب: عبد الفتاح عبد الرحمان وعبد العظيم محمد، (1999): الاقتصاد الكلي - الاختبار العام والخاص -، دار المريخ للنشر، الرياض، ص: 585 - 588.

- فايز إبراهيم الحبيب، (2000): مبادئ الاقتصاد الكلي، الطبعة الرابعة، مكتبة الملك فهد الوطنية، الرياض، ص: 471-474.

1-2-4 - الموارد الطبيعية

تمثل قلة أو وفرة الموارد الطبيعية في المجتمع أحد العوامل الرئيسية لرفع معدل النمو الاقتصادي، فهذه الموارد يشهد بأنها ليست موزعة توزيعاً متساوياً بين دول العالم المختلفة، فقد تجد دولاً تنعم بوفرتها ودولاً أخرى تنعم بوفرة البعض منها ودولاً أخرى لا تتوفر عليها، لذلك لا يعني توفر هذه الموارد الطبيعية في دولة من الدول تمكنها من التحول من دولة نامية إلى دولة متقدمة تحقق معدلات نمو اقتصاد كبير، وإنما يعتمد ذلك على كيفية استغلال هذه الموارد استغلالاً أمثل.

2 - نظريات النمو

اجتهد الاقتصاديون خلال فترة طويلة من الزمن في وضع نماذج ونظريات للنمو من أجل السير بالاقتصاد بوتيرة أسرع، وتحقيق زيادة أكبر في الناتج الوطني لبلوغ نمو اقتصادي عند مستويات أكبر، وسيتم استعراض أهم هذه النظريات باختلاف المذاهب الاقتصادية والمدارس الفكرية وفق ما يلي:

2-1 - نموذج آدم سميث

بعد ما اعتبر آدم سميث بأن دور الدولة أو التدخل الحكومي في الشؤون الاقتصادية يجب أن يكون محدوداً، وأن الادخار يؤدي إلى زيادة رأس المال وأن الطلب على رأس المال لأغراض الاستثمار يكون تلقائياً. ووجود قوى حقيقية في السوق تحقق التوازن، كما اعتبر أيضاً أن الإنتاج يجب أن يسوق إلى الخارج، وأن تقسيم العمل يحدث تلقائياً ومن ثمة يزداد الإنتاج، ويخضع هذا الأخير للعلاقة الدالية الآتية:¹

$$Y = F(K, L, N)$$

حيث:

Y: الإنتاج.

N: الأرض.

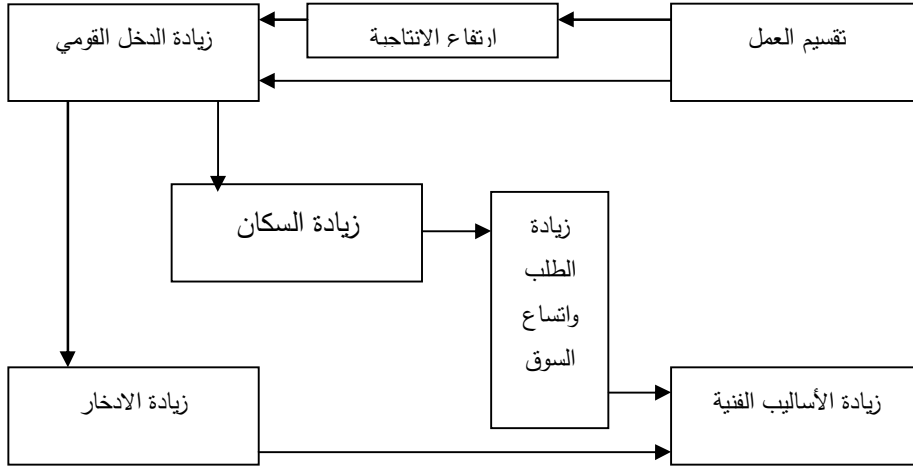
L: العمل.

K: رأس المال.

مستخلصاً بذلك أن إشكالية النمو الاقتصادي في المجتمع هي مسألة تراكمية، فتقسيم العمل يؤدي إلى ارتفاع الإنتاجية في ظل توفر قدر من الطلب الفعال، وهو ما يؤدي إلى ارتفاع الدخل الوطني الذي يعتبر حافزاً لزيادة السكان، ويعتبر المتغير السكاني وسيلة لزيادة الطلب واتساع السوق، والشكل الموالي يوضح هذه الأفكار:

¹ - سالم توفيق النجيفي، (2000): أساسيات علم الاقتصاد، الدار الدولية للاستثمارات الثقافية، مصر، ص: 316-317.

شكل 7: نموذج تطور الإنتاج عند آدم سميت

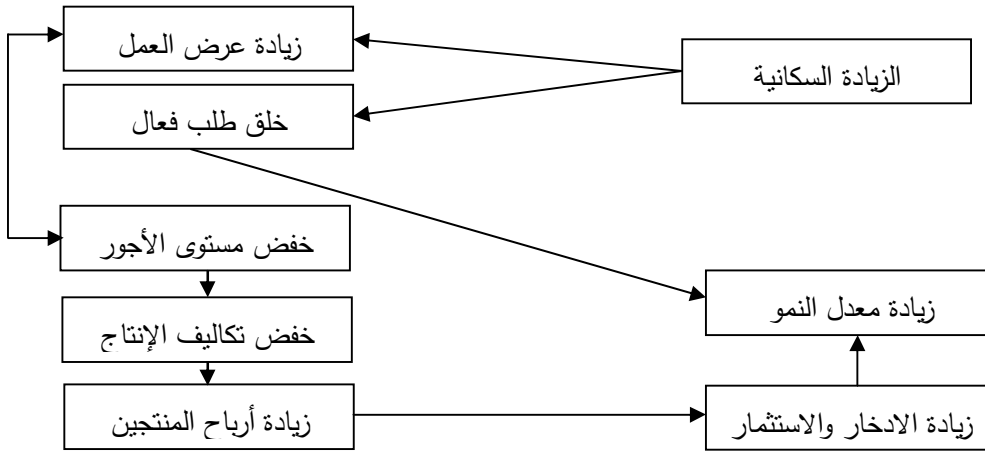


المصدر: سالم توفيق النجفي، المصدر سبق ذكره، ص: 317.

2-2 - نموذج مالتس

بعدما انطلق مالتس من مسلمات مفادها أن معدل المواليد ثابت ومرتفع وأن كمية الموارد الطبيعية ثابتة وزيادتها ترتبط بتكاليف عالية، كما أن السكان يزدادون إلى حد انخفاض مستوى المعيشة، فقد خلص إلى نموذج نمو مفاده أن الزيادة في السكان يترتب عليها ارتفاع منحنى عرض العمل، مما يؤدي لخفض الأجور، حتى يصل الأجر إلى حد الكفاف الذي يعد محفزاً للمنتجين على استثمار المزيد من أموالهم وبذلك يزيد معدل النمو الاقتصادي.¹ ويمكن تمثيل العلاقة من خلال الشكل الآتي:

شكل 8: نموذج النمو الاقتصادي عند مالتس



المصدر: المصدر نفسه، ص: 318.

¹ - المصدر نفسه، ص ص: 317-318.

2-3- نظرية ماركس

خلصت نظرية ماركس لتحليل النمو إلى نموذج فلسفته العامة تقوم على كون أسلوب الإنتاج المادي يحدد الخصائص والسمات الاجتماعية للمجتمع.

ويمكن عرض هذا النموذج في صورة العلاقات الآتية:¹

الإنتاج الإجمالي O يعتمد على المستوى الفني T والموارد الأرضية K وحجم العمل W ثم رأس المال Q .

حيث:

C_F : رأس المال الثابت.

C_V : رأس المال المتغير.

وتعتمد هذه العلاقة الدالية بصورة أساسية على التقدم التقني، ويعتمد هو الآخر على مستوى الاستثمار (I) ، كما أن مستوى الاستثمار يعتمد على معدل الأرباح P_r .

الأجور (W) والتوظيف F_E يعتمدان على مستوى الاستثمار، في حين أن الاستهلاك C_C يعتمد على الأجور.

وحتى يتم صياغة النموذج بصورة كاملة فإن هناك متغيرات ومتطابقات أخرى، إلا أنه يمكن الفهم أن أهم المتغيرات في هذا النموذج تمكن من معرفة الآلية وطبيعة التأثير في النمو الاقتصادي.

2-4- نظرية كينز

اهتم كينز بالشروط اللازمة لنمو الاقتصاد ووضع الطلب الفعال على رأسها وقد حدد العلاقة بين زيادة الاستثمارات ونمو الدخل الكلي، وعرف هذه العلاقة بالمضاعف وكانت على النحو الآتية:²

حيث:

M : المضاعف.

MP_C : الميل الحدي للاستهلاك.

MPS : الميل الحدي للادخار.

¹ - المصدر نفسه، ص ص: 319-320.

² - المصدر نفسه، ص: 322.

يتضح من هذه الصيغة أن هناك ارتباطاً بين المضاعف والميل الحدي للاستهلاك، وتتحدد آلية النمو انطلاقاً من كون الدخل الوطني يتكون من مجموع المداخل الفردية، كما أن الاستثمار في إطار عملية النمو يتحول إلى مداخل فردية تنفق وتكون حصيلة هذه العملية أن الدخل النقدي سوف يزداد بمقدار الاستثمارات الموظفة مضروباً بالمضاعف. ويتحدد الأخير بقيمة الميل الحدي للاستهلاك. وتتطلب الآلية توفر طاقات إنتاجية في النشاط الاقتصادي غير مستغلة وسعر الفائدة مشجع للاستثمار حتى يتم انسحاب تلك الزيادة النقدية وتحويلها إلى نمو اقتصادي.¹

2-5- نظرية روستو

تعتبر هذه النظرية أنها بعيدة عن الفكر العقيم الناتج عن الحرب الباردة والتنافس بين الدول المستقلة حديثاً، وترى هذه النظرية أن الانتقال من الركود إلى النمو لا بد أن يمر بمراحل متتالية وهي:²

- مرحلة المجتمع التقليدي القديم وتتضمن أساليب الإنتاج البدائية.
- مرحلة توفير الشروط اللازمة لعملية الانطلاق نحو النمو الدائم وتتضمن توفير الشروط المؤهلة للمجتمع لتحقيق النمو واستخدام المعرفة في العمليات الإنتاجية.
- مرحلة الانطلاق وهي أهم مرحلة تنموية إذ تتطلب قدراً من الوسائل والأساليب التقنية في مجال النشاط الإنتاجي.
- مرحلة الاندفاع نحو النضج وتعرف بأنها المرحلة التي يستخدم فيها المجتمع التكنولوجيا المتقدمة في مجال النشاط الاقتصادي.
- مرحلة الاستهلاك الجماهيري المرتفع والكبير وتنتم بتجاوز مشكلات العرض إلى مسألة الطلب وتتجه السياسات الاقتصادية نحو مزيد من الرفاهية الاقتصادية لأفراد المجتمع، والتوسع في الإنتاج.

2-6- نظرية هارود - دومار³

نشر هارود آراءه في التنمية الاقتصادية منذ أكثر من ثلاثين سنة، وأعقبه دومار Domar بعد حوالي ثماني سنوات بنموذج مماثل مفسراً لنظرية النمو، وجاءت آراءهما متفقة في كثير من متغيرات نموذج بسيط للنمو الاقتصادي يقوم على الادخار:

-الادخار يكون من الدخل الوطني ويعطى كالاتي:

¹ - المصدر نفسه، ص ص: 322-323.

² - ميشيل بودرو، المصدر سبق ذكره، ص ص: 124-125.

³ - المصدر نفسه، ص ص: 126-128.

حيث:

S: الادخار.

Y: الدخل الوطني.

d: نسبة الادخار من الدخل.

- الاستثمار يعرف بأنه التغيير في رصيد رأس المال، ويمكن على النحو الموالي:

حيث:

I: الاستثمار.

ΔK : التغيير في رأس المال.

ΔY : التغيير في الدخل الوطني.

b: نسبة تغيير رأس المال إلى التغيير في الدخل الوطني.

- وأخيرا باعتبار الادخار الوطني الإجمالي S يجب أن يساوي الاستثمار القومي I يمكن كتابة هذه المساواة

كالآتي:

وباعتبار:

وباعتبار الادخار يساوي الاستثمار

ومنه:

حيث:

$\frac{\Delta Y}{Y}$: معدل التغيير أو معدل النمو في الناتج الوطني.

وبشكل أكثر تحديداً، فإن هذا النموذج يرى أنه في غياب الحكومة فإن معدل نمو الدخل الوطني سوف يرتبط بعلاقة مباشرة أو موجبة مع معدل الادخار أي كلما زادت قدرة الاقتصاد على الادخار والاستثمار زاد نمو الدخل الوطني.

2-7- النظرية النيوكلاسيكية

ويعتمد النيوكلاسيك في تفسيرهم لنظرية للنمو على العلاقة النموذجية الآتية:¹

$$Z = Ae^{ut}K^SL^{1-S}$$

حيث:

Z: الناتج المحلي الإجمالي.

K: رصيد رأس المال البشري والمادي.

L: عنصر العمل غير المؤهل.

A: ثابت المعادلة يوضح مستوى التكنولوجيا.

ثابتاً معدل النمو الخارجي للمستوى التكنولوجي الذي يتحقق في الزمن t.

S: مرونة الناتج بالنسبة لعنصر رأس المال.

وطبقاً لهذا النموذج يأتي نموذج الناتج من واحد أو أكثر من عوامل ثلاث:

- حدوث زيادة كمية أو نوعية في عنصر العمل عن طريق النمو السكاني والتعليم.

- حدوث زيادة في عنصر رأس المال من خلال الادخار والاستثمار.

- حدوث تحسن في المستوى التكنولوجي.

ويلاحظ هنا أن الاقتصاديات التي ليست لديها أنشطة خارجية وذات معدلات الادخار المنخفض، سوف

تحقق نمواً بطيئاً مقارنة بالأخرى المفتوحة التي تتوفر على تجارة خارجية واستثمار أجنبي وتدفق رأس مال

أجنبي ذات النمو المرتفع. كما أن زيادة تدخل الدول في الاقتصاد يؤدي إلى تباطؤ النمو مثل ما هو الحال في

دول العالم الثالث.

2-8- النظرية الحديثة للنمو الداخلي

تقوم النظرية الحديثة للنمو على تفسير العوامل التي تحدد حجم، ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي

وفق معادلة النمو للنيوكلاسيك، وأن نماذج النمو الداخلي للنظرية الحديثة تحمل في طياتها نوعاً من تشابه

الهيكل الموجود في النماذج النيوكلاسيكية، وأن الاختلافات النظرية بينهما تنتج عن ثلاثة عوامل:²

¹ - المصدر نفسه، ص: 149-153.

² - المصدر نفسه، ص: 155.

- نماذج النمو الداخلي تخلصت من فرض النيوكلاسيك القائل بتناقص العوائد الحدية لرأس المال المستثمر.
- نظرية النمو الداخلي تبحث عن تفسير وجود زيادة في عوائد الحجم وتباين نماذج النمو الاقتصادي طويل الأجل بين الدول.
- التكنولوجيا لا تزال تؤدي دورا مهما في هذه النماذج، مما يعني أنه لم يجد هناك ضرورة لشرح النمو الطويل الأجل.
- ومن هنا، فإن الطريق الواضح للتفرقة بين نظرية النيوكلاسيك ونظرية النمو الحديثة -النمو الداخلي- هو التعرف على العلاقة الآتية:

حيث:

- A: عامل يؤثر على التكنولوجيا.
- Z: الناتج المحلي الإجمالي.
- K: رأس المال المادي والبشري.

وهذا ما يدل أنه لا يوجد تناقص للعوائد على رأس المال، مما يعني وجود إمكانية لاستثمار رأس المال المادي والبشري تؤدي إلى إحداث وفرة خارجية وتحسينات إنتاجية تؤدي إلى زيادة المكاسب ومن ثم تحقيق النمو.

3- علاقة النمو الاقتصادي بأداء سوق الأوراق المالية¹

خضعت العلاقة بين تغيرات أسعار الأوراق المالية ومستوى النشاط الاقتصادي كمعبر عن النمو الاقتصادي إلى العديد من الدراسات، حيث تركز البحث في أغلبها على العلاقة بين أسعار الأسهم والإنتاج الصناعي، وذلك للأهمية النسبية التي يحتلها هذا القطاع في مجمل النشاط الاقتصادي بشكل عام، وسوق الأوراق المالية بشكل خاص، حيث إن معظم الشركات المسجلة أو المدرجة في مؤشرات الأسواق العالمية هي ذات طبيعة صناعية، كما أنه لا يوجد تناقض بين مفهوم الإنتاج الصناعي والناتج المحلي الإجمالي.

وقد أكد العديد من الباحثين في هذا الصدد أسبقية التغيرات في أسواق الأوراق المالية على التغير في مستوى النشاط الاقتصادي، مما يعني أن زيادة أسعار الأوراق المالية يكون نتيجة زيادة الطلب عليها لارتفاع عوائدها الناجمة عن زيادة أرباح الشركات وازدهار الإنتاج فيها، بشكل يساهم في زيادة القيمة المضافة ومن ثم زيادة الناتج المحلي الإجمالي وارتفاع معدلات النمو الاقتصادي بشكل عام. كما أن تلك الزيادة في الأسعار من

¹ - تم إعداد هذا الجزء بالاعتماد على: فاخر عبد الستار حيدر، (2004): التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم، دارالمريخ، الرياض، ص ص:

شأنها أن تزيد أيضا في قيمة الموجودات الرأسمالية الحقيقية التي تؤدي إلى مزيد من الاستثمارات، أو بعبارة أخرى فإن ارتفاع الأسعار في سوق الأوراق المالية يسمح للشركات التي ارتفعت أسعار أسهمها بطرح المزيد من الأسهم في السوق -بشكل لا يخلف فائضا في العرض-، واستخدام أرصدها في زيادة الاستثمار والتوسع وزيادة النمو الاقتصادي بفعل مضاعف الاستثمار وفق ما جاء في مختلف نظريات النمو التي تم التعرّيج عليها سابقا. ومن المظاهر الحديثة ذات الصلة بالنمو أيضا هو قيام العديد من الشركات بالاندماج والتحول إلى شركات عملاقة ذات طبيعة احتكارية في مجال عملها وذات مستوى تكنولوجي متقدم وهو ما ساهم في زيادة الإنتاج وتحقيق المزيد من الأرباح وزيادة أسعار أسهمها وكذلك زيادة معدلات النمو الاقتصادي للدول التي تنتمي إليها. وهو ما يمكن القول عنه أن زيادة أسعار الأوراق المالية والنمو الاقتصادي يتحركان في اتجاه واحد، والمشكلة التي أقرت العديد من الباحثين هو من يسبق الآخر في التحرك. بالطبع النمو الاقتصادي هو محصلة سنوية لنشاط اقتصادي داخل الدولة، أما أسعار الأسهم هي حركة استجابة آنية لنشاط شركة أو زيادة إنتاجها ومكاسبها في اقتصاد معين لينعكس في نمو اقتصادي. ومن جهة أخرى، يرى البعض أن ارتفاع أسعار الأسهم يعني للمستثمرين حاملي الأسهم زيادة في ثروتهم والأرباح المحصل عليها من الاستثمار وهذه الزيادة تنعكس على شكل زيادة في طلب سلع والخدمات وبالتالي إحداث حافز لزيادة الإنتاج والأرباح.

وكانت هناك دراسة لـ: أريس Ayres وجد فيها أنه خلال 25 دورة اقتصادية أثبتت أن ازدهار سوق الأوراق المالية كان قبل ستة أشهر من وصول معدلات النمو الاقتصادي إلى الذروة، وأن أدنى مستوى للأسعار كان قبل أربعة أشهر من أدنى مستوى لمعدلات النمو الاقتصادي، وهذا يصب دائما في سياق العلاقة الفردية بين أسعار الأوراق المالية ومعدل النمو الاقتصادي.

أما الاقتصادي أمسترونغ Armstrong فقد أشار إلى هذه الحقيقة حول العلاقة بين أسعار الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، من خلال إثباته أن انتعاش حالة النشاط الاقتصادي تكون متزامنة مع انتعاش سوق الأوراق المالية، لكون الأرباح الناتجة عن التوسع الاقتصادي ستجد طريقها إلى سوق الأوراق المالية.

وأكد كذلك الاقتصادي كايدي Gayed على العلاقة الزمنية بين التقلبات الحاصلة في مستوى النشاط الاقتصادي وسوق الأوراق المالية، حيث أكد أن الكساد والازدهار في كلا المتغيرين لا يحدث في نفس الوقت. ففي مرحلة الازدهار أو زيادة الإنتاج وهبوط مستوى البطالة وتساعد تفاؤل المستهلكين تشجع سوق الأوراق المالية بمرحلة هبوط طويلة الأجل، وبعد أشهر وأمام دهشة المستثمرين يصاب الاقتصاد بانكماش مفاجئ، وينفس الطريقة وإزاء انخفاض مبيعات الشركات وارتفاع البطالة وتدهور النمو الاقتصادي تشجع سوق الأوراق في

مرحلة ازدهار كبير، وتتجه نحو التصاعد وبوقت قصير يبدأ النشاط الاقتصادي بالزيادة، وهذا ما يجعل الاقتصاديين يعتبرون سوق الأوراق المالية بارومتر لنشاط شركات داخل الاقتصاد.

وفي دراسة قياسية حول طبيعة العلاقة بين تغير معدل النمو وتغير الأسعار في سوق الأوراق المالية قام مجموعة من الاقتصاديين بصياغة النماذج الآتية:¹

$$MP_{(t)} = \log IP_{(t)} - \log IP_{(t-1)}$$

$$YP_{(t)} = \log IP_{(t)} - \log IP_{(t-12)}$$

حيث إن:

MP: معدل النمو الشهري للإنتاج الصناعي كمعبر عن نمو الاقتصاد.

YP: معدل النمو السنوي للإنتاج الصناعي كمعبر عن نمو الاقتصاد.

IP: معدل نمو الإنتاج الصناعي كمعبر عن نمو الاقتصاد.

واستخدم الاقتصاديون أيضا المؤشرات الآتية:

VWNY_t: العائد على القيمة الموزونة لحافضة استثمارية في سوق نيويورك للأسهم.

EWNY_t: العائد من حافضة متساوية الأوزان في سوق نيويورك.

كما تمت صياغة مصفوفة ارتباط بين هذه المؤشرات وكل من MP و YP وفق الآتي:

¹- N. F. chen, R. Roll, S. Ross, (jul 1986) Economic forces and the stock market, The journal of business (3) , Vol 59, P: 386.

جدول 3: مصفوفة ارتباط بين المؤشرات

VWNY	MWNY	
نوفمبر 1983	جانفي 1953	
0.020	0.103	MP
0.270	0.270	YP
ديسمبر 1972	جانفي 1953	
0.081	0.147	MP
0.238	0.260	YP
نوفمبر 1977	جانفي 1953	
0.118-	0.022	MP
0.361	0.335	YP
نوفمبر 1983	جانفي 1978	
0.010	0.92	MP
0.261	0.269	YP

المصدر: Idem,p: 391

ومن نتائج هذه المصفوفة استخلصوا أن معدل النمو السنوي للإنتاج الصناعي *YP* أشد ارتباطا مقارنة بمعدل النمو الشهري للإنتاج الصناعي *MP* مع كل من *EWNY* و *VWNY*، وأن كل من *YP* و *MP* يختلف ارتباطهما مع المؤشرين الآخرين حسب طبيعة مدة البحث.¹

أما من زاوية الاستثمار و باعتبار أن له ارتباطا متينا بالنمو الاقتصادي حسب نظرية كينز للنمو ونظرية النمو الحديثة، فإنه من المتوقع أن هناك ارتباطا قويا بين كل من أسعار الأوراق المالية ومستوى الاستثمار في الاقتصاد فزيادة الاستثمار تعني زيادة التوسع والإنتاج والأرباح، وهو ما ينعكس على أسعار الأوراق المالية طالما هي عبارة عن القيمة المالية للعوائد المستقبلية، ولعل دراسة فاما Fama هي أحسن دليل على ذلك.

وأشارت دراسة فاما Fama في كتابه بعنوان *Activity inflation and money stock returns real* إلى وجود علاقة إيجابية بين العوائد السنوية للأسهم العادية والتغير في معدل النفقات الرأسمالية للشركات غير المالية.

وعلى الرغم من هذه الآراء المؤيدة للعلاقة بين المتغيرين إلا أن الاقتصادي بلونشار Blanchard من جامعة هارفارد أشار إلى أن سوق الأوراق المالية ليست سببا في زيادة الإنتاج ولا الإنتاج سببا في زيادة نشاط سوق الأوراق المالية، بل كليهما نتاج تغير حاصل في السياسة الاقتصادية. لأن الإعلان عن سياسة زيادة

¹ - Ibid, P : 387.

الإنتاج من شأنها أن تؤدي إلى زيادة توقع الأرباح الأمر الذي يساهم في زيادة الطلب على الأوراق المالية ومن ثمة ارتفاع أسعارها على الرغم من الاعتقاد السائد حول التغير في سوق الأوراق المالية وما نتج عنه من تغير في الإنتاج يسبق التغير في السياسة الاقتصادية.¹

المطلب الثاني: التضخم وعلاقته بنشاط سوق الأوراق المالية

يمكن القول أن التضخم هو أكثر الظواهر شيوعاً وانتشاراً في معظم اقتصاديات العالم، ويشكل عبئاً على الاقتصاد والاستثمار في مختلف المجالات بما فيه الأوراق المالية. فهو ينشأ عن جملة من الأسباب، ويستدعي وضع إجراءات لمعالجته تلجأ لها الحكومات باستخدام وسائل السياسة النقدية والمالية. كمحاولة للإحاطة بهذا الموضوع سيتم التعرض للآتي:

1- تعريف التضخم وأسبابه

سيتم تعريف التضخم وتوضيح مختلف أسبابه والآثار الناجمة عنه وفق الآتي:

1-1- تعريف التضخم

لقد وردت عدة تعاريف للتضخم يتم تناول البعض منها فيما يلي:

يعرف التضخم على أنه الارتفاع الكبير والمستمر في المستوى العام للأسعار للسلع والخدمات في مجملها خلال فترة زمنية طويلة.²

كما يعرف أنه الارتفاع المستمر في الأسعار العامة لمختلف السلع والخدمات، وليس الأسعار النسبية لعدد محدود من السلع أو الخدمات وبقاء الأسعار الأخرى ثابتة.³

كما يعرف كذلك على أنه الزيادة المستمرة والمتواصلة في المستوى العام للأسعار بشكل يؤثر على القدرة الشرائية للنقود وتنافسية الاقتصاد.⁴

وعرف على أنه الحالة التي تصبح فيها الزيادات في الدخل النقدي أكثر من الزيادات في كمية الإنتاج المحقق بواسطة عناصر الإنتاج⁵

¹- O. Blanchard, (March 1981): Out put the stock market and the interest rates, The American economic review (1), Vol 71, P: 141.

²- D. Begg, S.Fisher, R. Dornbusch, (2002): Macro economie, 2^{eme} edition, Dunod, Paris, p: 233.

³- بسام الحجار وعبد الله رزق، (2010): الاقتصاد الكلي، دار المنهل اللبناني، لبنان، ص: 306.

⁴- إسماعيل محمد دعيس، (2012): السياسات الاقتصادية -بين النظرية والتطبيق-، الجزء الأول، دار اليازوري، الأردن، ص: 62.

⁵- بلعوز علي، (2004): محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص: 141.

ويمكن تعريفه على أنه تلك الظاهرة الانتفاخية التي تصيب كمية النقود والأسعار معاً، فتكون فيها الأسعار عالية وكمية النقود بين أيدي الأعوان الاقتصاديين كثيرة ولكنها مجرد أرقام لا قيمة حقيقية لها تتناسب مع كثرتها.

كما يمكن القول أيضاً أن التضخم ظاهرة نقدية تحدث من خلال الزيادة المفرطة في كمية النقد المتداول، تتبعها زيادة في المستوى العام للأسعار نتيجة اختلال التوازن بين العرض المتاح من السلع والخدمات والطلب الفعال.

1-2-2- أسباب التضخم

هناك عدة أسباب يمكن الأخذ بها عند محاولة تفسير التضخم، ويتم ذكر البعض منها وفق الآتي:

1-2-1- زيادة الطلب

تعود أسباب التضخم أحيانا إلى عدم التوازن في الأسواق نتيجة تخلف العرض من السلع والخدمات عن الزيادة الحاصلة في الطلب الكلي عندما يكون الاقتصاد قريب من مستوى التوظيف الكامل ليرتفع بذلك المستوى العام للأسعار وكذلك أسعار عناصر الإنتاج.¹ وهو ما تتفق حوله أغلب النظريات الاقتصادية التي اختلفت فيما بينها حول الأسباب المؤدية إلى زيادة الطلب الكلي.

ومن أهم هذه النظريات توجد:²

- النظرية الكلاسيكية: هذه النظرية ترى وجود علاقة مباشرة بين الزيادة في كمية النقود والارتفاع في المستوى العام للأسعار، ويحدث هذا في ظل سيادة ظروف التوظيف الكامل وسرعة دوران النقود وكذلك الطلب على النقود يكون لأغراض المعاملات فقط، مما يجعل زيادة كمية النقود يترتب عليها ارتفاع المستوى العام للأسعار وفق علاقة تناسبية.

- النظرية الكينزية تعتبر أن سبب التضخم هو حدوث زيادة في الطلب الكلي الفعال، بمعنى حدوث زيادة في الطلب الكلي لا تعادلها زيادة في الناتج أو العرض الكلي، مما يترتب على ذلك ارتفاع في المستوى العام للأسعار.

- النظرية النقدية وتعتبر أن استمرار زيادة كمية النقود تؤدي إلى ارتفاع مستمر في المستوى العام للأسعار، بينما يظل الناتج الوطني الحقيقي ثابت مما يؤدي إلى نمو الطلب الكلي بمعدلات تفوق معدلات نمو الناتج من السلع والخدمات وهو ما ينعكس في صورة ارتفاعات مستمرة في الأسعار وزيادة معدلات التضخم.

¹ - بسام الحجار وعبد الله رزق، المصدر سبق ذكره، ص ص: 213-215.

² - السيد محمد السريتي وعبد الوهاب نجا، المصدر سبق ذكره، ص ص: 226-237.

1-2-2- زيادة التكاليف

في حالات معينة يمكن أن يرجع التضخم إلى زيادة تكاليف الإنتاج خاصة منها زيادة الأجور بنسب أكبر من زيادة الإنتاجية، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار السلع ومستلزمات الإنتاج سواء المحلية أو المستوردة، بشكل يجعل الدخل الحقيقية في مستويات منخفضة، خاصة منها الأجور التي سيطلب أصحابها برفعها، وبذلك يدخل الاقتصاد في ما يعرف بحلقة الأسعار والأجور، أين الأجور ترفع الأسعار والأسعار ترفع الأجور بشكل يفاقم ظاهرة التضخم، ليظهر بذلك ما يعرف بالتضخم الركودي الذي يكون فيه ارتفاع المستوى العام للأسعار مع وجود ركود في مستوى التوظيف وفي معدل النمو الاقتصادي.¹

1-2-3- الاختلالات الهيكلية

يرجع البعض التضخم في الدول النامية إلى الاختلالات الهيكلية في البنية الاقتصادية والاجتماعي والسياسي، ولعل أهم هذه الاختلالات:²

- اختلال الهيكل الإنتاجي حيث تعاني منه تقريبا كل الدول النامية، مما جعلها تعاني من تبعية اقتصادية للدول المتقدمة وهذا ما جعلها عرضة للتضخم الناتج عن الاستيراد.

- انخفاض مرونة عرض المنتجات الزراعية وخاصة الغذائية منها حيث إن الطلب على المنتجات الغذائية ينمو بمعدلات تفوق معدلات إنتاجها، مما يترتب عليه ارتفاع أسعار المنتجات الزراعية وزيادة حدة الضغوط التضخمية.

- طبيعة عملية التنمية التي تركز في مراحلها الأولى على مشاريع البنية الأساسية التي لا تسهم في زيادة العرض الكلي من السلع والخدمات، ويترتب عليها زيادة الدخل والإنفاق بشكل يؤدي إلى زيادة الطلب الكلي وزيادة مستويات الأسعار معه في ظل محدودية العرض.

- الاختناقات في سوق العمل ويكون السبب فيه مبالغة فئات العمال والحرفيين والمهنيين في المطالبة برفع أجورهم بمعدلات تفوق معدلات نمو إنتاجيتهم.

2- أنواع التضخم

يمكن التمييز بين أنواع عدة للتضخم وفق تقسيمات مختلفة:

1-2- تقسيم التضخم من حيث أسبابه

ينقسم التضخم وفقا لذلك إلى نوعين:

¹ - فايز إبراهيم الحبيب، المصدر سبق ذكره، ص ص: 407-409.

² - السيد محمد السريتي وعبد الوهاب نجا، المصدر سبق ذكره، ص ص: 241-243.

2-1-1- التضخم بسبب الطلب

يحدث هذا النوع من التضخم بسبب الزيادة المستمرة في الطلب الكلي على السلع والخدمات، بمعدلات تفوق معدلات الزيادة في العرض الكلي نتيجة الإفراط في الإصدار النقدي مما ينعكس في صورة ارتفاع مستمر على المستوى العام للأسعار.

2-1-2- التضخم بسبب العرض

يحدث هذا التضخم بسبب نقص العرض الكلي من السلع والخدمات الناتج عن زيادة تكاليف الإنتاج الذي يرجع بدوره إلى ارتفاع أسعار مستلزمات الإنتاج أو زيادة الأجور.

2-2- تقسيم التضخم من حيث إمكانية الظهور

ينقسم التضخم وفقا لذلك على نوعين:¹

2-2-1- التضخم الطليق

يحدث هذا النوع في حالة ارتفاع واضح في الأسعار دون تدخل الدولة مما يؤدي إلى تفشي الظاهرة التضخمية والتسارع في تراكمها، فترتفع المستويات العامة للأسعار بنسبة أكبر من زيادة التداول النقدي للكميات النقدية المعروضة.

2-2-2- التضخم المقيد

يتجلى هذا النوع من التضخم بتدخل الدولة في سير حركة الأسعار، فتحدد الدولة المستويات العليا لها سعيا منها لمنع استمرار الارتفاعات السريعة واستفحالها، إلا أن الظاهرة التضخمية تبقى موجودة.

2-3- تقسيمات التضخم من حيث سرعة ارتفاع الأسعار

نظرا لكون معدلات التضخم تتفاوت فيما بين الدول، وحتى في نفس الدولة من فترة إلى أخرى، فينقسم التضخم وفقا لذلك إلى:

2-3-1- التضخم الزاحف

وهو الارتفاع المتواصل للأسعار الذي يحدث على مدى فترة طويلة من الزمن نسبيا، أي أن هذا الارتفاع يكون بطيئا وفي حدود 2% سنويا بشكل مستمر لا يشعر بها المستهلك.²

¹ - بلعوز علي، المصدر سبق ذكره، ص ص: 147-148.

² - إسماعيل محمد عيسى، المصدر سبق ذكره، ص: 65.

3- قياس التضخم

يتم قياس التضخم باستخدام عدة مؤشرات أهمها: ¹

3-1- الرقم القياسي لأسعار المستهلكين

ويعكس هذا الرقم القياسي لأسعار المستهلكين التغيرات التي تطرأ على القوة الشرائية للنقود التي تستخدم في الإنفاق على المعيشة ما بين فترتين زمنييتين، ويهتم بأسعار السلع والخدمات المستهلكة من قبل العائلات وأسعار التجزئة.

ويحسب التضخم انطلاقاً من الرقم القياسي لأسعار المستهلكين وفق العلاقة الآتية:

$$INF = \frac{IDXP_t - IDXP_{t-1}}{IDXP_{t-1}} \times 100$$

3-2- معامل الاستقرار النقدي

يقوم هذا المقياس على المبدأ القائل أن الزيادة في كمية النقود التي لا تقابلها زيادة في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، ينتج عنها ظهور التضخم كمحصلة اختلال بين الإنفاق النقدي والتدفق الحقيقي للسلع والخدمات، ويعبر عن معامل الاستقرار النقدي بالمعادلة الآتية:

$$B = \frac{\Delta M}{M} - \frac{\Delta Y}{Y}$$

حيث:

B: معامل الاستقرار النقدي.

$\frac{\Delta M}{M}$: نسبة التغير في الكتلة النقدية معبراً عنها في العادة بـ M2.

$\frac{\Delta Y}{Y}$: نسبة التغير في الناتج المحلي الإجمالي.

فعندما:

$B = 0$: نسبة التغير في الكتلة النقدية تساوي نسبة التغير في الناتج المحلي الإجمالي.

$B < 0$: نسبة التغير في الكتلة النقدية أكبر نسبة التغير في الناتج المحلي الإجمالي. ويعني أن هناك ضغط تضخيميا يدفع الأسعار للارتفاع.

$B > 0$: نسبة التغير في الكتلة النقدية أقل نسبة التغير في الناتج المحلي الإجمالي. ويعني أن الأسعار ستتجه للانخفاض.

¹ - عبد المجيد قدي، (2003): المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص: 46-50.

3-3- معيار فائض الطلب

ينطلق هذا المعيار من الفكرة الكينزية المتعلقة بزيادة الطلب الفعلي دون زيادة الإنتاج يؤدي إلى زيادة في المستوى العام للأسعار، ويتم قياس فائض الطلب انطلاقاً من المعادلة الآتية:

$$D = (CP + CG + I + \Delta S) - Y$$

حيث إن:

D: فائض الطلب.

: الاستهلاك الخاص بالأسعار الجارية.

: الاستهلاك العام بالأسعار الجارية.

I: الاستثمار في الأصول الثابتة بالأسعار الجارية.

: الاستثمار في المخزون السلعي بالأسعار الجارية.

Y: الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة.

من هنا، فإن زيادة الإنفاق بالأسعار الجارية عن الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة يؤدي إلى فائض في الطلب بشكل يؤدي إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار، ومن ثم زيادة التضخم.

3-4- معيار الإفراط النقدي

يعبر الإفراط النقدي عن الفائض في الكتلة النقدية عن المستوى المقبول، ويتحدد وفق العلاقة الآتية:

$$\dot{M} = \lambda Y_t - M_t$$

حيث:

: حجم الإفراط النقدي.

λ : متوسط نصب الوحدة من الناتج المحلي الخام الحقيقي من كتلة النقود المتداولة، وتصل إليه بقسمة M_2 الكتلة النقدية على الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة.

: كمية النقود المتداولة بالفعل.

4- النظريات المفسرة للتضخم

اختلفت النظريات النقدية في إعطاء تفسير موحد لمصدر التضخم في الاقتصاد ومختلف الأسباب التي تؤدي للارتفاع المستمر للأسعار. وللتعرف على مختلف هذه المصادر وفق مختلف النظريات، سيتم التعرض لما يلي:

4-1 - نظرية المبادلات

يرى أنصار هذه النظرية أن الزيادة في كمية النقود المتداولة في السوق هي سبب ظهور البوادر التضخمية، وتم في هذا الصدد صياغة معادلة من طرف الاقتصادي الأمريكي فيشر Fisher تعبر عن العلاقة بين عرض النقود والطلب عليها في محاولة لتحديد مختلف العوامل التي تساهم في التأثير على مستوى الأسعار، وتقوم هذه المعادلة على الفروض الآتية:¹

- التعادل بين عرض وطلب النقود:

حيث:

D: الطلب على النقود.

F: عرض النقود.

- الطلب على النقود يساوي القيمة النقدية للمبادلات، وهي بدورها تساوي حجم المعاملات الحقيقية مضروب بالمتوسط العامل للأسعار:

حيث:

P: المستوى العام للأسعار.

T: حجم المعاملات الحقيقية.

- أن عرض النقود يساوي كمية النقود مضروب بسرعة تداولها:

حيث:

M: كمية النقود.

V: سرعة تداول النقود.

ومنه فإن:

و

¹ - مروان عطون، (1989): النظريات النقدية، دار البعث، قسنطينة، ص ص: 94-96.

ما يستتبط من هذه المعادلة أن المستوى العام للأسعار متغير تابع، والتغيرات في قيمة النقود تتماشى عكسا وبنفس النسبة مع التغير في كميتها، إذا ظلت سرعة دورانها وكمية المبادلات ثابتة أثناء تغير كمية النقود، غير أن العلاقة التي تضمنتها هذه ليست بالبساطة التي تم تصورهما من طرف فيشر، لأنه قد ترتفع الأسعار لأسباب لا علاقة لها بزيادة كمية النقود.

4-2- نظرية الأرصدة النقدية

ساهم اقتصاديو مدرسة كامبردج في تطوير نظري للنظرية السابقة التي تقوم على فكرة زيادة عرض النقود على الطلب يؤدي لارتفاع متناسب في المستوى العام للأسعار، وذلك من معادلة تعرف بمعادلة كامبردج يمكن صياغتها كالآتي:

حيث:

M : كمية النقود.

S_m : النسبة من الدخل النقدي التي يرغب الأفراد الاحتفاظ بها على شكل أرصدة نقدية.

R_m : الدخل النقدي.

كما أن:

وباعتبار:

حيث:

V : سرعة تداول النقود.

و:

فإن:

وبما أن:

حيث:

R_r : الدخل الحقيقي.

P : المستوى العام للأسعار.

ومنه

وهي نفسها معادلة التبادل لـ فيشر تقريبا التي تعبر عن نظرية المبادلات لكن مع بعض التغيرات:¹

- استبدال حجم التبادلات في معادلة التبادل بالدخل الحقيقي في معادلة كمبردج.

- المستوى العام للأسعار في معادلة كمبردج يمثل متوسط أسعار المنتجات النهائية. وبذلك فإن P و R_r يساوي القيمة النقدية للنواتج الوطني.

ويلاحظ من هذه المعادلة أنها تعطي أهمية كبيرة للتغيرات في الأرصدة النقدية من حيث كونها المحدد الرئيسي للتغيرات في الأسعار، كما تعبر عن تأثير التغيرات في الأرصدة على سرعة تداول النقود. وهي تهتم بالتركيز على العوامل التي يتوقف عليها طلب الأشخاص على النقود.

4-3- النظرية الكينزية

يختلف تفسير التضخم في النظرية الكينزية عن التفسير الذي ساد في النظريات السابقة، حيث أشار كينز في نظريته العامة أن النظرية التقليدية للنقود فشلت في تشخيص أسباب الكساد، ويتركز تحليل كينز في البحث على العوامل التي تحكم مستوى الدخل الوطني النقدي، باعتبار أن تفسير التقلبات فيه يتضمن تفسيراً للتقلبات في المستوى العام للأسعار وربطه بحجم توظيف عوامل الإنتاج، كما أنه يتحدد المستوى التوازني عند تقاطع منحنى الطلب الكلي مع منحنى العرض الكلي.

ويميز التحليل الكينزي في تفسيره للتضخم بين مرحلتين أساسيتين هما:

- مرحلة ما قبل بلوغ الاقتصاد مستوى التوظيف الكامل في ظل هذه الحالة لا تكون مختلف الأجهزة في الاقتصاد وصلت إلى أقصى طاقتها الإنتاجية مما يعني أن هناك طاقات معطلة في الاقتصاد، وبالتالي حدوث زيادة في الطلب لا يترتب عليها حدوث ارتفاع المستوى العام للأسعار، لأن زيادة الطلب سوف يصاحبها زيادة مماثلة في عرض السلع والخدمات.

- مرحلة التوظيف الكامل وهي المرحلة الحالة التي تكون فيها طاقات الاقتصاد في حالة توظيف كامل، وعندها فإن أي زيادة في الطلب الكلي لن تصاحبه زيادة في العرض الحقيقي من السلع والخدمات.²

¹ - المصدر نفسه، ص ص: 104-107.

² - محمد عزت عزلان، (2002): اقتصاد النقود والمصارف، دار النهضة العربية، لبنان، ص ص: 295-296.

4-4- نظرية التضخم الناشئ عن دافع النفقة

تدور هذه النظرية حول كون ارتفاع نفقة الإنتاج هو الذي يدفع بالأسعار إلى الارتفاع. فهذه النظرية ترى أن مصدر التضخم هو جانب العرض، حيث إن ارتفاع الأجور بشكل مستقل عن ظروف الإنتاج والطلب الكلي يدفع بالعمال للمطالبة برفع الأجور.

وقد قام فليبيس في دراسة له بالربط بين التضخم والطلب من خلال الربط بين التضخم والبطالة. وأكد فيها أن هناك علاقة عكسية بين معدل التضخم ومعدلات البطالة باعتبار أن انخفاض حجم البطالة يدفع الأجور إلى الأعلى وبالتالي ترتفع الأسعار. وبالتالي يمكن القول أن انخفاض البطالة هو ناتج عن زيادة الطلب على عنصر العمل نتيجة ارتفاع الطلب على السلع والخدمات، وهو ما يؤدي إلى ارتفاع الأجور ورفع تكلفة الإنتاج بشكل يساهم في زيادة المستوى العام للأسعار.¹

4-5- النظرية المعاصرة لتفسير التضخم

جاءت هذه النظرية كنتيجة لأعمال مدرسة شيكاغو بزعامة ميلتون فريدمان الذي أعاد النظرية الكمية إلى الحياة بعد الانتقادات التي وجهت لها، فهي تنظر إلى التضخم على أنه ظاهرة نقدية بحتة، وأن مصدره هو نمو كمية النقود بسرعة أكبر من نمو الإنتاج، وتقوم هذه النظرية على مبدئين:²

- المؤثر في المستوى العام للأسعار هو تطور التغير في النسبة بين كمية النقود وبين الناتج، أي نصيب الوحدة من الناتج الوطني من كمية النقود.

- التغير الذي يطرأ على سرعة دوران النقود أو التفضيل النقدي كمعبر عن الأرصد النقدية التي يرغب الأفراد الاحتفاظ بها من دخولهم النقدية.

ويتصور فريدمان أن التغير في كمية النقود يدعمه تغير في سرعة دورانها في نفس الاتجاه، وأن مصدر الارتفاع التضخمي يرجع إلى زيادة الرصيد النقدي في المجتمع عن الحجم الأمثل الذي يحقق الاستقرار في المستوى العام للأسعار.

5- علاقة التضخم بأداء سوق الأوراق المالية

التضخم كما عرف سابقاً بأنه تلك الظاهرة الانتفاخية التي تصيب كمية النقود والأسعار معاً، فتكون خلالها الأسعار عالية وكمية النقود بين أيدي الأعوان الاقتصاديين كثيرة، ولكنها مجرد أرقام لا قيمة حقيقية لها تتناسب مع كثرتها. والتضخم أنواع عديدة يؤثر على الاستثمار في الأوراق المالية بتأثيرات مختلفة. أما عند

¹ - بلعوز علي، المصدر سبق ذكره، ص: 146.

² - المصدر نفسه، ص ص: 146-147.

الحديث عن علاقة الموجودة بين التضخم والأوراق المالية فلا بد من الحديث عن العوائد بدلا من الأسعار، لأن ارتفاع أسعار الأوراق المالية أثناء التضخم لا يعبر عن الغرض المنشود من الاحتفاظ بها خاصة في الأجل الطويل، وإنما يؤخذ بعين الاعتبار الدخل والعائد الناجم من هذا النوع من الاستثمار -ويقصد به مقسوم الأرباح مضاف إليها الأرباح الرأسمالية-¹.

أما عن طبيعة هذه العلاقة فهي غير قارة باختلاف الاقتصاديين، فهناك من يرى بوجود علاقة طردية بين معدل التضخم وعوائد الأوراق المالية مثل فيشر Fisher وليفر Leffer، وهناك من يرى وجود علاقة عكسية بين معدل التضخم وعوائد الأوراق المالية مثل فاما Fama وفيليب كاقان Phillip Cagan.

فبالنسبة للعلاقة الطردية، فإن فيشر Fisher يذهب إلى القول في كتابه الذي نشره عام 1930 بعنوان The Theory of Interest العوائد الاسمية للأوراق المالية-لأسهم- تزداد بنفس نسبة زيادة معدل التضخم المتوقع، وبالتالي سيعوض المستثمر الخسارة الناجمة عن التضخم في القوة الشرائية لثروته، ويرتكز في ذلك على مفهوم أساسي مفاده أن معدل العائد الاسمي يتكون من معدل عائد حقيقي مضاف إليه المعدل المتوقع للتضخم:²

$$r_{nt} = r' + bI_t + e$$

حيث:

r_{nt} : العائد الاسمي للسهم في الزمن t.

r' : العائد الحقيقي.

I_t : معدل التضخم في الزمن t.

$b = 1$ في ظل فرضية فيشر.

e : الخطأ.

أما حسب ليفر Leffer، فقد ذهب وفي نفس السياق إلى أبعد من ذلك إذ يقول أن هناك بعض الأوراق المالية -الأسهم- تعتبر وسيلة جيدة لتحوط من التضخم، إذ أنه كلما زاد معدل التضخم فإن أسعارها ستزيد بنسبة أكبر من النسبة التي زاد بها التضخم، وحجته في ذلك هناك العديد من الشركات الصناعية والتجارية يلعب المخزون السلعي دورا مهما في تحديد حجم الأرباح، فارتفاع الأسعار -كمؤشر للتضخم- يعني إمكانية بيع المخزون السلعي بأسعار عالية مقارنة بأسعار الشراء مما يزيد في حجم أرباحها، ومن ثم عوائد أسهمها

¹ - فاخر عبد الستار حيدر، المصدر سبق ذكره، ص: 65.

² - E. Ozbay, (2009): The relationship between stock returns and macro economic factors: evidence from turkey, Master of science in financial analysis and fund management, Universtiy of Exeter, Exeter, p: 12 .

بشكل كبير لكن هذا مقرون فقط ببداية التضخم إذ أن ارتفاع أسعار السلع المباعه يسبب ارتفاع تكاليف إنتاجها. وحتى تكون الأسهم أداة لتحوط لابد أن يكون معدل العائد الحقيقي r أكبر من معدل العائد المطلوب k للسهم والذي يتم الوصل إليه من خلال تعديل بسيط في علاقة جوردن وشابيرو Gordon & Shapiro:

$$k = \frac{D_1}{P} + g$$

حيث:

k : معدل العائد المطلوب.

D_1 : التوزيع النقدي للسنة 1.

P : السعر الحقيقي.

g : معدل النمو.

فمن هذه العلاقة حتى تكون الأسهم أداة تحوط لابد أن يزداد g أكثر من معدل التضخم في ظل ثبات أسعار الأسهم.

وقد سار على هذا النهج ميشال فيرث Michael Firth حيث قام بدراسة العلاقة بين عوائد الأسهم - الاسمية والحقيقية- ومعدلات التضخم للمدة 1976-1919 بيانات شهرية وسنوية ليتوصل لمعادلة الانحدار الموالية:

$$r_{nt} = 0.143 + 0.110I_t$$

$$t = 0.236 \text{ و } R^2 = 0.002$$

وهو ما جعله يتفاجئ بعدم إظهار معدل التضخم معنوية إحصائية في التأثير على عوائد الأسهم الاسمية.¹

أما بالنسبة للعلاقة العكسية التي نادى بها فاما Fama، جاءت بعد أبحاث قام بها مع شوارت Schwert سنة 1977 على العوائد الحقيقية للأسهم الأمريكية ومعدلات التضخم، أشار في دراسة صدرت له في عام 1981، أن عوائد الحقيقية للأوراق المالية -الأسهم- ترتبط بعلاقة عكسية مع التضخم، وحثه في ذلك أن توقع انخفاض في النشاط الحقيقي استجابة لصدمة حقيقية سلبية ناجمة عن أثر من الآثار السلبية للتضخم يؤدي لإنخفاض عوائد الاسهم وفق لعلاقة التأثير البديل أو النائب². وبالنسبة لـ فليب كاقان Phillip Cagan لقد سار على نهج فاما Fama لكن توصل إلى قراءة دقيقة لنتائج تشير إلى أن أداء الأسهم لم يكن جيد خلال

¹ - فاخر عبد الستار حيدر، المصدر سبق ذكره، ص ص: 73.

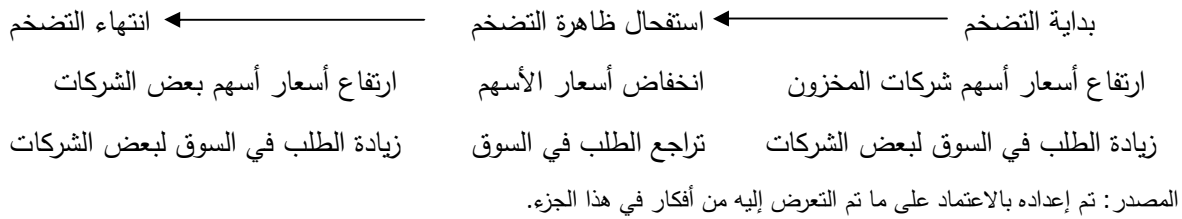
² - Emrah Ozbay, op-cit, p: 15.

الفترة التضخمية، لكنه سيعوض بأداء جيد بعد انتهاء التضخم حسب اتجاه السياسة النقدية المتبعة للحد من التضخم.

فإذا أريد التكلم عن أسعار الأوراق المالية وبالتحديد الأسهم وفق هذه التحليلات الفكرية النظرية، فإن حسب فيشر Fisher وليفير Leffer سترتفع الأسعار دون أدنى تحفظ نتيجة زيادة الطلب على الأسهم باعتبارها أداة تحوط اتجاه التضخم. وهو ما اعتبر غير واقعي من طرف فاما Fama وفليب كاقان Phillip Cagan حيث اعتبروا أسعار الأسهم تنخفض نتيجة اتجاه معدلات التضخم لارتفاع وفق آلية التأثير النائب. وهو ما لوحظ على مؤشر سوق نيويورك للأوراق المالية نايز NYSE خلال الفترة 1990-2006.

ومن هنا يمكن القول أن أسعار الأوراق المالية -الأسهم- في ظل التضخم ستتحدد وفق الطلب عليها نتيجة قرار الاستثمار فيها. ففي بداية التضخم يكون الطلب على نوع خاص من الأسهم وهي أسهم الشركات التي تتمتع بمخزون سلعي باعتبار أسعاره ستعرف ارتفاع نتيجة زيادة التضخم، مما يؤدي لزيادة عوائدها الاسمية، وهنا يمكن اعتمادها كأداة تحوط. أما عند استنفال الظاهرة، فهذه الفترة تعرف بفترة الإقلاع عن الاستثمار مما يعني أن أسعار الأسهم ستعرف نوعاً من الانخفاض نتيجة تراجع الطلب عليه، وعند ظهور بوادر نهاية الظاهرة التضخمية فإن أسعار أسهم الشركات التي يمكن أن يعوض أداؤها الضعيف بأداء جيد بعد انتهاء التضخم سترتفع نتيجة زيادة الطلب عليها، والشكل الموالي يوضح ذلك.

شكل 9: تغير أسعار الأسهم في ظل التضخم



المبحث الثاني: متغيرات القطاع النقدي وأداء سوق الأوراق المالية

يعتبر الحديث عن متغيرات القطاع النقدي بمثابة الحديث عن متغيرات السياسة النقدية التي هي أداة من أدوات السياسة الاقتصادية التي تهدف من خلالها الدولة إلى الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي والنقدي، وذلك من خلال التحكم في حجم الائتمان والمساهمة في تعبئة المدخرات وتخصيصها بشكل أمثل يؤدي إلى تطوير مختلف مجالات الاستثمار في سوق الأوراق المالية. أما عن طبيعة العلاقة بين متغيرات هذا القطاع التي تم حصرها في معدل الفائدة، الكتلة النقدية وسعر الصرف بأداء سوق الأوراق المالية، فإنه سيتم التعرّيج في البداية إلى معدل الفائدة بمختلف مفاهيمه، وأهم النظريات المفسرة له وأهم وجهات النظر التي تحدثت عن علاقته بأسعار الأوراق المالية كمعبر عن الأداء، ثم يتم تناول الكتلة النقدية بمختلف مفاهيمها وخصائصها والنظريات المفسرة لها وكذلك علاقتها بأسعار الأوراق المالية في السوق، ليتم بعد ذلك تناول سعر الصرف من خلال تعريف مختلف أنواعه، النظريات الخاصة به وكذلك سيتم توضيح الإطار النظري الذي تناول العلاقة مع أسعار الأوراق المالية كمعبر عن الأداء.

وسيتم تقسيم هذا المبحث وفق المطالب الآتية:

- سعر الفائدة وعلاقته بأداء سوق الأوراق المالية؛
- الكتلة النقدية وأداء سوق الأوراق المالية؛
- أسعار الصرف وأداء سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: سعر الفائدة وعلاقته بأداء سوق الأوراق المالية

تكمن أهمية الفائدة في كونها السعر الذي يدفعه المقترض للمقرض للحصول على أموال اتصفت بالندرة، فتغيره له أهمية لتنظيم العرض والطلب على الأرصدة النقدية وعلى الاستثمار الحقيقي والمالي بما في ذلك الاستثمار في الأوراق المالية.

وللإحاطة أكثر بموضوع سعر الفائدة وعلاقته بأسعار الأوراق المالية سيتم تناول الآتي:

1- تعريف سعر الفائدة والعوامل المحددة له

سيتم تناول تعريف سعر الفائدة ومختلف أنواعه وفق الآتي:

1-1- تعريف سعر الفائدة

وردت العديد من التعاريف الخاصة بسعر الفائدة يمكن ذكر البعض منها فيما يلي:

يعرف سعر الفائدة على أنه ذلك العائد الذي يحصل عليه المرء جراء تنازله عن التصرف بأمواله المقترضة لفترة زمنية محددة، ويختلف هذا العائد حسب الفترة وحسب المبلغ، ويمكن له أن يكون ثابتا كما يمكن أن يكون متغيرا.¹

ويعرف أيضا على أنه ثمننا لقرض رأس مال، ويتحدد تلقائيا بتفاعل قوى العرض والطلب، أي عرض رأس المال أو الادخار والطلب على المال أو الاستثمار.²

ويعرف كذلك على أنه مكافأة لقاء التخلي عن السيولة خلال فترة زمنية ويتحدد في السوق شأنه شأن سائر الأسعار عند المستوى الذي يتعادل عنده العرض والطلب.³

وكذلك يعرف على أنه سعر للالتئمان يؤدي مثل بقية الأسعار وظيفة توزيع الأموال بين الاستخدامات المختلفة في الحاضر والمستقبل، فهو وسيلة مفاضلة بين القوة الشرائية الحالية والقوة الشرائية المستقبلية.⁴ من خلال التعاريف السابقة يستنتج بأن البعض منها اعتبر سعر الفائدة ثمن الادخار وهو ما يتفق مع وجهة نظر الكلاسيك، ومنهم من اعتبر سعر الفائدة ثمن للتخلي أو التنازل عن السيولة وهو ما يتفق مع وجهة نظر كينز.

فسعر الفائدة يمكن القول بأنه الثمن الذي يحصل عليه صاحب رأس المال مقابل تخليه عن أمواله مؤقتا، وهذا الثمن يحسب وفق معدل يسمى معدل الفائدة ويتحدد أساسا نتيجة تفاعل عرض الأموال والطلب عليها في السوق، وعادة يكون أكبر كلما كانت مدة التخلي أطول لازدياد الفرص الضائعة.

1-2- أنواع أسعار الفائدة

بعدما تم اعتبار الفائدة هي المبلغ الذي يحصل عليه المقترض ومعدل الفائدة نسبة الفائدة إلى المبلغ المقرض، فإنه يمكن أن نذكر أهم معدلات الفائدة المستخدمة فيما يلي:⁵

1-2-1- معدل الفائدة الرئيس

يعد معدل الفائدة الرئيس من أكثر المعدلات استخداما وهو المعدل الذي تتقاضاه البنوك على قروضها قصيرة الأجل للشركات المعروفة بالسمعة المالية الجيدة، ويعزى انخفاض معدل الفائدة الرئيس عن غيره من

¹ - ب.برنييه وإ.سيمون ترجمة عبد الأمير شمس الدين، (1989): *أموال الاقتصاد الكلي*، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، ص: 201.

² - مصطفى يوسف كافي، (2014): *الاقتصاد الكلي*، مكتبة المجتمع العربي، عمان، ص: 329.

³ - باسم حجار، (2006): *الاقتصاد النقدي والمصرفي*، دار المنهل اللبناني، بيروت، ص: 349.

⁴ - عبد الرحمان بن عبد الله الحمدي وعبد الرحمان بن عبد المحسن الخلف، (2009): *النقود والبنوك والاسواق المالية*، الطبعة الثانية، شركة مطابع الفرزدق، الرياض، ص: 14.

⁵ - المصدر نفسه، ص ص: 24-26.

معدلات الفائدة إلى قوة المراكز المالية لهذه الشركات، وكان هذا المعدل ثابتا خلال سنوات ماضية لكنه عرف عدم استقرار في الوقت الحالي لذلك أصبح في الوقت الحالي يعرف بمعدل الفائدة الرئيس المتغير. مما جعل معدل الفائدة المدفوع من قبل الشركات المقترضة أكبر من المعدل الرئيس المعلن.

1-2-2- معدل الفائدة على الأوراق المالية الحكومية

وهو ذلك المعدل الذي يعطى على توظيف الأموال في الأوراق المالية المملوكة للحكومة مثل سندات وأذونات الخزينة، وهو يعد مؤشرا مهما للأسواق الأوراق المالية نظرا إلى انخفاض درجة مخاطرة الاستثمار فيها.

1-2-3- معدل الفائدة على سندات الشركات

وهو ذلك المعدل الذي تحسب على أساسه الفائدة التي تمنح للمستثمرين في السندات الخاصة بالشركات الاقتصادية. ويعد من المعدلات المهمة في سوق الأوراق المالية. وتقوم شركات التصنيف العاملة في الأسواق المالية بترتيب الشركات حسب درجة المخاطرة للاستثمار في هذه السندات، ويتكون الترتيب عادة من تسع درجات تبدأ من AAA لأفضل السندات إلى C أضعف السندات.

2- حساب معدلات الفائدة

يتميز بين أكثر من طريقة لحساب أسعار الفائدة يذكر منها:

2-1- سعر الفائدة الاسمي

وهو ذلك السعر الذي يمنح على الديون ويتكون من مزج سعر الفائدة الحقيقي عديم المخاطرة وعلاوات متعددة مرتبطة بالتضخم والمخاطر الملازمة للدين ودرجة السيولة، ويمكن حسابه وفق المعادلات بالعلاقة الآتية:¹

$$r = r^* + IP + DRP + LP + MRP$$

أو:

$$r = r_{RF} + DRP + LP + MRP$$

حيث:

r : معدل الفائدة الاسمي.

r^* : معدل الفائدة الحقيقي عديم المخاطرة في حالة كان معدل التضخم معدوم.

IP : معدل تحسب على أساسه علاوة التضخم.

r_{RF} : معدل الفائدة الاسمي عديم المخاطرة وهو معدل الفائدة الاسمي على أذونات الخزينة.

¹ - أجين برغام ترجمة محمد عبد الفتوح وعمر عبد الكريم، (2010): الإدارة المالية، الجزء الأول، الشعاع للنشر والعلوم، حلب، ص: 55.

DRP: معدل تحسب على أساسه علاوة مخاطر عدم السداد وتعكس هذه العلاوة احتمال عدم قدرة المقترض على سداد الفوائد أو رأس المال الأصلي.

LP: معدل تحسب على أساسه علاوة السيولة وتكون تعويض عن التخلي عن السيولة لزم من قصير.

MRP: معدل تحسب على أساسه علاوة الاستحقاق وهي علاوة تكون تعويض عند فقدان النقود لقيمتها خلال فترة الاستحقاق نتيجة عملية تخفيض العملة أو ما شابه ذلك.

2-2- سعر الفائدة الحقيقي

وهو ذلك السعر الذي يمكن الوصول إليه انطلاقاً من معدل الفائدة الاسمي بعد تجرده من التضخم.

ويمكن حسابه بالاعتماد على أثرين:

- أثر فيشر: وينسب هذا الأثر إلى رفينغ فيشر الذي افترض أن الظواهر الاقتصادية تتطور بشكل متتالية حسابية، ومن ثم فإن معدل الفائدة الاسمي هو مجموع معدل الفائدة الفعلي مضاف إليه التضخم ويعطى وفق العلاقة الآتية:

$$r = r' + INF$$

ومنه:

$$r' = r - INF$$

حيث:

r : معدل الفائدة الإسمي.

r' : معدل الفائدة الفعلي.

INF : معدل التضخم.

- أثر فاما: وينطلق هذا الأثر من افتراض مفاده أن الظواهر الاقتصادية تتطور هندسياً أي وفقاً لمتتالية هندسية، ومن ثم فإن معدل الفائدة الاسمي هو عبارة عن معدل الفائدة الحقيقي مضروب في عامل التضخم ويعطى وفق الصيغة التالية:

ومنه:

حيث:

$1 + INF$: عامل التضخم.

2-3- سعر الفائدة السائد في السوق

وهو ذلك السعر الذي يمكن الوصول إليه من خلال الاعتماد على السعر الذي تباع به السندات عند الإصدار ومعدلات الفائدة الثابتة عليها أو المتغيرة مثلما تم تحديدها:¹

$$P = F \left[\frac{i}{P} [1 + (1 + r)^{-n}] + (1 + r)^{-n} \right]$$

حيث:

P: السعر الذي يباع به السند في بداية الفترة.

i: معدل الفائدة على السند.

n: عدد سنوات حتى استحقاق السند.

r: معدل الفائدة السائد في السوق وهو المطلوب عن طريق أغلب المستثمرين.

ويتم الوصول إلى قيمة r معدل الفائدة السائد في السوق من خلال حل المعادلة السابقة من الدرجة n، وعادة تستعمل طريقة التجربة والخطأ للوصول لـ r باعتبارها أسهل طريقة.

3- نظريات سعر الفائدة

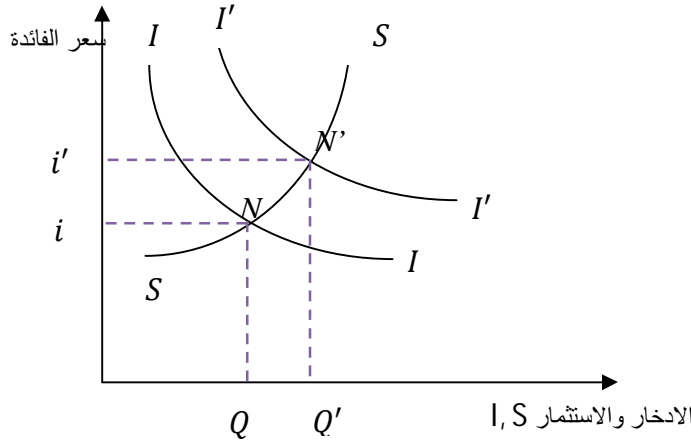
اختلفت الآراء حول أسعار الفائدة لكنها تجمعت في ثلاث نظريات تفسره وهي:

3-1- النظرية الكلاسيكية

يطلق على هذه النظرية بنظرية رؤوس الأموال القابلة للاقتراض حيث تدرس هذه النظرية المتغيرات الاقتصادية الحقيقية، وتشير أن سعر الفائدة الحقيقي هو ثمن لعرض رأس المال أو الادخار والطلب على رأس المال أو الاستثمار. فعرض النقود أو الادخار هو الجزء المتبقي من الدخل بعد اقتطاع الاستهلاك، ويفترض التحليل الكلاسيكي أن عرض الادخار يتوقف على سعر الفائدة في السوق بحيث يزداد مع ارتفاع السعر وينخفض مع انخفاض هذا السعر وفق علاقة طردية، يتم توضيحها وفق الشكل الموالي:

¹ - D. Morissette, (2005): Gestion financière, Les éditions SMG, Québec, p: 89.

شكل 10- النظرية الكلاسيكية وسعر الفائدة



المصدر: مصطفى يوسف كافي، المصدر سبق ذكره، ص: 329.

يشير منحنى الادخار (SS) إلى العلاقة الطردية مع سعر الفائدة أما منحنى الاستثمار (II) فيشير إلى العلاقة العكسية بين الاستثمار وسعر الفائدة، ويتحدد سعر الفائدة عند زيادة الادخار على الاستثمار، وبالتالي يؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة إلى زيادة حجم الاستثمار، وتستمر الزيادة حتى يتساوى الادخار مع الاستثمار تلقائياً، وتؤدي زيادة الاستثمار متمثلة بانتقال منحنى الاستثمار (II) إلى ارتفاع سعر الفائدة إلى R فيدفع الأفراد إلى زيادة مدخراتهم حتى يعود التوازن التلقائي من جديد بين الادخار والاستثمار.

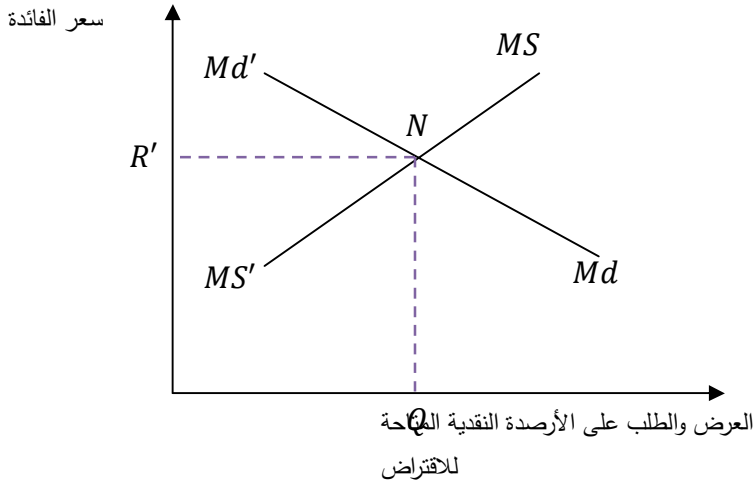
3-2- نظرية الأرصدة النقدية المتاحة

سارت هذه النظرية على نهج الكلاسيك في فكرة أن سعر الفائدة يتحدد بتقاطع منحنى العرض والطلب على الأرصدة القابلة للاقتراض والإقراض، غير أنها حاولت معالجة بعض التغيرات وذلك بإدخال بعض من العوامل الإضافية التي تعتبر واقعية.

وفقاً لهذه النظرية يعتبر سعر الفائدة الثمن الذي يدفع في استخدام الأرصدة المتاحة للاقتراض، فكما هو الحال عند الكلاسيك يأتي الطلب الرئيسي على الأموال المتاحة للاقتراض من جانب راغبي الاستثمار بينما يتوقف المعروف من هذه الأموال بصفة رئيسية على مدخرات الأفراد. إلا أنه حسب هذه النظرية لا يتوقف فقط على المدخرات وإنما يتأثر كذلك بالمكتنزات السابقة وبالنفود الائتمانية التي تخلقها البنوك. أما الطلب على هذه الأرصدة المتاحة للاقتراض يتأثر بعامل آخر بجانب مستوى سعر الفائدة، فالطلب على سلع الاستهلاك المعمرة يتأثر بدرجة توفر التمويل بدرجة أكبر من تأثيره بتكلفة هذا التمويل أي مستوى سعر الفائدة، وكذلك يتأثر الطلب على الأرصدة لأغراض الاستثمار بالعائد المتوقع من الاستثمار وعلاقته بسعر الفائدة، والإنتاجية الصافية لرأس المال المقترض. والشكل الموالي يوضح سعر الفائدة المناظر لنقطة تقاطع الطلب على الأرصدة المتاحة

للاقتراض مع المعروض من هذه الأرصدة من جانب المدخرين ومن جانب البنوك وكذلك الأفراد بمكنتزاتهم وفق هذه النظرية.¹

شكل 11: نظرية الأرصدة النقدية الحاضرة للاقتراض وسعر الفائدة



المصدر: المصدر نفسه، ص: 332.

يلاحظ وجود علاقة مباشرة بين الادخار والاستثمار رغم اعتراف أنصار هذه النظرية بوجود عوامل أخرى تؤثر في جانبي الطلب والعرض، مثل الأموال المكتتزة، وقدرة البنوك على خلق الائتمان، وقد ساهمت هذه النظرية بشكل كبير في تفسير التقلبات قصيرة المدى لسعر الفائدة في السوق النقدية.

3-3- النظرية الكينزية لسعر الفائدة

وفق هذه النظرية سعر الفائدة هو ظاهرة نقدية يتحدد بالعرض والطلب على النقود وفق الآتي:²

$$M^S = M^d$$

حيث:

M^S : عرض النقود.

M^d : الطلب على النقود.

و:

¹ - مصطفى يوسف كافي، المصدر سبق ذكره، ص: 331-332.

² - ضياء مجيد الموسوي، (1991): الاقتصاد النقدي، درا الفكر، الجزائر، ص: 146-150.

حيث:

M_1^S : كمية النقود المعدة لمواجهة الطلب النقدي لأغراض المعاملات والإحتياطي.

M_2^S : كمية النقود المعدة لمواجهة الطلب النقدي لغرض المضاربة.

كما أن:

حيث:

M_1^d : الطلب على النقود لأغراض المعاملات والاحتياطي.

M_2^d : الطلب على النقود لأغراض المضاربة.

حيث:

y : الدخل.

i : الفائدة.

ومن معادلات العرض والطلب على النقود نحصل على:

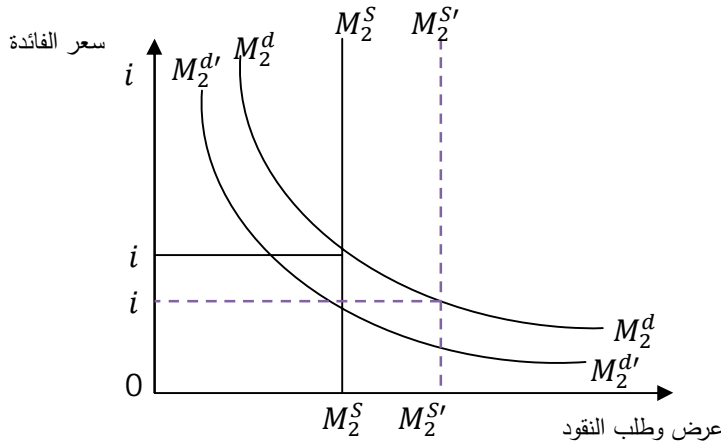
أي أن عرض النقود المعدة لغرض المعاملات والاحتياطي يجب أن يساوي الطلب عليها لهذا الغرض.
كما أن عرض النقود المعدة لغرض المضاربة يجب أن يساوي الطلب عليها لهذا الغرض.
وعلى ذلك يتحقق الشرط الموالي:

ولما يميل (Y) نحو الثبات لاعتماده على حجم الدخل والاستخدام ومدى النشاط الاقتصادي، وكذلك على نسبة الدخل إلى الإنفاق فإن سعر الفائدة يتحدد بالمعادلة الآتية:

$$i = i(M_2^d, M_2^S): \text{أو } M_2^d = L_2(i) = M_2^S$$

أي أن سعر الفائدة يتحدد بكل من عرض النقود المعدة لغرض المضاربة M_2^S والطلب على النقود لغرض المضاربة أيضاً، وفقاً لدالة التفضيل النقدي $M_2^d = L_2(i)$ وفق ما هو موضح في الشكل:

شكل 12: توضيح لدالة التفضيل النقدي عند كينز



المصدر: مصطفى يوسف كافي، المصدر سبق ذكره، ص: 334.

يشير المنحنى M_2^d إلى الطلب على النقود لأغراض المضاربة والمنحنى M_2^S يعبر عن النقود المعدة لنفس الغرض، إذ هو جزء من العرض الكلي الذي يفترض أن يكون ثابتاً في الفترة القصيرة، وأن تقاطع هذين المنحنيين يحدد سعر الفائدة i .

من الواضح هنا أن زيادة عرض النقد متمثلاً بانتقال منحنى العرض M_2^S أو انخفاض دالة التفضيل النقدي متمثلاً بانتقال المنحنى M_2^d ، يؤديان إلى انخفاض سعر الفائدة i ، والعكس صحيح في حالة انخفاض عرض النقود أو ارتفاع دالة التفضيل النقدي. وبذلك نستنتج بأن أكثر التغيرات في كمية النقود على دالة التفضيل النقدي لدافع المضاربة هو الأساس الذي تستند إليه السلطات النقدية المركزية للتأثير على سعر الفائدة حسب النظرية الكينزية.¹

4- العلاقة بين معدل الفائدة وأداء سوق الأوراق المالية

بعد ما تم اعتبار الفائدة هي المبلغ الذي يحصل عليه صاحب رأس المال مقابل تخليه عن أمواله مؤقتاً - ثمن التخلي *Prix de Renoncation* -، وتتحدد وفق مؤشرات السياسة النقدية المتبناة في الاقتصاد[♦]. فإن الاقتصاديين يرون أنّ سعر الفائدة لها دور أساسي في المساهمة في التخصيص الأمثل للموارد المتاحة من مدخرات بين الاستثمارات المختلفة. كما أن أسعار الفائدة الطويلة الأجل المرتفعة من شأنها أن تساهم في تشجيع الادخار لتؤدي في نفس الوقت إلى زيادة تكلفة التمويل، الشيء الذي ينعكس سلباً على مردودية

¹ - المصدر نفسه، ص: 335.

[♦] - هذه الفكرة لا تجعل هناك تناقض مع المبدأ القائل بأن سعر الفائدة هو سعر كباقي الأسعار يتحدد وفق تفاعل قوى العرض والطلب على الأموال في السوق. لكن تسليماً بأفكار كينز خاصة منها ما يتعلق بالوظيفة التدخلية للدولة من أجل تنظيم مجريات الحياة الاقتصادية، فإن البنك المركزي يمكن أن يتكفل بوضع سقف أعلى أو أدنى لسعر الفائدة، وفي الوقت الحالي أصبحت الكثير من الأوراق المالية -سندات- تتحدد أسعار فائدة وفق تغير أسعار فائدة بعض الأوراق المالية التي تحددها الحكومة - سندات حكومية -.

الشركات وعلى أسعار أسهمها في علاقة غير مباشر. والعكس يحدث في علاقة مباشرة إذ يؤدي انخفاض أسعار الفائدة إلى زيادة الطلب الأسهم كبديل، مما ينعكس إيجابياً على نمو سوق الأسهم وزيادة أسعارها بعد فترة زمنية قصيرة نسبياً، وهو ما أثبتته دراسة قدمها كل من برسون وفريكي Persons&Frickey سنة 1912 والتي أيدتها دراسة أخرى قام بها بنك اليابان¹ وهي من أحدث الدراسات، وتعتمد في تفسير هذه العلاقة على نموذج جوردن وشاييرو Gorden&shapro في حالة نمو التوزيعات:²

$$P_0 = \frac{E_0 Rq}{i - R(1 - q)}$$

حيث:

q: الأرباح الموزعة.

R: مردودية الأموال المستثمرة من طرف الشركة.

E₀: الأموال الخاصة في بداية الفترة 1 (t=1) مقسومة على عدد أسهم الشركة.

من خلال هذه العلاقة i معدل الفائدة السائد في السوق يكون مساوي لتكلفة الأسهم ويختلف من شركة إلى أخرى باختلاف beta معامل الحساسية للشركة الذي ينخفض كلما انخفضت أسعار الفائدة الخالية من المخاطرة r_f ♦، مما يؤدي إلى زيادة المردودية الأموال المستثمرة في الشركة وانخفاض عامل الاستحداث وهو ما يؤثر إيجابياً على أسعار الأسهم، وهو ما أثبتته كل من شوان وجون choi&jen في دراسة سنة 1991.³ كذلك نجد أنّ التجارب قد أثبتت العلاقة العكسية التي تربط بين أسعار الأوراق المالية -أسهم- وأسعار الفائدة، حيث أنه عندما ارتفعت أسعار الفائدة إلى أعلى مستوى لها في عام 1954 في و م أ انخفضت أسعار الأسهم إلى أدنى مستوى لها، لكن بين عامي 1985 و 1987 عندما ارتفعت أسعار أسهم إلى أعلى مستوى لها بلغت معدلات الفائدة فيها أدنى مستوياتها.

أما عن السندات فعلاقة عكسية بين أسعارها ومعدل الفائدة السائد في السوق، حيث أثبتت التجارب أن أسعار السندات تنخفض بارتفاع أسعار الفائدة كما أن أسعار الفائدة أيضاً تنخفض بسبب ارتفاع أسعار

¹ - فاخر عبد الستار حيدر، المصدر سبق ذكره، ص ص: 119-126.

² - J-I. viviani, Op-cit, p: 28.

♦ - يتم حساب A باستخدام نموذج CML وفق العلاقة التالية: $b_i = (RP_M) + r_f$ أي فعدا انخفاض قيمة r_f -وهو قيمة إستراتيجية يتحدد على أساسه باقي أسعار الفائدة- تنخفض k. لاطلاع أكثر أنظر:

- إجين برغام ترجمة محمود عبد الفتوح وعمر عبد الكريم، المصدر سبق ذكره، ص ص: 55-57.

- إجين برغام ترجمة محمد عبد الفتوح وعمر عبد الكريم، (2010): الإدارة المالية، الجزء الثاني، الشعاع للنشر والعلوم، حلب، ص ص: 524-525.

³ - E.Ozbay, op-cit, p: 8.

السندات، مما يعني أنهما وجهان لنفس الظاهرة تربط بينهما علاقة عكسية. كما أن سعر السند يتحدد وفق علاقة دالية لسعر الفائدة السائد في السوق كالتالي:

$$P = \frac{A}{i}$$

حيث:

P: سعر السند السرمدي.

A: الدخل السنوي.

i: س الفائدة السائد في السوق.

من هذه العلاقة فإن سعر السند يكون أكبر كلما انخفض i معدل الفائدة السائد في السوق والعكس صحيح، وهو ما يعتبر تفسير للعلاقة العكسية على المدى الطويل. كما أن على المدى القصير أيضا توجد علاقة عكسية، والعلاقة الآتية تثبت ذلك:

$$P = A \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i} + F(1+i)^{-n}$$

حيث:

P: سعر السند

A: الدخل السنوي السند ويكون متساوي.

i: معدل الفائدة السائد في السوق.

n: مدة حياة السند لا تتجاوز 3 سنوات.

F: القيمة الاسمية.

من خلال العلاقة يتضح أيضا أن أسعار السندات ذات أجال الاستحقاق القصير تربطها علاقة عكسية مع i معدل الفائدة السائد في السوق، حيث إذا ارتفع تتخفض أسعارها وإذا انخفض ارتفع سعرها.

كذلك يمكن لمس هذه العلاقة حتى من خلال دراسة حساسية السند اتجاه غير أسعار الفائدة في السوق

الذي تم التطرق إليها في الفصل السابق، والتي تمثل بالعلاقة الآتية:¹

$$D = \frac{\sum_{t=1}^n tC_t (1+r)^{-t} + nF(1+r)^{-n}}{P}$$

حيث:

D: متوسط أجل الاستحقاق ويعبر عن معدل الحساسية.

¹ -L. Esch et R. Kieffer et T. Ilopez, Op-cit, p: 155.

من خلال العلاقة يستنتج أن i سعر الفائدة السائد في السوق له علاقة عكسية مع متوسط أجل الاستحقاق، وهو ما يعني ان سعر السند له حساسية في الاتجاه العكسي مع سعر الفائدة.

المطلب الثاني: الكتلة النقدية وأداء سوق الأوراق المالية

باعتبار الكتلة النقدية هي مجموع أو كمية النقود المعروضة في شكل أرصدة جارية وودائع لأجل لدى البنوك ومختلف أنواع النقود الأخرى، فإنه يمكن الاعتماد عليها كأداة لتحديد معالم النشاط الاقتصادي، من خلال ما تساهم به في تنشيط عملية الاستثمار بمختلف شقيه الحقيقي ومالي بما في ذلك الاستثمار في سوق الأوراق المالية، وللإحاطة أكثر بهذا الموضوع نتطرق إلى ما يلي:

1- تعريف النقود

يمكن تعريف النقود من وجهتي نظر إحداهما إجرائية وأخرى وظائفية وعلى العموم يمكن القول أنها: النقود هي أي شيء يحظى بالقبول العام من قبل المجتمعات بحكم العرف والقانون، ويكون قادر على التوسط في تبادل السلع والخدمات، وصالحا لتسوية الديون وإبراء الذم.¹ النقود هي أداة متفق عليها كوسيلة دفع واستلام السلع أو تسوية الديون وتتخذ كوسيلة للتبادل.² النقود أداة أو وسيلة يعطى لحائزها قوة شرائية في السوق، وهي وسيلة تصفية الديون.³ من خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن النقود لا تطلب لذاتها وإنما تطلب لغرض استخدامها للحصول على سلع أو خدمات أو الوفاء بالتزامات معينة، لذلك فإنها تعبر على الشيء الذي يحظى بالقبول العام، ويتخذ أداة للوفاء بالتزامات والتوسط في تبادل السلع والخدمات وكذلك قياس قيمها.

2- الكتلة النقدية ومختلف العوامل المؤثرة فيها

يتم التطرق للكتلة النقدية ومختلف العوامل المؤثرة فيها وفق الآتي:

2-1- الكتلة النقدية

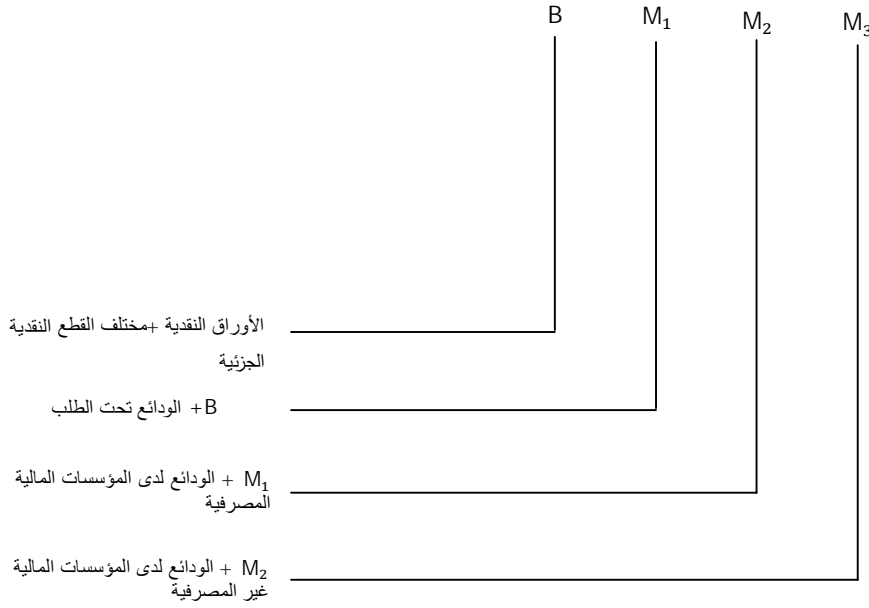
تعتبر الكتلة النقدية عن مجموع النقود الموجودة في الاقتصاد لفترة ما، ويطلق عليها أحيانا بحجم وسائل الدفع المتاحة في المجتمع. وهي تنقسم إلى المجاميع النقدية الآتية:

¹ - جمال الزيدانين ، (1999): أساسيات في الجهاز المالي، دار وائل للنشر، عمان، ص: 21.

² - قاسم عبد الرضا الدجيلي وعلي عبد العاطي الفرجاني، (2001): الاقتصاد الكلي، منشورات ELGA، مالطا، ص: 111.

³ - صالح مفتاح، (2005): النقود والسياسة النقدية، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، ص: 29.

شكل 13: المجاميع النقدية المعبرة عن الكتلة النقدية



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على محمد الشرف إلمان، (2003): محاضرات في النظرية الاقتصادية الكلية، الجزء الثالث، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص: 47-63.

- المجمع النقدي B: ويقع في قمة تركيب الكتلة النقدية ويمثل النقد القانوني أو نقد البنك المركزي، ويتكون أساساً من الأوراق النقدية مضاف لها مختلف القطع النقدية الجزئية. ويتصف هذا المجمع بالسيولة الكاملة، وهو متغير خارج تصرفات الوحدات الاقتصادية.¹
- المجمع النقدي M_1 : ويمثل مجموع الكتلة النقدية المتاحة ويسمى مجموع وسائل الدفع، فهو يتكون من الأوراق النقدية والنقدية الجزئية بالإضافة إلى الودائع تحت الطلب أو نقد الودائع، وتتصف الودائع بسيولة عالية جداً، وتكاد تعادل سيولة النقد القانوني.²
- المجمع النقدي M_2 : بالإضافة إلى مجموع وسائل الدفع فإن هذا المجمع يتكون من نوع آخر من الودائع وهي الودائع لأجل، وتعرف على أنها الأموال التي يودعها الزبون في البنك مع امتناعه عن طلبها قبل انقضاء أجل معين. فمن الناحية الاقتصادية يمكن اعتبار هذه الودائع بديلاً للسلع والخدمات مما يجعل من المجمع M_2 أحسن مجمع نقدي يسمح بضبط العلاقة الاحلالية المباشرة بين النقد والسلع والخدمات ومن وجهة نظر عملية فإن أوسع مجمع نقدي يمكن أن تراقبه وتتحكم فيه السلطات النقدية.³

¹ - المصدر نفسه، ص: 47.

² - صالح مفتاح، المصدر سبق ذكره، ص: 54.

³ - محمد الشريف إلمان، المصدر سبق ذكره، ص: 55-60.

- المجمع النقدي M_3 : بالإضافة إلى M_2 فإن هذا المجمع يتكون من الودائع الآجلة لدى المؤسسات المالية الغير مصرفية ليمثل بذلك السيولة الكلية للاقتصاد.

2-2- العوامل المؤثرة في الكتلة النقدية

يتدخل البنك المركزي في تغيير حجم الكتلة النقدية تبعاً للظروف الاقتصادية باستخدام أدوات السياسة النقدية غير المباشرة[♦]، وتمثل هذه الأدوات في:¹

2-2-1- معدل الاحتياطي القانوني

يقضي الاحتياطي القانوني بالزام البنوك التجارية بالاحتفاظ بنسبة معينة من ودائعها في شكل سائل لدى البنك المركزي، ويستخدم كأسلوب لخلق تأثير فعال على حجم الكتلة النقدية المتداولة من خلال رفع المعدل وتخفيضه، ففي حالة الكساد يقوم البنك المركزي بتخفيض هذا المعدل، مما يزيد في قدرة البنوك التجارية على الإقراض بشكل يساهم في زيادة حجم الكتلة النقدية في السوق، أما في حالة التضخم يقوم البنك المركزي بزيادة معدل الاحتياطي القانوني، وهذا من شأنه تقليص قدرة البنوك على منح الائتمان مما يؤدي إلى تقليص حجم الكتلة النقدية.

2-2-2- معدل إعادة الخصم

هو عبارة عن سعر الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي مقابل إعادة خصمه الأوراق التجارية التي تقدمها البنوك التجارية لخصمها، والافتراض منه باعتباره الملاذ الأخير، وتعتبر عملية إعادة الخصم شكلاً من أشكال إعادة التمويل التي يقوم بها البنك المركزي لتزويد البنوك التجارية بالكتلة النقدية - سيولة - لذلك فإن البنك المركزي يعتمد على التأثير على حجم الاحتياطات النقدية في البنوك التجارية على منح الائتمان بشكل يؤثر على كمية النقود المتدفقة منها. ففي حالة الكساد يقوم البنك المركزي بخفض معدل إعادة الخصم بشكل يؤدي إلى انخفاض معدلات الفائدة في السوق وزيادة الطلب على النقود للاستثمار بشكل يساهم في زيادة حجم الكتلة النقدية المتداولة، أما إذا تم رفع معدل الخصم فإن معدل الفائدة يرتفع مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على النقود وتراجع الكتلة النقدية المتداولة في الاقتصاد.

2-2-3- عمليات السوق المفتوحة

تعني عمليات السوق المفتوحة إمكانية لجوء البنك المركزي إلى السوق المالية أو النقدية بائعاً أو مشترياً للأوراق المالية والذهب والعملات الأجنبية وكذلك السندات العمومية وأذونات الخزينة رغبة منه في ضخ النقود

♦- تقوم أدوات السياسة النقدية الغير مباشرة على مبدأ استخدام السوق للتعديل النقدي بهدف التأثير على حجم النقود وتحقيق الأهداف الوسيطة المتعلقة بالمجمعات النقدية.

¹ - عبد المجيد قدي، المصدر سبق ذكره، ص: 84-91.

أو امتصاصها، فهذه العمليات تؤدي إلى تغيير حجم النقود المتداولة، وتؤثر على قدرة البنوك التجارية على خلق الائتمان، ف شراء السندات العمومية وأذونات الخزينة والذهب والأوراق المالية يؤدي إلى زيادة كمية النقود في السوق، أما بيعها فهو يؤدي إلى امتصاص السيولة في السوق ومن ثم تخفيض حجم الكتلة النقدية المتداولة في الاقتصاد.

3- النظريات النقدية

يتم استعراض أهم النظريات النقدية المعاصرة من خلال:

3-1- نظرية الطلب على النقود لفريدمان

جوهر هذه النظرية كما صاغها ميلتون فريدمان يتمثل في كونها نظرية للطلب على النقود تبحث في العلاقة بين التغير في نصيب الوحدة المنتجة من النقود وبين التغير في مستوى الأسعار وذلك من خلال ما يطرأ على طلب النقود من تغيرات، فقد اعتمد في تحليله على نموذج الطلب على النقود في تحليل سلوك نوعين من الوحدات الاقتصادية، القطاع الأسري والمشاريع الرأسمالية.

وهكذا فإن فريدمان يرى أن الطلب على النقود يخضع لثلاث مجموعات أساسية من العناصر:¹

- الثروة الكلية التي مكن أن تحوزها الوحدات الاقتصادية موزعة في أشكالها المختلفة.

- الأثمان عوائد هذا الشكل من الثروة والأشكال البديلة.

- الذواق وترتيب الأفضليات بالنسبة لحائز الثروة.

وجاء النموذج المفسر للطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية كالآتي:²

$$\frac{M}{P} = f\left(Y, W, r_m, r_b, r_e, \frac{1}{P}, \frac{dP}{dt}, U\right)$$

حيث:

$\frac{M}{P}$: الأرصدة النقدية الحقيقية -الطلب على الاحتفاظ بالأرصدة الحقيقية.-.

Y_r : الناتج الوطني أو الدخل الوطني مقوم بالأسعار الثابتة.

W : الثروة الكلية الحقيقية.

r_m : المعدل الاسمي للعائد على الأسهم.

r_b : المعدل الاسمي العائد المضحي به في صورة فائدة على السندات.

r_e : الربح المضحي به في صورة عائد على الأسهم.

¹ - مصطفى رشدي شيحة، المصدر سبق ذكره، ص: 380.

² - باسم حجار، (2006): الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار المنهل اللبناني، بيروت، ص: 249.

$\frac{1}{P} \frac{dP}{dt}$: التغيرات المتوقعة في مستوى الأسعار.

U: عوامل أخرى مؤثرة في الطلب على النقود.

ويتضح من هذا النموذج أن الطلب على الاحتفاظ بالأرصدة الحقيقية $\frac{M}{P}$ يميل إلى الارتفاع، وبالتالي تزيد نسبة ما يرغب الأفراد الاحتفاظ به من دخولهم في شكل نقدي، كما أنه كلما ارتفع الدخل الوطني زاد الطلب على النقود، وأن نسبة عنصر الثروة البشرية إلى جملة ثروة المجتمع تربطه علاقة طردية مع حجم الأرصدة النقدية المحتفظ بها.

ويرى فريدمان أن الدخل الوطني الحقيقي هو المحور الأساسي للطلب على النقود وأن المعدل الأصلي للتغير في كمية النقود، هو ذلك المعدل الذي يقابل التغير الاتجاهي في الناتج الوطني، ومن الممكن إعادة صياغة المعادلة أعلاه على الشكل الآتي:¹

وباعتبار أن الطلب على النقود تربطه علاقة التقلبات في المستوى العام للأسعار على المدى الطويل، فإن:

حيث:

P^P : الأسعار الثابتة.

Y^P : الدخل الدائم.

Z: تشمل على جميع المتغيرات في المعادلة السابقة.

وبغرض التبسيط يفترض أن جميع المتغيرات التي تمثلها Z لا تمارس تأثيراً منتظماً على الطلب على النقود، فإن:

ومن هنا يمكن القول أن المعدل الأمثل للتغير في كمية النقود هو ذلك المعدل الذي يقابل التغير الاتجاهي في كل من الناتج الوطني.

3-2- النظرية النقدية النموذجية

قامت هذه النظرية على تحليل هيكس الذي يعتمد على نظام المعادلات الآتي:²

¹ - المصدر نفسه، ص ص: 250 - 251.

² - المصدر نفسه، ص ص: 251 - 253.

$$M = KI \rightarrow (1)$$

$$IX = C(i) \rightarrow (2)$$

$$IX = S(i, I) \rightarrow (3)$$

حيث:

M: الكتلة النقدية.

I: مستوى الدخل الوطني.

IX: الاستثمار.

i: معدل الفائدة.

- المعادلة الأولى تعبر عن نظرية الأرصدة النقدية الحاضرة -نظرية كمبردج- حيث الحاجة إلى النقود معبر عنها بذلك الجزء من الدخل الذي يرغب الأفراد الاحتفاظ به على شكل سائل.
- المعادلة الثانية تظهر دالة الاستثمار مع متغير واحد وهو معدل الفائدة.
- المعادلة الثالثة وهي دالة الادخار تبين ارتباط الادخار بمستوى الدخل ومعدل الفائدة، ويلاحظ أن الادخار في هذه المعادلة معبر عنه من خلال الاستثمار IX، لأن هيكس ينطلق من تساوي الادخار مع الاستثمار.
- ويعتبر هيكس أن كمية النقود M معلومة وأن K هو الجزء من الدخل المحتفظ به في شكل نقود، وأن حجم الدخل يمكن تحديده من خلال:

فحسب هيكس فإن النظرية الكينزية يمكن تمثيلها بنظام آخر للمعادلات كالاتي:

$$M = L(T, i)$$

$$IX = C(i)$$

$$IX = S(I)$$

ومن هذا يلاحظ أن هيكس أدخل تعديلين على النظرية التقليدية، وهما:

- إدخال الطلب على النقود في المعادلة بصفته متغير مستقل وإضافة عليه أيضا معدل الفائدة.
- استبعاد تأثير العوامل النقدية على العوامل الحقيقية عبر معدل الفائدة، وفي نفس الوقت إلغاء مبدأ حدوث التوازن التلقائي بين الاستثمار والادخار عن طريق سعر الفائدة.

4- علاقة الكتلة النقدية بأداء أسواق الأوراق المالية

باعتبار الكتلة النقدية تمثل حجم النقود من الأوراق النقدية والودائع الجارية والودائع لأجل لدى البنوك التجارية وغير البنوك، فقد أكدت العديد من الدراسات على وجود علاقة بينها وبين مستوى أسعار الأوراق المالية خاصة منها الأسهم. ففي دراسة لفريدمان وشوارتر *Schwartz - Friedman &* كشف عن علاقة طردية بين الكتلة النقدية وبين مستوى النشاط الاقتصادي، بمعنى أن زيادة الكتلة النقدية في الاقتصاد يتبعها تحسن في مستوى الأداء الاقتصادي نتيجة زيادة الاستثمار، لأن أساسا زيادة الكتلة النقدية تعني انخفاض أسعار الفائدة وهو الشيء الذي يخفض من تكلفة التمويل ويشجع على زيادة الاستثمار وتطوير الإنتاجية، مما يؤدي إلى زيادة أرباح الشركات وتحسن أسعار أسهمها في علاقة غير مباشرة تقوم على إيجابية زيادة حجم الكتلة النقدية على أسعار الأسهم.¹

وقد وافقت هذا الرأي دراسة لـ "ميشال كيران *Michael Keran* التي ناقشت العوامل المحددة لمستوى أسعار الأسهم، باستخدام معادلة الانحدار لربط مستوى أسعار الأسهم بكل من حجم الكتلة النقدية، النمو الاقتصادي، التوقعات الخاصة بالتغيرات في الأسعار والعوائد المتوقعة للشركات، ويستدل أن النتائج كانت جيدة ومعنوية خاصة بالنسبة لحجم الكتلة النقدية واستنتج *Keran* في النهاية بأن التغيرات في حجم الكتلة النقدية له تأثير مباشر على أسعار الأسهم.² لكن هذا التأثير كان سلبيا على خلاف ما توصل إليه فريدمان إذ أن الزائدة في حجم الكتلة النقدية يمكن أن يؤدي إلى حدوث تضخم يؤدي في النهاية إلى زيادة الحد الأدنى للعائد الذي يطلبه المستثمرون وهو ما يؤثر على أسعار الأسهم النهائية.³

وفي دراسة أخرى لـ همبرجر وكوشين *Hamburger & Kochin*، اعتبر أن حجم الكتلة النقدية لها علاقة فعلا بأسعار الأسهم لكن هذه العلاقة لها تأثير مباشر، واستدلا في ذلك بنموذج سعر الأسهم والذي يتضمن الأفكار والمنهج الذي تم التطرق إليه سابقا في دراسة تأثير التضخم.⁴

$$P_0 = \sum_0^{\infty} \frac{D_t}{(1 + it + rt)^t}$$

حيث:

P_0 : السعر الحالي للسهم.

it : معدل الفائدة الخالي من المخاطرة.

¹ - منير إبراهيم هندي، (1999): الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، ص: 291.

² - فاخر عبد الستار حيدر، المصدر سبق ذكره، ص: 38 - 39.

³ - منير إبراهيم هندي، المصدر سبق ذكره، ص: 191 - 192.

⁴ - فاخر عبد الستار، المصدر سبق ذكره، ص: 41.

rt : مكافأة المخاطرة.

D_t : العوائد المتوقعة أو التوزيعات.

t : الزمن.

وطبقا لهذه الصيغة فإن تغيرات حجم الكتلة النقدية تؤثر بعدة طرق على المتغيرات المستقلة المحددة لأسعار الأسهم الواردة في الصيغة، وذلك من خلال:¹

- أثر السيولة: وفق هذا الأثر فإن التغيرات في حجم الكتلة النقدية يؤدي إلى تغير العائد على النقود.
 - أثر العوائد: وهو القناة الثانية المهمة التي تؤثر بها النقود في أسعار الأسهم وذلك من خلال التغيير في الطلب الفعال على السلع والخدمات، واعتبر همبرجر وكوشين أن هناك العديد من الشواهد التي توضح بأن التغير في حجم الكتلة النقدية مهم في تحديد مستوى الطلب الفعال وأن عوائد الشركات من أكثر عناصر الدخل التي تستجيب للتغيرات الحاصلة في هذا الطلب.
 - مكافأة المخاطرة: باعتبار الأسهم العادية هي جزء أو أحد المكونات المهمة لمجموع الثروة، وطالما أن التحركات في أسعار الأسهم تكون كبيرة فإن المستثمرين يطالبون بمكافأة مخاطرة أعلى إذا كانوا يحتفظون بالأسهم والتي توصف بأنها أكثر الاستثمارات المالية مخاطرة. كما أن مكافأة المخاطرة على الأسهم تزداد بزيادة التغيرات في حجم الكتلة النقدية.
- وفي طرح آخر لـ همبرجر وكوشين وفق نموذج انحدار موسع تم صياغته كالاتي:

حيث:

M_t : معدل الكتلة النقدية.

X_t : تشير في كل مرة إلى واحد من أربعة متغيرات في سوق الأوراق المالية، مرة العائد على أدونات الخزينة ومرة الفائدة على سندات الشركات، ومرة مؤشر أسعار الأسهم ومرة مقسوم الربح على السعر.

خلص هذا النموذج إلى أن هناك أثر سلبي قصير الأجل لنمو الكتلة النقدية على أسعار الفائدة قصيرة الأجل، وعلاقة تأثير سلبي على مقسوم الأرباح أيضا ولكن تستمر لمدة أطول والجدول الموالي يوضح تلك النتائج:

¹ - المصدر نفسه، ص ص: 42 - 44.

جدول 4: تقدير R^2 للمتغيرات المستقلة الأربعة

الفترة الزمنية				
1-1956 إلى 2-1970	0.26	0.21	0.07	0.31
1-1953 إلى 2-1960	0.31	0.12	0.19	0.45
1-1961 إلى 2-1970	0.29	0.25	0.12	0.24

المصدر: المصدر نفسه، ص: 46.

من الجدول يلاحظ أن قيم R^2 الخاصة بمعادلة انحدار أسعار الأسهم على المتغيرات الجارية والمتباطئة لحجم الكتلة النقدية تتراوح بين 0.26 و 0.31، وهي أعلى من قيمة R^2 الخاص بمعادلة انحدار أسعار الفائدة طويلة الأجل على المتغيرات الجارية والمتباطئة لحجم الكتلة النقدية وأقل من R^2 الخاص بأسعار الفائدة على أدونات الخزينة. وهو ما يخلص أن التغير في نمو حجم الكتلة النقدية له تأثيرات مباشرة على سوق الأسهم.

المطلب الثالث: أسعار الصرف وأداء سوق الأوراق المالية

يعتبر سعر الصرف أداة للربط بين الاقتصاد المحلي وباقي الاقتصاديات، فضلا عن كونه وسيلة هامة للتأثير على حركية رؤوس الأموال بين الدول وحركة الاستثمار، فهو يساهم في التأثير على تخصيص الموارد داخل الاقتصاد وتحديد ربحية الشركات، كما أنه يعتبر أيضا وسيلة للتأثير على الاستثمار في سوق الأوراق المالية. وسيتم تناول سعر الصرف وكيفية تأثيره على أسعار الأوراق المالية من خلال ما يلي:

1- تعريف سعر الصرف محدداته وأنواعه

يتم التطرق إلى تعريف سعر الصرف ومختلف أنواعه وفق الآتي:

1-1- تعريف سعر الصرف

تطورت تعريفات سعر الصرف بتطور الوظائف التي يقوم بها، ومن هذه التعاريف نجد:

سعر الصرف يعبر عن العلاقة بين عملتين، وهو أداة ربط بين اقتصادين مفتوحين، ويمكن من خلاله معرفة الأسعار والتكاليف في كل اقتصاد.¹

سعر الصرف هو ثمن عملة وطنية لدولة ما محسوب بعملة دولة أخرى، ويسمح للمستهلكين في دولة ما من ترجمة أسعار السلع الأجنبية إلى وحدات نقدية وطنية.²

¹- G.Mankiw, (2003): Macroéconomie, 3^{ème} édition, de boek, Belgique, p:153.

²- جيمس جوراثيني وريجارو أستروب ترجمة عبد الفتاح عبد الرحمان وعبد العظيم محمد، المصدر سبق ذكره، ص: 540.

سعر الصرف هو عبارة عن عدد الوحدات النقدية التي تبادل به وحدة من العملة المحلية إلى أخرى أجنبية، وهو يمثل أداة ربط بين الاقتصاد المحلي وباقي الاقتصاديات.¹

سعر الصرف هو نسبة مبادلة عملة دولة بعملة أخرى أو هو نسبة مبادلة عملتين، وتعتبر إحداها سلعة والأخرى بمثابة ثمن.²

من التعاريف السابقة، يمكن القول أن سعر الصرف هو عبارة عن ثمن الوحدة من العملة المحلية بما يقابلها بالعملة الأجنبية، وهو يستعمل كأداة لاستبدال العملات وتقييم مختلف السلع بالعملة المحلية ناهيك عن أنه أداة ربط بين مختلف الاقتصاديات.

1-2- أنواع سعر الصرف

تختلف أنواع سعر الصرف باختلاف العمليات المراد إتمامها به في ظل ظروف وفترات معينة، ومن هذه الأنواع نجد:

1-2-1- سعر الصرف الاسمي

يعرف سعر الصرف الاسمي الثنائي بأنه سعر عملة أجنبية بدلالة وحدات عملة محلية، ويؤدي التبادل بين عنصري العرض والطلب في أسواق الصرف الأجنبي إلى وضع أسعار صرف اسمية يتم على أساسها تبادل العملات.³

وينقسم سعر الصرف الاسمي إلى سعر صرف رسمي أي المعمول به فيما يخص المبادلات الجارية الرسمية، وسعر صرف موازي والسعر المعمول به في السوق الموازية، وهذا يعني إمكانية وجود أكثر من سعر صرف اسمي في نفس الوقت لنفس العملة وفي نفس البلد.⁴

1-2-2- سعر الصرف الحقيقي

يعبر سعر الصرف الحقيقي عن الوحدات في السلع الأجنبية التي تدفع من أجل شراء أو الحصول على وحدة واحدة من السلع المحلية وهو يفيد المتعاملين الاقتصاديين في اتخاذ القرارات الخاصة بعكس القوة الشرائية بين بلدين.

ويعتبر سعر الصرف الحقيقي أنه ذلك المؤشر الذي يعمل على الجمع بين تقلبات سعر الصرف الإسمي ومعدل التضخم معبرا عنه بمؤشر الأسعار للبلدين محل التعامل ويعطى بالصيغة الآتية:⁵

¹ - عبد المجيد قدي، المصدر سبق ذكره، ص: 103.

² - لحو موسى بوخاري، (2010): سياسة العرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، مكتبة حسين العصرية، بيروت، ص: 120.

³ - المصدر نفسه، ص: 120.

⁴ - عبد المجيد قدي، المصدر سبق ذكره، ص: 103-104.

⁵ - G. Mankiw, Op-cit, P: 155.

$$TCR = \frac{TCN_1/P_1}{P_2}$$

حيث:

TCR: سعر الصرف الحقيقي بالعملة المحلية.

TCN: سعر الصرف الاسمي بالعملة المحلية.

P₁: مؤشر الأسعار المحلي.

P₂: مؤشر الأسعار الأجنبي.

فارتفاع سعر الصرف الحقيقي بزيادة سعر السلع في البلد الأول أو البلد المحلي نسبة إلى السلع في البلد الثاني أو الأجنبي عندما تقاس بنفس العملة، يجعل البلد الأول أقل قدرة تنافسية من البلد الثاني في الأسواق العالمية.

1-2-3- سعر الصرف الفعلي

يعبر سعر الصرف الفعلي عن المؤشر الذي يقيس متوسط التغير في سعر صرف عملة ما بالنسبة لعدة عملات أخرى في فترة زمنية معينة، مما يعني أنه يساوي متوسط سعر العملة المحلية بالنسبة لعدة عملات أجنبية، وهو يدل على مدى تحسن أو تطور عملة محلية بالنسبة لمجموع أو لسلة من عدة عملات أجنبية.¹

ويمكن حسابه انطلاقاً من مؤشر لاسبيرز للأرقام القياسية:²

$$TCNE = \left\{ \frac{\sum_t Z_p X_0^p (e_t^p / e_t^r)}{\sum_p X_0^p (e_0^p / e_0^r)} \right\} \times 100$$

$$TCNE = \sum_t Z_p \frac{(e^{Pr})_t}{(e^{Pr})_0} \times 100$$

$$TCNE = \sum_t Z_p INER_{PR} \times 100$$

حيث:

TCNE: سعر الصرف الفعلي.

INER_{PR}: مؤشر سعر الصرف الثنائي الإسمي في نسبة القياس مقارنة بنسبة الأساس.

e₀^p, e_t^p: سعر صرف عملة البلد مقارنة بالدولار في سنة القياس t أو نسبة الأساس 0.

e₀^r, e_t^r: سعر صرف العملة المحلية مقومة بالدولار في سنة القياس t أو نسبة الأساس.

¹ - قاسم عبد الرضا الدجيلي وعلي عبد العاطي الفرجاني، المصدر سبق ذكره، ص: 423.

² - عبد المجيد قدي، المصدر سبق ذكره، ص: 105 - 106.

X_0^P : قيمة الصادرات في الدولة P في سنة الأساس ومقومة بعملتها، وتستخدم كوزن ثابت للدولة P في حساب مؤشر لاسبيرز.

Z_p : حصة الدولة P في إجمالي صادرات الدولة المعنية r مقومة بعملتها.¹

وتختلف الأوزان المعتمدة في حساب المؤشر باختلاف الغاية من حسابه:

- قياس تغير سعر الصرف على عوائد الصادرات يستخدم الصادرات الثنائية.
- قياس أثر تغير سعر الصرف على ميزان المدفوعات تعتمد الواردات الثنائية.
- قياس عوائد صادرات سلعة أو عدد محدود من السلع بالنسبة لبلد ما إلى العالم يستخدم حصص البلدان المنافسة في الصادرات العالمية.

ويمكن لسعر الصرف الفعلي أن يختلف من حيث القيمة نتيجة اختلاف العوامل الداخلة في حسابه.

1-2-4- سعر الصرف الفعلي الحقيقي

سعر الصرف الفعلي الحقيقي هو سعر الصرف الفعلي معدل بالفرق المرجح للأسعار الأجنبية والمحلية

ويعطى بالعلاقة الآتية:²

$$TCRE = \sum_p \frac{X_0^P (e^{Pr})_t / X_0^P (e^{Pr})_0}{(P_0^P / P_0^r) / (P_t^P / P_t^r)} \times 100$$

$$TCRE = \sum_p Z_p \left\{ \frac{(e^{Pr})_t}{(e^{Pr})_0} \times \frac{(P_t^P / P_t^r)}{(P_0^P / P_0^r)} \right\} \times 100$$

$$TCRE = \sum_p Z_p IRER \times 100$$

حيث:

P_0^P, P_t^P : مؤشر أسعار الدولة P في سنتي القياس والأساس على التوالي.

P_0^r, P_t^r : مؤشر الأسعار المحلية في سنتي الأساس والقياس على التوالي.

$IRER_{Pr}$: مؤشر سعر الصرف الثنائي الحقيقي، ويعكس سعر الصرف عملة الشريك التجاري بالعملة المحلية مع الأخذ بعين الاعتبار تطور مؤشر أسعاره مقارنة بمؤشر الأسعار المحلية. يعتبر هذا السعر دلالة ملائمة على تنافسية البلد اتجاه الخارج.

2- النظريات المفسرة لسعر الصرف

حاولت العديد من الدراسات تفسير اختلاف أسعار الصرف بين الدول، ومن هذه النظريات:

¹ - المصدر نفسه، ص: 106.

² - المصدر نفسه، ص: 107.

2-1- نظرية تعادل القوى الشرائية

تقوم هذه النظرية على فكرة توازن قيمة العملة على المدى الطويل، ويتحدد سعر الصرف وفقاً لها على أساس القدر من العملتين الذي يحقق تعادل القوة الشرائية، أي أن القيمة التوازنية للعملة على المدى الطويل تتحدد بالنسبة بين الأسعار المحلية والأسعار الخارجية. بمعنى أن سعر صرف عملة ما يتحدد على أساس ما يمكن أن تشتريه هذه العملة في الداخل والخارج¹، وعليه نجد:²

$$\frac{P_x}{P_L} = \frac{TCi_0}{TCi_t}$$

حيث:

P_x : مؤشر السعر في الخارج.

P_L : مؤشر السعر في الداخل.

TCi_0 : سعر الصرف الآني للعملة في الزمن 0.

TCi_t : سعر الصرف الآني المتوقع للعملة في الزمن t.

2-2- نظرية تعادل أسعار الفائدة

حسب هذه النظرية فإن تحرك أسعار الفائدة في السوق الدولية يمكن أن يساعد على فهم تطور أسعار الصرف في المدى القصير، وأن تأثير سعر الفائدة على سعر الصرف لا يقل أهمية عن تأثير باقي المتغيرات النقدية، كما أن هذه النظرية توضح أنه في وضع التوازن يساوى فارق الفائدة على العملتين مع فارق الصرف بين سعر الصرف الفوري لوحد من النقد الأجنبي مقابل النقد الوطني، وسعر الصرف الآجل المحتسب بالنسبة لسعر الصرف الفوري بين العملتين.³

ويمكن أن يعبر عن ذلك رياضياً بالصيغة أدناه:⁴

$$\frac{T_C - CC}{CC} = i_L - i_x$$

حيث:

CC : سعر الصرف الآني.

T_C : سعر الصرف الآجل.

i_x : معدل الفائدة الخارجي الاسمي.

¹ - لحو موسى بوخاري، المصدر سبق ذكره، ص: 129.

² - عبد المجيد قدي، المصدر سبق ذكره، ص: 119.

³ - لحو موسى بوخاري، المصدر سبق ذكره، ص: 131.

⁴ - عبد المجيد قدي، المصدر سبق ذكره، ص: 122.

I_L : معدل الفائدة الداخلي الاسمي.

2-3- نظرية كفاءة السوق

باعتبار السوق الكفؤة هو ذلك السوق الذي تعكس فيه الأسعار كل المعلومات حول تغير أسعار الصرف -التي يفترض أن تكون عشوائية-، كما أن كل المتعاملين في السوق يمكنهم الوصول إلى المعلومات دون تكاليف سواء تعلق الأمر بالمعلومات الاقتصادية الحالية أو الماضية.

في الوقت الحالي هناك جدل قائم فيما إذا كانت أسواق الصرف الحالية كفؤة نسبياً، وهذا ما أدى إلى القيام بعدة اختبارات لإثبات ذلك حيث أظهر بعضها كفاءة السوق مثل اختبار جيدي Giddy وديفي Dufy، في حين أظهرت دراسات أخرى عدم كفاءة سوق الصرف مثل دراسة هانت Hunt ودراسة ماك دونالد Mac Donald، في حين يعتقد البعض الآخر أن هناك كفاءة نسبية في السوق.¹

وفي ظل هذه النظرية، فإن أسعار الصرف تتحدد بتفاعل قوى العرض والطلب فقط.

2-4- النظرية الكمية

تقوم النظرية الكمية على أساس يتلخص في كون زيادة كمية النقود تؤدي إلى ارتفاع الأسعار في الداخل، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض الطلب على السلع المحلية مما يؤدي إلى نقص الصادرات وزيادة الواردات، وهذا ما يؤدي إلى زيادة الطلب على العملات الأجنبية من أجل تسديد الواردات، وانخفاض الطلب على العملات المحلية لتسديد قيم الصادرات وبالتالي ارتفاع سعر الصرف.²

2-5- نظرية الأرصد

ترى هذه النظرية أن سعر صرف العملة يتحدد على أساس رصيد الدولة في ميزان المدفوعات، فإذا حقق فائضا فإن ذلك يؤدي على زيادة الطلب على العملة المحلية وهو ما يؤدي إلى ارتفاع قيمتها في سوق الصرف الدولية، ويحدث العكس عند حدوث عجز والذي يؤدي إلى زيادة العرض من العملة الوطنية بما يقود إلى انخفاض قيمتها. ويرى البعض أن هذه النظرية تكتسب صحتها من فترة الحرب في ألمانيا، حيث إن قيمة المارك الألماني لم تتأثر، رغم الزيادة الكبيرة في كمية النقود ومعدل دورانها وارتفاع مستوى الأسعار، والسبب في ذلك هو توازن الميزان الحسابي الألماني بالشكل الذي لم يسمح لها بزيادة وارداتها عن صادراتها.³

2-6- نظرية تقلبات أسعار الأصول المالية الأجنبية

¹ - المصدر نفسه، ص ص: 122-123.

² - لطلو موسى بوخاري، المصدر سبق ذكره، ص ص: 131 - 132.

³ - عبد المجيد قدي، المصدر سبق ذكره، ص ص: 123 - 124.

تقوم هذه النظرية على أساس دراسة محددات سعر الصرف في الآجال القصيرة ثم ضبط المعدل الفعلي لآثار العوامل المؤقتة بغية الوصول إلى تقدير لسعر التوازن في الآجال الطويلة. فتحديد سعر الصرف يركز على الدور التوازني الذي يلعبه في موازنة الطلب الأجنبي على الأصول المالية المحلية والطلب المحلي على الأصول المالية الأجنبية.¹

2-7- نظرية الإنتاجية

يتحدد سعر الصرف وفقاً لهذه النظرية على أساس كفاية وقدرة الجهاز الإنتاجي، وزيادة الإنتاجية بما في ذلك زيادة إنتاجية الفرد ومن ثم مستوى معيشته بما يتضمنه من ارتفاع في مستوى الدخل والأسعار، الأمر الذي يؤدي أحياناً إلى الحد من الصادرات وزيادة الواردات، بشكل يؤدي إلى زيادة الطلب على العملة الأجنبية وانخفاض قيمة العملة المحلية.*

3- العلاقة بين سعر الصرف وأداء سوق الأوراق المالية

يعبر سعر الصرف عن مركز الدولة في تعاملاتها مع العالم الخارجي إذا ما ترك حراً دون قيود، ويتحدد عندما تتساوى الكمية المعروضة من عملة ما مع المطلوب منها. فهو يعتبر من أهم المتغيرات المؤثرة على أسعار الأسهم، أما عن طبيعة العلاقة الموجودة بينه وبين أسعار الأسهم لم تكن محل إجماع نظري، لكن توجد وجهتي نظر تختلفان باختلاف علاقة التأثير.

فوجهة النظر الأولى والتي تقوم على مبدأ العلاقة المباشرة ترى أنه عندما ينخفض سعر عملة معينة من شأنه أن يزيد الطلب على الموجودات المالية لتلك الدولة بما فيها الأسهم وفق علاقة سالبة على المدى القصير، وهو مقرون بوجود اقتصاد على درجة من الاندماج والفعالية قادراً على توجيه الاستثمارات بسرعة وسهولة².

أما وجهة النظر الثانية، تتطلق من مبدأ العلاقة غير المباشرة بين سعر الصرف وأسعار الأسهم. ففي هذا الصدد قام فيشر ودرنبيش Dornbusch & Fisher سنة 1980 بصياغة نموذج لتحديد أسعار الصرف بإدخال دور الأسعار النسبية، فتم ربط أسعار الصرف بالميزان التجاري، واعتبر أن انخفاض أو تخفيض* قيمة عملة بشكل يؤدي لانخفاض سعر صرفها، من شأنه أن يزيد القدرة التنافسية للشركات وحجم صادراتها، مما

¹ - لحو موسى بوخاري، المصدر سبق ذكره، ص: 130 - 131.

* - هذا ما يتعلق بالدول النامية التي لها مشكلة في تكيف الجهاز الإنتاجي مع زيادة الطلب، أما الدول المتقدمة تزداد فيها الإنتاجية وتزداد معها الدخل والأسعار وتحقق ارتفاعاً مستمراً في صادراتها وفي سعر الصرف.

² - Emrah Ozbay, op-cit, p: 16.

* - يراع عدم الخط بين تخفيض قيمة العملة Dévaluation وانخفاض قيمة العملة Dépréciation، فالأول يقصد به تقرير السلطات النقدية للدولة الإنقاص من قيمة العملة الوطنية أمام العملات الأجنبية، بينما الثاني هو عبارة عن حركة تلقائية تنتج عن تفاعل بعض الظروف الاقتصادية تؤدي إلى انخفاض قيمة الوحدة النقدية، أما في حالة الفائض التجاري فإن الدولة تنتج نحو إعادة تقويم العملة للرفع من قيمتها.

يجعل الطلب على أسهمها يزداد فترتفع أسعارها. لكن ما يلاحظ هنا وفي ظل زيادة الصادرات وانخفاض الواردات* في المدى الطويل، يتحسن الميزان التجاري وكذلك ميزان المدفوعات فترتفع العملة في علاقة إيجابية.

المبحث الثالث: متغيرات قطاع المالية العامة وأداء سوق الأوراق المالية

لقد أضحت النفقات والإيرادات العامة متغيرات مالية في يد الدولة تستخدمها وتوجهها لتحقيق أهدافها المختلفة بما في ذلك تفعيل النشاط على مستوى سوق الأوراق المالية. لذلك، جاء هذا الجزء من البحث للوقوف على طبيعة سيرورة العلاقة بين كل من الإنفاق العام والإيرادات العامة وكذلك العجز في الموازنة وأداء سوق الأوراق المالية، من خلال تسليط الضوء على النفقات العامة بمختلف مفاهيمها وأنواعها وكذلك طرق تأثيرها على الطلب في سوق الأوراق المالية ونشاطه، وكذلك أيضا الوقوف على مفهوم الإيرادات ومختلف تقسيماتها وكيفية تأثيرها على أداء سوق الأوراق المالية. كما أنه سيتم أيضا تناول العجز في الموازنة ومختلف طرق قياسه وكيفية تأثيره على نشاط سوق الأوراق المالية.

وسيتيم في هذا الصدد تقسيم هذا المبحث إلى المطالب الثلاثة الموالية:

- النفقات العامة وعلاقتها بأداء سوق الأوراق المالية؛
- الإيرادات العامة وأثرها على أداء سوق الأوراق المالية؛
- الموازنة العامة وعلاقتها بأداء سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: النفقات العامة وعلاقتها بأداء سوق الأوراق المالية

يعكس الإنفاق العام دور الدولة في الحياة الاقتصادية، حيث أصبح الأداة الرئيسية للسياسة المالية التي تهدف إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي. وبالتالي، فإن دراسة موضوع النفقات العامة والإحاطة بمختلف جوانبها يهدف للتعرف على الأثر الذي تحققه هذه الأخيرة على الاستقرار الاقتصادي، أو بعبارة أخرى التعرف على مدى فعاليته في تحقيق الأهداف الاقتصادية الكبرى وخاصة منها تحقيق النمو والتشجيع على الاستثمار بما فيه استثمار في سوق الأوراق المالية.

1- مفهوم النفقات العامة

* - لا يؤدي تغيير سعر الصرف دوره إذا لم تتوفر المرونة الكافية لكل من الصادرات والواردات بالنسبة لسعر الصرف، وهو ما يستدعي الإمام بدراسة شرط مارشال- ليرنر. لاطلاع أكثر أنظر: - سمير آيت يحيى، التحديات النقدية الدولية ونظام الصرف الملائم للجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية شعبة: اقتصاد التنمية، جامعة باتنة، 2014، ص ص: 225-230.

سيتم الإحاطة بمفهوم النفقات العامة من خلال الآتي:

1-1- تعريف النفقات العامة

وردت العديد من التعاريف الخاصة بالنفقات العامة، تتفق فيما بينها من حيث الجوهر، ويذكر منها:

- تعرف النفقة العامة على أنها "مبلغ نقدي يقوم بإنفاقه شخص عام بقصد تحقيق منفعة عامة".¹
- تعرف كذلك النفقة العامة على أنها: "مبلغ من المال يخرج من خزانة الدولة بإدارتها ومؤسساتها وهيئاتها ووزاراتها المختلفة لإشباع حاجة عامة".²
- كما تعرف أيضا النفقات العامة بأنها: مجموع ما تتفقه الدولة بمختلف هيئاتها من أموال بقصد الحصول على الموارد اللازمة للقيام بالخدمات المشبعة للحاجات العامة.³
- وتعرف النفقات العامة على أنها: جميع مدفوعات الحكومة غير واجبة السداد التي تقوم بها سواء كانت بمقابل أو بدون مقابل، وسواء كانت لأغراض جارية أو رأس مالية.⁴
- من التعاريف السابقة يستنتج بأنها اتفقت كلها حول كون النفقات العامة هي مبلغ من النقد يخرج من الخزانة العمومية لغرض تسديد خدمات ذات طابع منفعة عامة، وبالتالي هي مؤشر عن حجم تدخل الدولة في الاقتصاد والتكفل بالأعباء العمومية التي تساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية بمفهومها العام.
- كما يمكن القول أن النفقات العامة هي تلك المبالغ المالية التي تقوم الدولة بصرفها بهدف إشباع وتحقيق منافع عامة، وتساهم بها في تحسين الوضع الاقتصادي والاجتماعي.

1-2- خصائص النفقات العامة

تتميز النفقات العامة بالخصائص التالية:⁵

- النفقات العامة هي مبالغ نقدية ♦ تستخدمها الدولة كئمن لما تحتاجه من سلع وخدمات أو تسيير المرافق العامة.
- النفقات العامة تصدر عن خزانة الدولة باعتبارها الجهة الوحيدة المخول لها ذلك في إطار القوانين المعمول بها.

¹ - سوزي عدلي ناشد، (2000): الوجيز في المالية العامة، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، ص: 27.

² - طارق حاج، (2009): المالية العامة، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، ص: 122.

³ - زينب حسن عوض الله، (1994): مبادئ المالية العامة، الدار الجامعية، مصر، ص: 12.

⁴ - عبد المجيد قدي، المصدر سبق ذكره، ص: 179.

⁵ - طارق حاج، المصدر سبق ذكره، ص: 122-123.

♦ - استخدام النقود لتسديد النفقات جاء نتيجة سيادة مفهوم الاقتصاد النقدي.

- ترتبط النفقات العامة بهدف تلبية الحاجات العامة حيث لا يجوز أن تلبى بها مصالح أشخاص بشكل خاص، لأن أصل النفقات العامة هو خدمة الصالح العام وتلبية حاجات عامة للمجتمع.

1-3 - قواعد النفقات العامة

هناك قواعد تحكم الإنفاق العام منها:¹

- قاعدة المنفعة يهدف الإنفاق العام إلى تحقيق أقصى منفعة ممكنة وذلك من أجل إشباع حاجات المجتمع المتعددة، بينما تصرف النفقات الخاصة لتحقيق أهداف فردية وتنفق لغرض الحصول على مردود معين.
- قاعدة الاقتصاد ويقصد هنا الابتعاد على كل مظاهر الإسراف والتبذير الذي يؤدي إلى ضياع المال العام، كما أنه يجب السهر على تحقيق أقصى منفعة بأقل تكلفة ممكنة أي إنجاح منهج ترشيد الإنفاق العام، ويتطلب تحقيق هذه القاعدة تعاون و تضافر جهود كافة الأجهزة التنفيذية والتشريعية وأحكام الرقابة.
- قاعدة الترخيص ويعني هنا أن أي مبلغ من الأموال لا يصرف إلا إذا سبقت ذلك موافقة الجهة المختصة بالتشريع.

2- تقسيمات النفقات العامة

عند تقسيم النفقات يمكن الاعتماد على معيارين وهما المعيار الاقتصادي والمعياري الوضعي، وفي ما يلي عرض لهذه التقسيمات:

2-1-1 - التقسيمات الاقتصادية

يمكن تقسيم النفقات حسب المعيار الاقتصادي إلى:

2-1-1-1 - النفقات حسب طبيعتها

يتميز في النفقات حسب طبيعتها:²

2-1-1-1-2 - النفقات الحقيقية

تمثل هذه النفقات مختلف المشتريات الحكومية من السلع والخدمات الضرورية لقيام الحكومة بوظائفها التقليدية والحديثة وتتضمن هذه النفقات مختلف النفقات الاستهلاكية للدولة ونفقات الصيانة.

2-1-1-2 - النفقات التحويلية

تمثل هذه المجموعة من النفقات في النفقات الحكومية التي تتم في اتجاه واحد فقط، حيث تكون من جانب الحكومة إلى كل قطاعات الاقتصاد، وذلك دون الحصول على أدنى مقابل نقدي أو عيني، وبذلك فإنها

¹ - محمد طاقة وهدى العزاوي، (2007): اقتصاديات المالية العامة، دار المسيرة، عمان، ص ص: 34 - 35.

² - سعيد عبد العزيز عثمان، (2011): المالية العامة - مدخل تحليلي معاصر، الدار الجامعية، مصر، ص ص: 470 - 474.

تمثل أي دخل من مداخل الاقتصاد الوطني، ويتكون هذا النوع من النفقات من نفقات تحويلية اقتصادية يكون الهدف منها تشجيع مختلف الوحدات الاقتصادية، ونفقات تحويلية اجتماعية وتكون ذات بعد اجتماعي ونفقات تحويلية مالية وتكون لمواجهة عبء الإقراض العام.

2-1-2- النفقات حسب دوريتها

يصنف في هذا النوع بين النفقات الآتية:¹

2-1-2-1- النفقات الجارية

تهدف الدولة من خلال هذه النفقات إلى ضمان السير الحسن للمرافق العامة، وتشتمل على نفقات السلع والخدمات ومرتببات الموظفين بالإضافة إلى سداد فوائد الديون العامة ومختلف الإعانات والمدفوعات التحويلية سواء كانت نقدية أو عينية وسواء كانت تهدف إلى تقديم دعم مباشر أو غير مباشر للأفراد أو السلع والخدمات.

2-2-1-2- النفقات الاستثمارية

هي النفقات التي تخصص لتكوين رأس المال وتشمل إجمالي تكوين رأس المال الثابت والتحويلات الرأسمالية إلى الدخل وتهدف لتنمية الثروة الوطنية من خلال تطور برامج الاستثمار العام، ويعتمد على هذا النوع من النفقات في الدول النامية التي تتبع برامج إصلاح هيكلية، أما عن مصدر تمويلها تعتمد الدولة في غالب الأحيان على القروض العامة.

2-3-1-2- النفقات حسب الغرض منها

تصنف النفقات حسب معيار الغرض إلى:²

2-3-1-2-1- النفقات الحكومية الإدارية

تتمثل في كافة النفقات الحكومية اللازمة لإدارة وتشغيل كافة المرافق الحكومية والمرافق الاقتصادية، فهي تكاليف ضرورية لقيام الدولة بوظيفتها.

2-3-1-2-2- النفقات الحكومية الاقتصادية

وتتضمن النفقات التي تقوم الحكومة بإنفاقها لتحقيق بعض الأغراض والأهداف الاقتصادية، كتشجيع الاستثمارات العامة والخاصة وزيادة الإنتاج أو مصاريف البنية الأساسية لتطوير الاقتصاد.

¹ - وليد عبد الحميد عايب، (2010): الآثار الاقتصادية الكلية لسياسة الإنفاق الحكومي، مكتبة حسين العصرية، بيروت، ص: 107 - 108.

² - زينب جسين عوض الله، المصدر سبق ذكره، ص: 35 - 36.

2-1-3-3- النفقات الحكومية الاقتصادية

هي النفقات المتعلقة بالأغراض الاجتماعية للدولة والتي تتمثل في الحاجات العامة التي تؤدي إلى التنمية الاجتماعية للأفراد، وذلك عن طريق تحقيق قدر من الثقافة والتعليم والرعاية الصحية للأفراد، وبشكل هذا النوع من الإنفاق في الوقت الحاضر الجزء الأكبر من الإنفاق العام في أغلب الدول.

2-1-3-4- النفقات الحكومية الاجتماعية

وهي النفقات التي يغلب عليها الطابع الاجتماعي حيث يكون الهدف الرئيسي من إنفاقها هو زيادة مستوى الرفاهية لأفراد المجتمع بصفة عامة .

2-2- التقسيمات الوضعية

وفق التقسيمات الوضعية أو العملية يمكن تصنيف النفقات إلى:¹

2-2-1- النفقات الإدارية

يتوافق هذا النوع من النفقات العامة مع الهيكل الإداري للدولة، ويتم تصنيف هذه النفقات وفقا للموازنة العامة في عدد من الأبواب، حيث يخصص كل باب لجهة إدارية معينة تمثل الجهات الإدارية الرئيسية أو العليا، وكل باب خاص بوزارة أو جهة إدارية عليا يقسم إلى عدد من الفروع الاتفاقية وكل فرع ينقسم بدوره إلى عدد من البنود الاتفاقية يخصص كل منها لوحدة إدارية أقل في مستواها التنظيمي داخل الهيكل الإداري.

2-2-2- النفقات النوعية

يستمد هذا النوع من النفقات مفهومه من التقسيم النوعي حيث يتم وفقه تقسيم النفقات العامة المدرجة بالموازنة العامة والمخصصة لكل وحدة إدارية وفقا لطبيعة الأشياء التي يخصص لها الإنفاق العام، فمثلا يمكن تقسيم النفقات العامة إلى أربعة أنواع من النفقات النوعية وهي:

- نفقات مقابل خدمة العمل تتمثل في الأجور والمرتبات.

- نفقات مقابل مستلزمات الإنتاج.

- نفقات مقابل أموال رأسمالية.

2-2-3- النفقات الوظيفية

تتعلق هذه النفقات بالوظائف الحكومية التي تقوم بها الدولة، وعادة تنقسم هذه الوظائف إلى وظيفة الدفاع، ووظيفة الأمن الداخلي، ووظيفة التعليم... الخ. ويتم توزيع هذه النفقات على هذه الوظائف بغض النظر على الجهة الإدارية التي ستقوم بتأدية الوظيفة.

¹ - سعيد عبد العزيز عثمان، المصدر سبق ذكره، ص ص: 477-479.

3- محددات النفقات العامة وأسباب تطورها

يمكن ذكر أهم محددات النفقات العامة وأسباب تطورها فيما يلي:

3-1-1- محددات النفقات العامة

حجم الإنفاق العام يتوقف على مجموعة من العوامل التي تبقى ثابتة بالنسبة للدولة الواحدة، وتختلف من دولة إلى أخرى، ويمكن أن تلخص أهم هذه العوامل في ما يلي:¹

3-1-1-1- طبيعة النظام الاقتصادي القائم

تختلف النظم الاقتصادية من حيث فلسفتها من دولة إلى أخرى، فهناك نظم اقتصادية تقوم على فلسفة الحرية الاقتصادية والملكية الخاصة، ودور الدولة فيها يتوقف على أداء مهام الدولة، مما يجعل حجم النفقات يقتصر على قدر تدخلها وأدائها لوظائفها التقليدية فقط، ولهذا تكون النفقات العمومية فيها في أقل مستوى. كما توجد دول أخرى تقوم على نظم اقتصادية مبنية على فلسفة تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، ويكون دور النفقات العمومية فيها ذو أهمية كبيرة لأن الدولة في هذه الحالة تكون مضطرة للقيام بوظائف أخرى غير تقليدية، كاستغلالها لبعض المشاريع، تقديم الخدمات المجانية أو أسعار شبه مجانية للفئات ذات الدخل المحدود. كما سيعكس تدخل الدولة مستوى تقدم الدول، حيث إن الدول المتخلفة هي التي يزداد فيها تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي.

3-1-2- الظروف الاقتصادية السائدة

يستخدم الإنفاق العام كأداة للتأثير على حجم الطلب العام ومن ثمة على مستوى الاقتصاد العام، وبذلك فالإنفاق العام يتحدد حجمه وفق متطلبات الاستقرار الاقتصادي الذي يتحقق بتوازن الإنتاج مع الطلب الفعلي، فالدولة بإمكانها التدخل بزيادة الإنفاق العام كما يلاحظ تراجع النشاط الاقتصادي من أجل زيادة الطلب الكلي والوصول بالاقتصاد إلى مستوى التشغيل الكامل.

3-1-3- القدرة التمويلية للاقتصاد

من بين أهم العوامل المحددة لحجم النفقات العامة هي قدرة الدولة على تغطية تلك النفقات بالحصول على الموارد الضرورية.

والقدرة التمويلية للاقتصاد تنقسم إلى قسمين:

- القدرة التكاليفية وتتعلق بمدى قدرة الدولة على تمويل الإيرادات العامة من الضريبة.

¹ - عبد المجيد قدي، المصدر سبق ذكره، ص ص: 186-183.

- القدرة الاقتراضية وتتعلق بقدرة الدولة على اللجوء إلى الاقتراض العام ويرتبط الأمر هنا بالقدرة التسديدية والسمعة في الأسواق المالية.

3-2- أسباب تطور النفقات العامة

تتطور النفقات العامة بشكل دائم ومستمر في مختلف الدول، لأسباب عدة يمكن حصرها فيما يلي:

3-2-1- الأسباب الظاهرة

في كثير من الدول تكون زيادة في المبالغ المالية المخصصة للإنفاق العام دون زيادة الحاجات العامة، والسبب في ذلك يعود إلى:¹

- انخفاض القيمة الحقيقية للنقود حيث إن هناك علاقة بين قيمة النقود والنفقات العامة، فانخفاض قيمة النقود يؤدي إلى زيادة النفقات العامة والعكس صحيح وهذا للمحافظة على حجم السلع والخدمات المخصص لها الإنفاق.

زيادة عدد السكان وتعني زيادة النفقات العامة لأن الدولة مضطرة لتلبية احتياجات مواطنيها من كل الخدمات العامة.

- التوسيع الجغرافي للدولة وهو ما يعني ضم أراضي جديدة لها تتطلب خدمات عامة إضافية.
- اختلاف طرق الحسابات القومية يعد استخدام طريقة الموازنة الإجمالية يحتم على بعض الدول إدخال بنود جديدة للإيرادات والنفقات.

3-2-2- الأسباب الحقيقية

تفسر الأسباب الحقيقية التي تقف وراء تطور النفقات العامة في العناصر الموائية:²

- زيادة الدخل الوطني: يمكن للدولة من زيادة إنفاقها دون أن يترتب عن ذلك بالضرورة زيادة الأعباء المترتبة على الأفراد لأن الدولة تكون قادرة على مواجهة تلك الزيادة نتيجة تطور النشاط الاقتصادي.

- إرساء قواعد الديمقراطية وزيادة الاهتمام بالجمعيات والمنظمات المحلية والإقليمية والدولية يؤدي إلى زيادة الإنفاق.

- زيادة تمركز السكان في العواصم والمدن الكبرى ينتج عنه زيادة في النفقات المرتبطة بتقديم الخدمات الأساسية، كما أن ارتفاع المستوى الثقافي أيضا، يؤدي إلى ارتفاع المطالب الاجتماعية وزيادة تكفل الدولة ومنه زيادة النفقات العمومية.

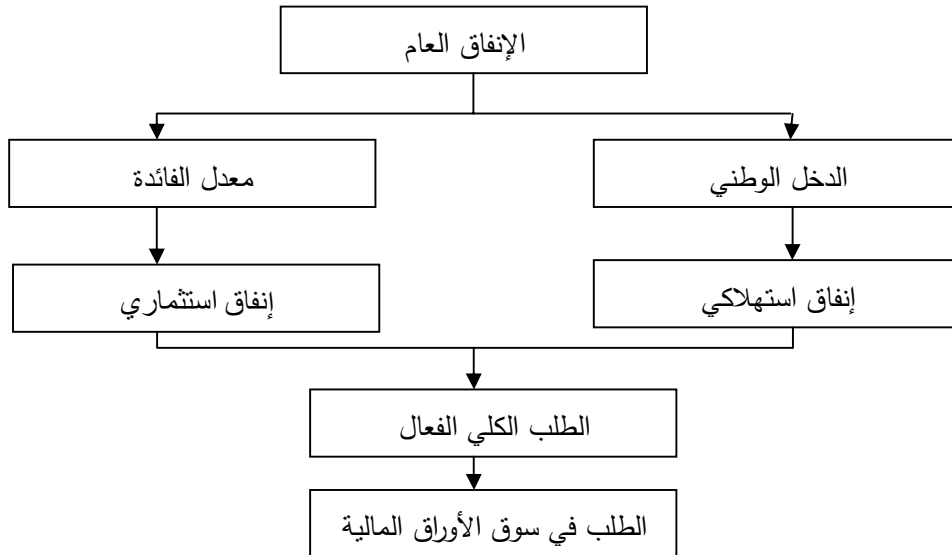
¹ - طارق الحاج، المصدر سبق ذكره، ص: 135-137.

² - عبد المجيد قدي، المصدر سبق ذكره، ص: 188.

4- أثر النفقات العامة على أداء الأوراق المالية

تؤثر النفقات العامة على طلب الأوراق المالية من خلال تأثيرها على حجم الطلب الكلي الفعال، الذي يتأثر بدوره بمستوى الإنفاق الاستهلاكي الذي يتحكم فيه الدخل الوطني وكذلك الإنفاق الاستثماري الذي يتحكم فيه معدل الفائدة، ومن ثم يمكن القول أن الدولة لها أن تمارس التأثير على الاستثمار في سوق الأوراق المالية من خلال زيادة أو نقصان الإنفاق العام ضمن أهداف السياسة الاقتصادية المتاحة. فزيادة الإنفاق العام في الغالب يكون الهدف منه هو زيادة الدخل الوطني الذي يساهم في رفع مداخيل الأفراد مما يؤدي إلى زيادة الإنفاق الاستهلاكي، كما أن زيادة الإنفاق العام أيضاً من شأنه أن يؤثر على معدلات الفائدة التي هي الأخرى تعتبر عامل أساسي في نهج الاستثمار في الاقتصاد، والشكل الموالي يوضح كيفية التأثير:

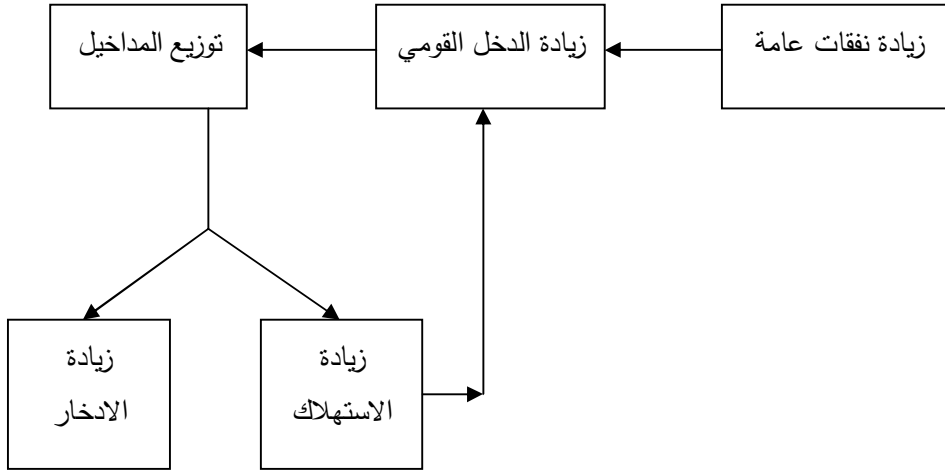
شكل 14: تأثير الإنفاق العام على محددات الطلب الكلي الفعال



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على طارق حاج، المصدر سبق ذكره، ص ص: 142-147.

وفق علاقة غير مباشرة، فإن الزيادة الناشئة عن تتابع المداخيل النقدية التي يسببها الإنفاق العام وما يصحبه من زيادة في الدخل الوطني تتجاوز الزيادة في الإنفاق العام وهو ما يطلق عليه بالاستهلاك المولد أي أثر المضاعف الذي ينتج عنه استهلاك متتابع يؤدي إلى زيادة أرباح المنتجين ومن ثم زيادة الاستثمار. فآثر المضاعف يعني أن الزيادة الأولية في الإنفاق العام تؤدي إلى زيادة تراكمية في الدخل الوطني، الذي يخلق توزيع مداخيل جديدة تقسم بين الاستهلاك والادخار في سلسلة متتالية من الزيادة في الاستهلاك وفق الشكل الموالي:

شكل 15: الزيادة التراكمية في الدخل القومي

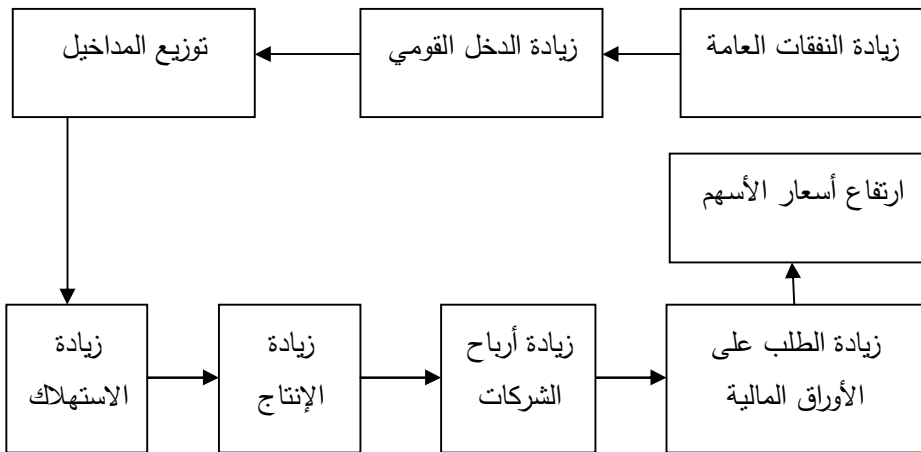


المصدر: تم إعداده بالاعتماد على المصدر نفسه، ص ص: 142 - 147.

فهذه الزيادة التراكمية في الدخل الوطني من شأنها أن تؤدي إلى زيادة الاستهلاك ومن ثم التحفيز على زيادة الإنتاج* ومن ثم زيادة أرباح المنتجين مما يحفز على زيادة الطلب على الأوراق المالية - الأسهم - الخاصة بصناعاتهم.

وهذا ما يخلص إلى أن زيادة النفقات العامة في الاقتصاد لم يصل إلى مستوى التشغيل الكامل يؤدي تحفيز الطلب في سوق الأوراق المالية وبالتالي ارتفاع الأسعار وفق العلاقة الموالية:

شكل 16: شكل توضيحي للعلاقة بين الزيادة في النفقات وزيادة أسعار الأسهم



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على المصدر نفسه، ص ص: 142 - 147.

* - هذا دائما في اقتصاد لم يصل إلى مستوى التشغيل الشامل.

أما وجهة نظر معدلات الفائدة، فإن زيادة النفقات العامة من شأنها أن تؤدي إلى زيادة الكتلة النقدية المتدفقة في الاقتصاد وهذا ما يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة وفق علاقة عكسية الأمر الذي يخفض من تكلفة التمويل للمشاريع الاقتصادية وهو ما يعتبر حافزا لزيادة الاستثمار وربحية الاقتصاد وفق العلاقة العكسية الموجودة بين زيادة الإنفاق وانخفاض أسعار الفائدة فإن ذلك يؤدي بأصحاب المخصصات والفوائض المالية للاستثمار في سوق الأوراق المالية خاصة سوق الأسهم باعتباره البديل الأكثر ربحية وهو الأمر الذي يحفز الطلب على مستوى السوق ويرفع الأسعار وفق علاقة غير مباشرة بين زيادة النفقات وأسعار الأوراق المالية في السوق.

المطلب الثاني: الإيرادات العامة وأثرها على أداء سوق الأوراق المالية

يتطلب قيام الدولة بوظيفتها المالية المتعلقة بتحقيق الإشباع العام والعمل على تدبير الموارد اللازمة لتغطية تلك النفقات الاعتماد على موارد من مصادر مختلفة، تختلف باختلاف السياسة المالية المتبعة والأوضاع الاقتصادية السائدة وأهداف التنمية المرجوة، فتحصيل تلك الأموال أو الإيرادات يمكن أن يكون له أثر على الأنشطة الاقتصادية الحقيقية والمالية بما فيها الاستثمار في سوق الأوراق المالية. وسيتم تناول موضوع الإيرادات العامة وتأثيرها على أداء سوق الأوراق المالية كالآتي:

1- تعريف الإيرادات العامة

يمكن أن تعرف الإيرادات العامة ومن خلال الآتي:

الإيرادات العامة هي "مجموع المداخل التي تحصل عليها الدولة من المصادر المختلفة من أجل تغطية نفقاتها العامة وتحقيق التوازن الاقتصادي والاجتماعي".¹

الإيرادات العامة هي "وسيلة الدولة لأداء دورها في التدخل لتحقيق الإشباع العام، وهي الوسيلة التي تتحدد بمقتضيات الغاية منها وطبقا للاعتبارات الواقعية التي تسود الجماعة بأسرها".²

الإيرادات العامة هي "مجموعة المداخل التي تحصل عليها الدولة مقابل خدمات تقدمها للأفراد، ويحصلون على نفع منها سواء كان نفعاً عاماً أو خاصاً".³

الإيرادات العامة هي المصادر التي تستمد الدولة منها الأموال اللازمة لتغطية نفقاتها المتعددة من أجل إشباع الحاجات العامة الضرورية للمجتمع.¹

¹ - سوزي عدلي ناشد، المصدر سبق ذكره، ص: 85.

² - زينب حسين عوض الله، المصدر سبق ذكره، ص: 89.

³ - محمد عباس محرز، المصدر سبق ذكره، ص: 145.

كما يمكن القول أن الإيرادات هي مجموع الأموال التي تحصل عليها الدولة من مختلف المصادر والجهات المحلية والدولية، من أجل تمويل النفقات العامة والإيفاء بمختلف الحاجات العامة للمجتمع.

2- أنواع الإيرادات العامة

نتيجة تطور دور الدولة وازدياد النفقات العامة، أصبحت الإيرادات تأخذ أشكالاً وأنواعاً متعددة، يمكن تفصيلها في الآتي:

2-1-1- الإيرادات الاقتصادية

وهي الإيرادات الناتجة عن مختلف أملاك الدولة، ويقصد هنا بأملاك الدولة كل ما تملكه الدولة سواء كانت أموالاً عقارية أو منقولة.

2-1-1-1- أنواع الإيرادات الاقتصادية

باعتبار أن الملكية الاقتصادية للدولة تتعلق بالتملكات العقارية والزراعية والصناعية والتجارية فإن الإيرادات منها يمكن تقسيمها وفق الآتي:

- الإيرادات العقارية وهي الأموال التي تدخل خزينة الدولة من الإيرادات الناشئة عن ملكية الدولة للأراضي الزراعية، أراضي البناء، عقارات مبنية، مناجم ومحاجر... الخ.

- الإيرادات الصناعية وهي تلك الإيرادات الناجمة عن الصناعات التي تنشئها الدولة أو تكون فيها شريكاً أو تقوم بتأميمها تأمياً كلياً أو جزئياً، وكذلك أيضاً المداخل الناتجة عن الاستثمار الأجنبي المباشر أو غير المباشر.

- الإيرادات التجارية وتشمل ما تحصل عليه الدولة من عوائد نتيجة امتلاكها بعض المشاريع التجارية، كما ينطوي تحت هذا المفهوم مداخل الاحتكار الذي تمارسه الدولة على بعض الأنشطة، تحصل منه عوائد كبيرة.

- الإيرادات الخدماتية تقوم الدولة في بعض الأحيان بتحصيل إيرادات عن طريق احتكار بعض الخدمات الأساسية المهمة للأفراد مثل نشاط التأمين، النقل الجوي، النقل البحري، خدمات سياحية... الخ.

- الإيرادات المالية وهي تلك الإيرادات الناتجة عن ملكية الدولة لمحفظة أوراق مالية من أسهم وسندات تحصل منها أرباح وفوائد تعتبر مصدر دخل للخزينة العمومية، وتعتبر من المداخل المتغيرة.

2-1-2- أشكال تحصيل الإيرادات الاقتصادية

تحصل الإيرادات الاقتصادية في صورتين أساسيتين:²

¹ - محمد طاقة وهدى العزاوي، المصدر سبق ذكره، ص: 21.

² - محمد عباس محرز، المصدر سبق ذكره، ص: 155 - 157.

2-1-2-1- الثمن العام

يقصد به المقابل الذي تحصل عليه الدولة نتيجة قيامها بنشاط تجاري أو صناعي، وبذلك فهو ثمن السلع والخدمات التي تنتجها وتبيعهها المؤسسات العامة الصناعية والتجارية، و هو يختلف عن الثمن الخاص الذي تحصل عليه المؤسسات الخاصة، كما أن تحديده يخضع في أغلب الأحيان إلى تفاعل قوى العرض والطلب في السوق بعدما كانت تتحكم فيه الدولة وتوجهه وفق سياسات معينة.

2-2-1-2- الاحتكار الجبائي

وهو الدخل الناجم عن قيام الدولة باستعمال سلطاتها، بفرض حظر على الأفراد والمشاريع الخاصة بشأن القيام بأنشطة تجارية أو صناعية معينة وبقصد تحقيق أغراض معينة، وفي هذا الصدد تتمتع الدولة بمركز احتكاري وتنفرد بتحديد ثمن السلع والخدمات.

2-2- الإيرادات السيادية

هي تلك الإيرادات التي تحصل عليها الدولة جبرا من الأفراد بمالها من حق السيادة وتشتمل على الأنواع الآتية:

2-2-1- الرسوم

الرسم هو مبلغ من النقود يدخل ضمن مصادر الإيرادات العامة للدولة التي تدخل خزينة الدولة بصفة دورية منتظمة، ومن ثمة تقوم السلطات العمومية باستعماله في تمويل النفقات العامة وتحقيق المنافع العامة، ويدفع مبلغ الرسم مقابل خدمات خاصة يحصل عليها الأفراد من المرافق العامة، ويحمل الرسم جملة من الصفات وهي :

- صفة النقدية إذ لا بد أن تدفع قيمته نقدا.

- صفة الإيجار حيث إن الأفراد مجبرون على دفع قيمته لقاء الحصول على الخدمة.

- صفة المقابل كما أن الأشخاص لا يدفعون مبلغ الرسم مقابل خدمة.

- صفة المنفعة حيث إن نقصه يعود بالمنفعة العامة على أفراد المجتمع.

2-2-2- الضرائب

فريضة مالية يدفعها الفرد جبرا إلى الدولة أو إحدى الهيئات العامة المحلية بصورة نهائية مساهمة منه في التكاليف والأعباء العامة دون أن تعود عليه بنفع خاص مقابل دفعها، وهذا وفق مفهوم تقليدي لكن في

- الوقت الحالي أصبحت بالإضافة إلى أنها وسيلة مالية لتغطية النفقات العامة هي وسيلة لتحقيق أهداف اقتصادية وسياسية. وفرض الضريبة يخضع إلى جملة من القواعد هي:¹
- العدالة.
 - الوضوح.
 - الاقتصاد في نفقة التحصيل.
 - المحافظة على كفاءة جهاز السوق كما أن نسبة اقتطاع الضرائب من الأفراد في الاقتصاد تعبر عن مستوى الضغط الضريبي الذي يفترض أن يكون في مستويات مثلى حتى لا تكون الضريبة عبء على النشاط الاقتصادي.

2-2-3 - القروض العامة

- هو عبارة عن دين تستلف بموجبه الدولة مبالغ من النقود من الأفراد أو المصارف أو الهيئات المحلية أو الدولية، مع التعهد بوفاء القرض وفوائده للدائنين في التاريخ المحدد للتسديد وفقا لشروط العقد وهذا القرض يمكن أن يأخذ الأشكال الموالية:²
- قروض إجبارية تفرض الدولة على رعاياها بشكل إجباري مقابل تعهدا بتسديده في الوقت المناسب وتلجأ إليه الدولة في حالة الأزمات.
 - قروض دائمة ليس لها تاريخ محدد للوفاء بها وتمتلك الدولة حق استهلاكها.
 - قروض مؤقتة وهي قروض لها آجال تستحق فيه.
 - القروض المثمرة تنفق على مشاريع استثمارية تأتي بإيرادات ويسدد أصل الدين من الفوائد المترتبة عليه.
 - القروض العقيمة وهي القروض التي تنفق على مشروعات لا تأتي بإيرادات لتسديد القروض وفوائده، ولكن له فوائد على عامة الاقتصاد والمجتمع.

3 - علاقة الإيرادات العامة بأداء سوق الأوراق المالية

- تؤثر الإيرادات على الاستثمار في سوق الأوراق المالية بشكل مباشر من خلال تشجيعها للاستثمار في الأسهم انطلاقا من خفض معدلات الضريبة، ومن أجل توضيح هذا التأثير اعتمد العديد من الباحثين على دراسة "توبين" TOBIN للعائد المتوقع على الأسهم وفق الصيغة الآتية:³

$$E(R_i) = R_F - b\delta(R_i)$$

¹ - عبد المجيد قدي، المصدر سبق ذكره، ص: 167.

² - سعيد عبد العزيز عثمان، المصدر سبق ذكره، ص: 571.

³ - J-L. Viviani, Op -cit, p: 81.

حيث:

$E(R_i)$: العائد المتوقع للسهم i .

R_F : عائد الأصل الخالي من المخاطرة.

$\delta(R_i)$: مخاطر السهم i .

b : تسعيرة وحدة المخاطرة.

وفقا لهذه الصيغة، يتوقف طلب السهم على عاملين أساسيين هما:

- معدل العائد المتوقع.

- مقدار المخاطرة للسهم.

كما أن للمستثمر إكثانتين للاستثمار في الأسهم الخطرة ذات الفوائد المرتفعة نسبيا أو الاستثمار في الأصل الخالي من المخاطرة ذو العوائد المنخفضة نسبيا، ففرض ضريبة بالصيغة التصاعدية من شأنه التأثير على العوائد المتوقعة المرتفعة للأسهم بخلاف عوائد الأوراق المالية الخالية من المخاطرة ذات العوائد الضعيفة، وهو ما يوحي أن فرض الضريبة يؤدي إلى خفض الطلب على الأسهم لانخفاض عوائدها المتوقعة بعد الضريبة.

لكن في ظل آلية خفض الخطر انطلاقا من فكرة إمكانية الترحيل الكامل للخسائر والسماح للأفراد بخصمها من الدخل الخاضع للضريبة[♦]، فإن جاذبية الأسهم للاستثمار متفوقة على أثرتين هما أثر خفض العائد المتوقع وأثر خفض الخطر بعد الضريبة، فإذا كان أثر خفض الخطر بعد الضريبة أكبر من أثر خفض العائد المتوقع للسهم، فإن الأسهم تصبح أكثر جاذبية ومن ثمة يمكن القول أن الضرائب في هذه الحالة تعمل على تشجيع الاستثمار في الأسهم، والعكس يحدث في حالة كون انخفاض العائد المتوقع أكبر من أثر خفض الخطر حيث تتراجع جاذبية الأسهم.

ومن التحليل السابق، يمكن القول أنه في ظل نظام ضريبي لا يسمح بترحيل الخسائر فإن زيادة الضرائب من شأنها أن تجعل الأسهم أقل جاذبية للاستثمار، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب عليها وانخفاض أسعارها بسبب انخفاض عوائدها المتوقعة.

أما في ظل نظام ضريبي يسمح بترحيل الخسائر وخصمها، فإن أثر خفض الخطر يكون أكثر انخفاضا من العائد المتوقع عند زيادة الضرائب، فتكون الأسهم أكثر جاذبية ويزداد الطلب عليها وترتفع أسعارها.

♦ - الأمر الذي يؤدي إلى تقليل تشتت العوائد حول القيمة المتوقعة للسهم.

وفي دراسة قام بها كل من بوتريا وسامويك Poterba & Samiwick 1996 لبحث أثر الضرائب على الاستثمار في الأسهم، وجدا أن الأفراد الذين تقع دخولهم في شرائح ضريبية أعلى يزيد طلبهم على اقتناء الأسهم العادية والتي تعد بمثابة أموال خطيرة، الأمر الذي يعني أن الضرائب يمكنها أن تخفض من الخطر ومن ثم يزيد الطلب عليها وترتفع أسعارها.

المطلب الثالث: الموازنة العامة وعلاقتها بأداء سوق الأوراق المالية

أصبحت الموازنة العامة وسيلة لخدمة الاقتصاد الوطني ولعلاج مشكلاته والمساعدة في تحقيق التنمية الاقتصادية وأداة تحدد اتجاه الاستثمار في البلاد، لذلك أصبح من المهم معرفة مختلف توجهاتها والمجالات التي بالإمكان التأثير عليها بما في ذلك مجال الاستثمار في الأوراق المالية، وإحاطة بهذا الموضوع بشيء من التفصيل سيتم تناول الآتي:

1- تعريف الموازنة العامة

يمكن تعريف الموازنة العامة من خلال التعاريف الآتية:

الموازنة العامة هي "تقدير تفصيلي معتمدة من السلطات التشريعية لنفقات الدولة وإيراداتها عن فترة زمنية مقبلة عادة سنة، وتمثل تعبيراً مالياً عن الأهداف الاقتصادية والاجتماعية التي يسعى المجتمع إلى تحقيقها."¹
الموازنة العامة هي صيغة تشريعية تقدر بموجبها أعباء الدولة وإيراداتها، وتعتبر عن أهداف الحكومة الاقتصادية والمالية.²

الموازنة العامة هي توقع لنفقات وإيرادات الدولة العامة عن فترة زمنية مقبلة في العادة تكون سنة، وهي معبرة عن أهداف اقتصادية واجتماعية.³

كما يمكن تعريف الموازنة العامة على أنها تعبير مالي عن برنامج عمل لمرحلة قادمة، وتتحدد فيها الإيرادات على ضوء النفقات، وتسعى الدولة من ورائها لتحقيق أهداف اقتصادية واجتماعية، كما أنه لا بد أن تحظى بقبول السلطة التشريعية قبل اعتمادها.

2- خصائص الميزانية العامة

للموازنة العامة مجموعة خصائص يمكن حصرها في:¹

¹ - محمد طاقة وهدي العزاوي، المصدر سبق ذكره، ص: 167.

² - زينب حسين عوض الله، المصدر سبق ذكره، ص: 247.

³ - خالد شحادة الخطيب وأحمد زهير شامية، المصدر سبق ذكره، ص: 236.

- الموازنة العامة تقدير لإيرادات ونفقات الدولة عن فترة قادمة حيث إنها تمثل توقعاً لأرقام مبالغ النفقات العامة والإيرادات العامة لمدة لاحقة غالباً ما تكون سنة.
- الموازنة العامة تقدير معتمد من السلطة التشريعية حيث لا يكفي إعداد التقدير وحده بل لابد من أن يقترن بموافقة أو بإجازة من السلطات التشريعية أو موافقة.
- تعني الموازنة العامة من الناحية الاقتصادية والمالية بمثابة خطة مالية تعد في ضوء تحصيل اقتصادي، يعبر عن الاختيارات السياسية والاقتصادية للدولة ويضمن تخصيص موارد معينة في استخدامات محددة.
- الموازنة العامة خطة اقتصادية شاملة لتحقيق أهداف المجتمع، توضع لفترة سنة واحدة.
- تتطلب الموازنة العامة مجموعة من الإجراءات الإدارية والمالية تتخذها السلطة التنفيذية، حتى تتمكن من خلالها تنفيذ السياسة المالية للدولة والسلطة التنفيذية هي التي تتولى عملية إعداد هذه الموازنة.

3- مبادئ الموازنة العامة

- تخضع الموازنة بصفة عامة إلى قواعد تراعى في إعدادها وهي:²
- مبدأ الشمولية ويقصد بها أن تذكر في الموازنة إيرادات الدولة كافة والنفقات كافة، وتراعى هذه القاعدة في إعداد الموازنة حتى يكون الإنفاق والتحصيل مطابق للواقع.
- مبدأ وحدة الموازنة حيث يتم إدراج جميع الإيرادات العامة التي يتوقع جبايتها، وجميع النفقات التي يتوقع صرفها خلال السنة القادمة في موازنة واحدة.
- مبدأ السنوية وتقضي بأن تعد الحكومة كل عام موازنة العام المقبل، وتعرضها على السلطة التشريعية لأخذ موافقتها، ولا تعطى هذه الموافقة مبدئياً إلا لسنة واحدة.
- مبدأ توازن الموازنة وتقوم هذه القاعدة في الفكر الحديث على مبدأ العجز المنظم والذي يسمح بوجود عجز في الموازنة العامة خلال فترات لمعالجة مشكلات الاقتصاد الوطني، حيث تقوم الدولة بخفض الجباية وزيادة النفقات العامة واللجوء إلى القروض لتنشيط الاقتصاد.

4- التوازن الموازني

- يعتبر التوازن الموازني مرغوباً في الحالة المطلقة، كما أن تقديره لا يمكن أن يكون إلا بدلالة الدور الاقتصادي للدولة، كذا أصبح المهتمون به لا يمكنهم الحديث عنه إلا في إطار التوازن الاقتصادي، ويرون أن ذلك لا يتم إلا عن طريقين هما:¹

¹ - المصدر نفسه، ص ص: 271-275.

² - محمد طاقة وهدي العزاوي، المصدر سبق ذكره، ص ص: 173-182.

4-1- العجز المتراكم

تعتمد فكرة العجز المتراكم على السماح بوجود عجز في الموازنة العامة في فترات الكساد الاقتصادي، وعند ارتفاع نسبة البطالة، وذلك لمعالجة مشكلات الاقتصاد الوطني وإنعاشه. وتفترض هذه الفكرة وجوب تخفيض الضرائب وزيادة النفقات العامة واللجوء إلى القروض، وذلك لمعالجة الكساد الاقتصادي، حيث أن تخفيض الضرائب يؤدي إلى زيادة الاستهلاك مما يدفع المؤسسات إلى زيادة الإنتاج، كما أن زيادة النفقات أيضا في تنفيذ المشاريع ذات النفع العام تؤدي إلى زيادة فرص العمل وامتصاص البطالة، وكذلك توفير قدر من القدرة الشرائية التي تؤدي هي الأخرى إلى زيادة الطلب الكلي.

مما يشجع مرة أخرى على زيادة الاستثمار والإنتاج بشكل يقود إلى التوازن الاقتصادي وزيادة مداخيل الدولة لتتمكن من خلالها تغطية العجز المتراكم خلال السنوات السابقة. لذلك فإنه لا خوف من تراكم العجز في الموازنة سنة بعد أخرى لأنه بعد عودة الازدهار يتم امتصاصه.

4-2- الموازنة الدورية

لا تشترط هذه الموازنة على وجوب تحقق التوازن المالي السنوي للإيرادات والنفقات في الموازنة العامة للدولة، وإنما يرى أن يتم ذلك خلال عدة سنوات تستهدف تحقيق التوازن الاقتصادي خلال سنوات الدورة الاقتصادية، إذ تتعاون الموازنات التي بها فائض في سنوات الازدهار مع الموازنات التي بها عجز في سنوات الكساد، بحيث يؤدي هذا التعاون إلى حصول توازن اقتصادي ومالي في نهاية الدورة الاقتصادية بدلا من حصوله سنويا.

5- أسباب عجز الموازنات وأنواعه

يتم تناول أسباب عجز الموازنات وأنواعه من خلال الآتي:

5-1- أسباب العجز الموازنات

يحدث العجز الموازنات نتيجة عدة عوامل يمكن تصنيفها في:²

5-1-1- عوامل دافعة إلى زيادة الإنفاق العام

زيادة النفقات في أوقات الأزمات خاصة الكساد، يحدث تأثير مباشر بالزيادة في الدخل القومي، وذلك لكون الجهاز الإنتاجي في الدول المتقدمة يتميز بمرونة تمكنه من زيادة عرض السلع والخدمات، فضلا عن وجود مواد طبيعية، مهياة للاستغلال وعوامل إنتاج وآلات عاطلة نتيجة انخفاض الطلب.

¹ - محمد شاكر عصفور، (2008): أصول الموازنة العامة، دار المسيرة، الأردن، ص ص: 389-391.

² - عبد المجيد قدي، المصدر سبق ذكره، ص ص: 205-206.

5-1-2- عوامل مؤدية إلى تراجع الإيرادات العامة

وتتجلى هذه العوامل بشكل واضح في دول العالم الثالث ومنها:

- ضعف الجهد الضريبي الذي يعتمد تحديده على حجم الدخل الوطني الذي يعتبر ضعيفا في الدول النامية.
- ارتفاع درجة التهرب الضريبي الناجم عن اتساع حجم الاقتصاد الموازي من جهة وضعف تأهيل الإدارة الضريبية من جهة أخرى.
- كثرة الإعفاءات والمزايا الضريبية دون أن يقابلها توسع في الأوعية الضريبية.
- اعتماد الضرائب على أوعية غير مستقرة وهو ما يعمل على عدم استقرار الإيرادات العامة.

5-2- أنواع العجز الموازي

يمكن التمييز بين العديد من أنواع العجز الموازي يذكر منها:¹

- العجز الجاري وهي مطالب القطاع الحكومي الذي يمول بالاقتراض، ويقاس بالفرق الإجمالي بين مجموع أنواع الإنفاق والإيرادات لجميع الهيئات الحكومية مطروحا منه الإنفاق الحكومي المخصص لسداد الديون المتراكمة من سنوات سابقة.

- العجز الأساس يتضمن العجز الجاري وفق المفهوم السابق محذوف منه الفوائد على القروض التي تتعلق بتصرفات ماضية وليست حالية، ويعمل العجز الأساسي على استبعاد هذه الفوائد ليتمكن من إعطاء صورة عن السياسة المالية الحالية.

العجز الأساسي = العجز الجاري - الفوائد على القروض المتعاقد عليها سابقا

- العجز التشغيلي يعبر عن ذلك العجز الناجم عن ربط الديون وفوائدها بالأسعار الجارية لتقادي آثار التضخم، حيث يطالب الدائنون في العادة بتغطية خسائر انخفاض القيمة الحقيقية للديون بربطها بتطور الأسعار، ومثل هذا الربط يعمل على رفع القيمة النقدية لفوائد وأقساط القروض المستحقة، ومنه يرتفع حجم العجز إذا استخدم صافي متطلبات القطاع الحكومي من الموارد، مما يجعل البعض يدعو إلى استبعاد هذه المدفوعات المتعلقة بتصحيح آثار ارتفاع الأسعار وكذلك الفوائد الحقيقية من متطلبات القطاع الحكومي من القروض.

- العجز الشامل يتكون القطاع الحكومي من الحكومة المركزية والجماعات المحلية التابعة للدولة، ومن ثم فإن العجز الشامل يعبر عن مجموع العجز المتعلق بالحكومة المركزية والجماعات المحلية.

- العجز الهيكلي ويتمثل في العجز الشامل محذوف منه الإيرادات ومضاف له النفقات المؤقتة والناجمة

¹ - المصدر نفسه، ص ص: 206-208.

عن انحرافات المتغيرات الاقتصادية، وبالتالي فإنه يعبر عن العجز الذي يحتمل استمراره ما لم تتخذ الحكومة إجراءات للتغلب عليه.

العجز الهيكلي = العجز الشامل - العجز الظرفي

6- علاقة العجز الموازي بأداء سوق الأوراق المالية¹

ينشأ العجز في الموازنة نتيجة لعدم كفاية الادخار العام لتغطية أوجه الإنفاق العام، ويرى الكثير من الاقتصاديين أنه بالرغم من أن العجز في الموازنة قد يرفع بشكل مبدئي مستوى الدخل فإنه أيضا يرفع أسعار الفائدة الأمر الذي يؤثر على الإنفاق الاستثماري، كما يؤثر نمط تمويل عجز الموازنة على معدلات التضخم أيضا، ويمول العجز من مصادر عدة منها الخارجية ومنها الداخلية.

وتتمثل المصادر الخارجية في الاقتراض من الحكومات أو المؤسسات الدولية أو أسواق المال الدولية، وتؤدي زيادة الاعتماد على هذه المصادر إلى زيادة أعباء الدين الخارجي وتزايد العجز في الحساب الجاري، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض قيمة العملة الوطنية مما يؤدي إلى انخفاض قيمة الأوراق المالية.

أما عن المصادر الداخلية الإقراض فقد تكون في شكل اقتراض من الأفراد والمؤسسات غير المالية عن طريق إصدار الدولة أوراق مالية تتمثل في سندات واذونات الخزينة، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة عرض الأوراق المالية كما أنه يؤدي إلى زيادة الدين العام وزيادة أسعار الفائدة والذي يؤدي إلى زيادة العائد المطلوب على الأوراق المالية ومن ثم انخفاض أسعارها. كما قد تلجأ الحكومة إلى الاقتراض من البنك المركزي من خلال بيعه أوراق مالية، وعندما تنفق الحكومة حصيلة هذه الأخيرة فإن ذلك يؤدي إلى زيادة ودائع الأفراد والمؤسسات في البنوك بقيمة الإنفاق، كما أن ذلك يؤدي إلى زيادة الاحتياطيات لدى البنوك ويؤدي أيضا إلى زيادة كمية وسائل الدفع عند طلب الأفراد لذلك، الأمر الذي يولد آثار تضخمية ويؤدي إلى ارتفاع معدلات العوائد المطلوبة على الأوراق المالية ومن ثم انخفاض أسعارها.

كما تلجأ الحكومة إلى الاقتراض من البنوك التجارية من خلال شراءها سندات واذونات الخزينة، ويؤدي ذلك إلى رفع أسعار الفائدة التي تمارس بدورها تأثير سلبي على أسعار الأوراق المالية من خلال المساهمة في رفع معدل العائد المطلوب عليها ومن ثم انخفاض أسعارها.

¹ - عاطف وليم أندراوس، المصدر سبق ذكره، ص ص: 156-159.

خلاصة الفصل الثاني

للمتغيرات الاقتصادية الكلية تأثير واضح على أسواق الأوراق المالية، فالنمو الاقتصادي وباعتباره الزيادة المستمرة والتراكمية في كمية السلع والخدمات خلال فترة زمنية طويلة يؤثر بشكل مباشر في أداء الأسواق، فارتفاعه يكون نتيجة تطور القيمة المضافة للاقتصاد بشكل عام وزيادة أرباح الشركات بشكل خاص، وهو ما يؤدي إلى ارتفاع الطلب على أسهمها وتفعيل أسواقها.

أما التضخم وباعتباره ظاهرة تشكل عبئا على الاقتصاد وعلى الاستثمار في الأوراق المالية، فإن تأثيره على أداء الأسواق يأخذ أشكال عدة تختلف باختلاف التوجهات الفكرية للقائمين على تحليل هذه العلاقة، فقد رأى فيشر Fisher وليفير Leffer أن هناك علاقة طردية بين معدل التضخم وعوائد الأوراق المالية كمعبر عن أداء أسواقها، وذلك لاعتبار أن الفوائد الاسمية تزداد بنفس زيادة معدل التضخم مما يعني أنها تمثل أداة تحوط، أما فاما Fama وفيليب كاقان Phillip Cagan فقد اعتبرا أن العلاقة بين العوائد ومعدل التضخم هي علاقة عكسية لكون الصدمات التضخمية تؤدي إلى تراجع النشاط الحقيقي وانخفاض عوائد الأوراق المالية ومن ثمة أداء الأسواق.

وبالنسبة لمعدل الفائدة كمعبر عن ثمن التخلي عن النقود فإن الاقتصاديون يرون أن له دور أساسي في المساهمة في التخصيص الأمثل للموارد المتاحة وتربطه علاقة عكسية بأداء أسواق الأوراق المالية، وهذه العلاقة يمكن أن تكون غير مباشرة من خلال التأثير على حجم المدخرات وتكلفة التمويل أو مباشرة من خلال المساهمة في التأثير على طلب الأوراق المالية. وبخصوص الكتلة النقدية كمعبر عن حجم النقود بمختلف أشكالها في الاقتصاد فقد أكدت دراسات مثل دراسة لفريدمان وشوارتز Friedman & Schwartz على وجود علاقة إيجابية بين زيادتها وأسعار الأسهم وذلك من خلال تحسن مستوى النشاط الاقتصادي وزيادة أرباح الشركات، أما همبرجر وكوشين Hamburger & Kochin وكذلك ميشال كيران Michael Keran من خلال دراسة أخرى فقد اعتبروا أن زيادة حجم الكتلة النقدية يؤدي إلى زيادة التضخم وهو ما يؤثر سلبا على أسعار الأسهم وأداء سوق الأوراق المالية. وبخصوص أسعار الصرف التي تترجم مركز الدولة في التعاملات مع الخارج لوحظ أنها تربطها علاقة سالبة مباشرة وغير مباشرة مع أسعار الأوراق المالية حسب ما يراه فيشر ودرنيش Fisher & Dornbusch.

كما أن للمتغيرات المالية العامة دور في التأثير على الاستثمار في سوق الأوراق المالية وأدائه من خلال زيادة أو نقصان الإنفاق العام ضمن أهداف سياسية اقتصادية، فزيادة الإنفاق تؤدي إلى تحفيز الطلب مما يؤدي إلى زيادة أسعار الأوراق المالية، كما أن انتهاج الدولة سياسة ضريبية معينة يكون لها تأثير مباشر على الطلب في السوق من ثمة أدائها.

الفصل الثالث: تحليل سوق الأوراق المالية الأردنية وأهم التغيرات الاقتصادية الكلية

يعتبر إنشاء سوق أوراق مالية في بلد ما امتدادا وانعكاسا لردود أفعال تطور المبادلات والأنشطة المالية والاقتصادية، وتطور سوق الأوراق المالية في الأردن ما هو إلا دليل على ذلك، ولقد أوكلت له منذ نشأته مهمة حشد المدخرات وتشجيعها للاستثمار في الوحدات الإنتاجية من أجل تحقيق النمو، وهو ما أوصلت به خطط التنمية الاقتصادية المتعاقبة في الأردن.

وتأسيس سوق عمان المالي سنة 1976 وياشر نشاطه في مطلع 1978 وشهدت تحولات كبيرة في صناعة الأوراق المالية، وكان لصدور قانون الأوراق مالية في الأردن عام 1997 أثر كبير على هذه السوق، حيث تمّ بموجبه إنشاء هيئة الأوراق المالية التي تولت عملية التشريع والإشراف والرقابة، ليتم بعد ذلك إنشاء بورصة عمان للأوراق المالية في عام 1999.

وقد تم تخصيص هذا الفصل للوقوف على أهم الظروف المحيطة بإنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية، وكذلك مختلف الهيئات والأنظمة التي تسهر على حسن التعامل فيه، بالإضافة إلى تطور نشاطها خلال فترة الدراسة الممتدة من 2006 إلى 2015، وذلك من خلال تحليل حجم التداول وكمية التداول وتطور القيمة السوقية وحركة المؤشرات فيها. كما تم أيضا التعرّيج على أهم التحولات الاقتصادية في الأردن من خلال تناول تطور بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية التي تم تقسيمها إلى ثلاثة مجاميع قطاعية، وهي متغيرات القطاع الحقيقي ومتغيرات القطاع النقدي ومتغيرات قطاع المالية العامة.

وسيتم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث تناولت الآتي:

❖ نظرة عامة حول نظام سوق الأوراق المالية الأردنية؛

❖ تحليل نشاط بورصة عمان للأوراق المالية؛

❖ نظرة تحليلية للاقتصاد الأردني.

المبحث الأول: نظرة عامة حول نظام سوق الأوراق المالية الأردنية

تعد سوق الأوراق المالية الأردنية واحدة من أكبر الأسواق العربية والعالمية في المنطقة التي تتجه إليها الأنظار، وذلك بفضل ما شاهدها من تطور على المستوى التنظيمي والتقني ومستوى النشاط، وقد جاء هذا التطور تلبية للتوسع في إنشاء الشركات المساهمة العامة والتوسع في الاعتماد عليها في تمويل المشروعات العامة والخاصة. ومن أجل الإحاطة بشكل من التفصيل بهذه السوق ومختلف الجوانب التنظيمية الخاصة بها، تم التعرّيج على نشأتها وأهدافها ومختلف الهيئات المنظمة لها والأوراق المتداولة فيها ونظم تداولها والأرقام القياسية المعلنة فيها وذلك من خلال المطالب الآتية:

- نشاط سوق الأوراق المالية الأردنية وأهدافها؛
- الهيئات المنظمة للسوق؛
- الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية الأردنية ونظام التداول؛
- الأرقام القياسية لسوق الأوراق المالية الأردنية.

المطلب الأول: نشأة سوق الأوراق المالية الأردنية وأهدافها

سيتم تناول هذا المطلب من خلال الآتي:

1- نشأة سوق الأوراق المالية الأردنية

لدى الاطلاع على مختلف نشرات الصادرة عن سوق الأوراق المالية الأردنية* وكذا الموقع الخاص بها، تبين أن تاريخ سوق رأس المال الأردني مرّ في نشأته بعدة مراحل يمكن إبرازها فيمايلي:

1930 - بدء التداول في الأوراق المالية.

1976 - صدور قانون سوق عمان المالي رقم 31 لسنة 1976.

1976 - إنشاء سوق عمان المالي.

1978 - بدء التداول في سوق عمان المالي.

1997 - صدور قانون الأوراق المالية رقم 23 لسنة 1997.

1999 - إنشاء بورصة عمان وإنشاء مركز إيداع الأوراق المالية.

2002 - صدور قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002.

* - تتم مرة التسمية بسوق الأوراق المالية الأردنية و مرة سوق عمان للأوراق المالية ومرة بورصة عمان وكلها تعبر عن هيئة واحدة.

من خلال عرض هذه المراحل يتضح أن بداية التداول في الأوراق المالية في الأردن كان منذ فترة طويلة سبقت إنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية، متزامنا مع بدء إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن، وبدء الجمهور الأردني الاكتتاب بأسهمها والتعامل بها في أوائل ثلاثينيات القرن العشرين، حيث كان أول هذه الشركات البنك العربي الذي تأسس عام 1930، وشركة التبغ والسجائر 1931، وشركة الكهرباء الأردنية 1938، وشركة مصانع الإسمنت الأردنية 1951، كما تم إصدار القرض السندي أول مرة في الأردن أوائل الستينيات من القرن العشرين.

ونتيجة لذلك، فقد ظهرت سوق غير منظمة في الأردن لتداول أسهم الشركات العامة الأردنية، والتي كانت تتم من خلال مكاتب غير متخصصة، وكذلك ظهر أيضا سوق غير منظم للسندات الحكومية، ومع حلول عام 1978 وزيادة إنشاء شركات المساهمة العامة والتي بلغ عددها 66، ظهرت الحاجة الملحة للتفكير جديا بإنشاء سوق الأوراق المالية، يتولى مهمة تنظيم إصدار الأوراق المالية والرقابة عليها بما يكفل سلامة التعامل وسهولته وسرعته، وكذلك تشجيع صغار المدخرين وحمايتهم، من خلال إيجاد آلية لتحديد السعر العادل للورقة المالية بناء على تفاعل قوى العرض والطلب.¹

ونتيجة لذلك قام البنك المركزي خلال عامي 1975 - 1976 ومع مؤسسة التمويل الدولية IFC المنبثقة عن البنك الدولي بإجراء دراسات مكثفة تبين منها، أن حجم الاقتصاد الأردني ومساهمة القطاع الخاص فيه من خلال شركات المساهمة العامة وتوزيع المساهمات على عدد كبير من المستثمرين، يبرز ضرورة إنشاء السوق المالي، وهو ما أدى إلى صدور القانون المؤقت رقم 31 بتاريخ 1976/6/1. وتم بموجبه تأسيس سوق عمان المالي AFM -Market Amman Financial-، وذلك بعد تشكيل لجنة الإدارة لهذه السوق في 1976/03/16 بقرار من مجلس الوزراء، كما باشر السوق أعماله بتاريخ 1978/1/1.²

وقطعت السوق منذ إنشائها وحتى تأسيس بورصة عمان شوطا طويلا ومراحل متعددة، فقد ارتفع حجم التداول في السوق الثانوية من 9,7 مليون دينار عام 1978، ليصل إلى 2.5 مليار دينار سنة 2015، كما تجاوزت القيمة السوقية للأسهم المكتتب فيها مبلغ 17.9 مليار سنة 2015 مقارنة بـ 286 مليون دينار سنة 1978، كما ارتفع عدد الشركات المدرجة من 66 شركة عام 1978 ليصل لـ 260 سنة 2015.

وقد تبنت الحكومة الأردنية سياسة إصلاح شاملة لسوق الأوراق المالية تقوم على أساس البناء وترسيخ ما تم إنجازه خلال العشرين سنة الماضية، وذلك تعزيزا لنمو القطاع الخاص، وتوسيع وتنويع قاعدة الاقتصاد الأردني والارتقاء إلى المعايير الدولية في مجال تنظيم الأسواق.

¹ - الموقع الرسمي لبورصة عمان www.ase.com.jo 01-04-2016 date de consultation

² - الموقع الرسمي لبورصة عمان www.ase.com.jo 01-04-2016 date de consultation

وتشمل أهم ملامح هذه الإصلاحات على:¹

- إدخال تغييرات مؤسسة في سوق الأوراق المالية في الأردن.
 - استخدام أنظمة التداول والتسوية والتقاص الإلكتروني والتوطيني.
 - إزالة كافة معوقات الاستثمار.
 - الرقابة على سوق الأوراق المالية وصولاً إلى أعلى مستوى من الشفافية وتحقيق سلامة التعامل بالأوراق المالية، بما يتناسب مع التوجه نحو العولمة والانفتاح على العالم الخارجي.
- وقد كان صدور قانون الأوراق المالية المؤقت رقم 23 لسنة 1997 من أهم معالم هذه التطورات، حيث يعتبر هذا القانون بمثابة نقلة نوعية ونقطة تحول هامة في تنظيم وإعادة هيكلة سوق الأوراق المالية في الأردن، واستكمال بنيته التحتية بما يتفق مع المعايير الدولية يحرص تحقيق الشفافية وسلامة التعامل بالأوراق المالية، وتشتمل النقطة المركزية والجوهرية في عملية إعادة الهيكلة في فصل الدور الرقابي والتشريعي لسوق رأس المال عن الدور التنفيذي الذي ترك للقطاع الخاص.

2- أهداف سوق عمان للأوراق المالية

يمكن تلخيص أهم أهداف سوق عمان للأوراق المالية وفق الآتي:²

- تنمية وتوجيه المدخرات الوطنية من خلال الاستثمار في الأوراق المالية لخدمة الاقتصاد الوطني.
- تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتفاعل بها بشكل يكفل سلامة التعامل والسهولة والسرعة.
- المساهمة في حشد رؤوس الأموال وتوزيعها على بدائل الاستثمار المختلفة لأكثر إنتاجية.
- إتاحة الفرصة أمام المستثمرين للمشاركة في تنمية القطاع الخاص من خلال الأوراق المالية المختلفة.
- المساهمة في رفع مستوى المعيشة بشكل عام وتحقيق التنمية الاقتصادية.
- جمع الإحصائيات والمعلومات اللازمة ونشرها تحقيقاً للغايات المستهدفة.
- توفير السيولة الكافية لكل من المدخر والمستثمر.
- التمكين من استقطاب رؤوس الأموال لصالح الشركات القائمة والحديثة، وكذلك نشر المعلومات وبيانات الأسعار.

¹ - أياد خالد شلاتش المجالي، (2011-2012): محددات الطلب على الاستثمار في أسهم قطاع الصناعة الاردني، أطروحة دكتوراه علوم في الاقتصاد غير منشورة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، دمشق، ص: 66-69.

² - عبد النافع الزراري وغازي فرج، (2001): الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، ص: 133.

- نشر أسعار التداول يوميا مما يحول دون إلحاق الغبن بأي جهة سواء المستثمرين أو المدخرين، كما تقوم السوق بتوفير الآلية والمكان اللذين يستطيع من خلالهما الوسيط المعتمد أن يعلن لجميع المتعاملين بوضوح تام وأوامر عملائه بيعا وشراء.
- تطوير خدمات الوساطة المالية بشتى أنواعها، وذلك من خلال تشجيع شركات الوساطة على القيام بدور نشيط، في عمليات تداول الأوراق المالية في السوق الثانوية. وكذلك عمليات التوزيع والتغطية في السوق الأردنية.
- تطوير وتنويع أساليب تمويل الشركات المساعدة العامة الأردنية، بدلا من اللجوء في كافة الحالات إلى إصدار أسهم لزيادة رؤوس أموال الشركات.
- إجراء الدراسات والأبحاث المقرونة بالإحصائيات والنشرات وذلك من خلال إصدار تقارير ونشرات خاصة بالسوق الأردنية.

المطلب الثاني: الهيئات المنظمة للسوق

يتولى تنظيم سوق عمان للأوراق المالية ثلاث هيئات وهي:¹

1 - هيئة الأوراق المالية الأردنية Jordon Securities Commission

- وهي مؤسسة حكومية تتمتع باستقلال مالي وإداري وترتبط برئيس الوزراء بشكل يعزز الدور الرقابي على سوق رأس المال المنوط بها. وللهيئة مجلس مفوضين تتمثل صلاحيته في إعداد مشاريع القوانين والأنظمة المختلفة بالأوراق المالية والموافقة على الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بالبورصة، ومركز إيداع الأوراق المالية إضافة إلى منح التراخيص، وتحديد عمولات شركات الخدمات المالية، وكذلك اعتماد المعايير المحاسبية، وبذلك يتلخص عمل الهيئة بالقيام بمايلي:
- مراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل فيها.
- تنظيم ومراقبة أعمال وأنشطة كل من البورصة ومركز إيداع الأوراق المالية ومعتمدي المهن المالية.
- تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المختلفة بالأوراق المالية والجهات الصادرة لها وكبار المساهمين.
- ضمان أطر وقواعد تحمي المدخر والمستثمر المحلي والخارجي، وتعطي الاقتصاد الوطني وسوق رأس المال المصدقية والأمان.

¹ - إياد خالد شلائش المجالي، المصدر سبق ذكره، ص ص: 68-71.

2- مركز إيداع الأوراق المالية Securities Depository Center

تم إنشاء هذا المركز بتاريخ 1999/05/10 من أجل حفظ ملكية الأوراق المالية وتسجيل نقل ملكية الأوراق المالية بين الوسطاء، ويتمتع هذا المركز بالشخصية الاعتبارية المستقلة ماليا وإداريا، وهو عبارة عن مؤسسة غير ربحية ذات نفع عام ويدار من قبل القطاع الخاص، وتعتبر الجهة الوحيدة في المملكة الأردنية المخول لها تسجيل وإيداع الأوراق المالية، وحفظ ملكيتها وإجراء عمليات التقاص والتسوية ويخضع لرقابة وإشراف هيئة الأوراق المالية، وهذه الهيئة تتناط بها الأهداف الآتية:

- بناء سجل مركزي لحفظ ملكية الأوراق المالية.
- الحد من المخاطر المتعلقة بتسوية عمليات التداول في البورصة.
- تعزيز ثقة المستثمرين بالأوراق المالية وتمكينهم من متابعة استثماراتهم وبسهولة.

بموجب ذلك هذه المؤسسة تصبح السوق قادرة ومؤهلة على استيعاب طلبات السوق المحلية ومسايرة التطورات كافة في أسواق المال العربية.

3- بورصة عمان - سوق الأوراق المالية Amman Stock Exchange

سيتم تناول بورصة عمان من خلال الآتي:

3-1- تنظيم بورصة عمان

تعتبر بورصة عمان مؤسسة خاصة تتمتع بالاستقلال المالي والإداري لا تهدف إلى الربح، وتدار من قبل القطاع الخاص، تخضع لرقابة وإشراف هيئة الأوراق المالية، بموجب أحكام قانون الأوراق المالية، رقم 23 لسنة 1997، وتولت مهامه رسميا اعتبارا من تاريخ 11ماي 1999، وتعتبر الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل كسوق نظامي لتداول الأوراق المالية في المملكة الأردنية إلى أن صدر قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 والذي يسمح بإنشاء أكثر من سوق للتداول.

ومن مهامها مايلي:

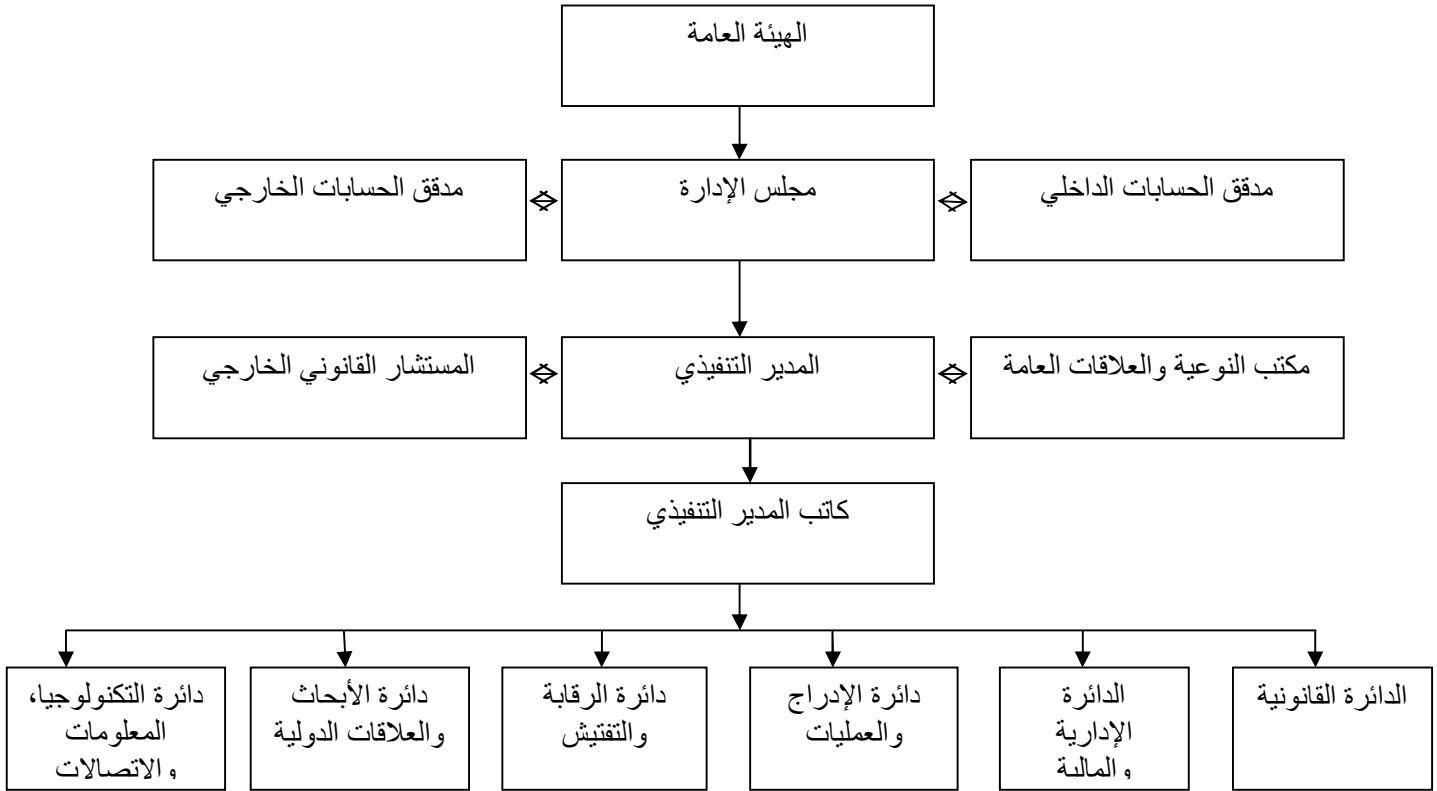
- توفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة.
- ترسيخ أسس التداول وتوفير القاعات ووسائل الربط والاتصال اللازمة للتداول والأنظمة الإلكترونية.
- مراقبة عمليات التداول في السوق والتنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات بما يضمن حماية المستثمرين وعدم التلاعب في التداول.
- إعداد التقارير ونشر المعلومات عن نشاط البورصة.

- وضع وتطبيق إجراءات وأساليب العمل الكفيلة بضمان تداول كفاء وشفاف
وتتألف عضوية البورصة من الوسطاء الماليين، ويديرها مجلس إدارة جمعية من القطاع الأهلي يتكون من سبعة أشخاص:

- عضوان يمثلان البنوك المرخصة كوسطاء، والوسطاء المملوكين من قبل البنوك أو التابعين لها
- عضوان يمثلان الوسطاء من غير المذكورين أعلاه
- ثلاثة أعضاء من القطاع الأهلي من ذوي الخبرة في المجالات القانونية والمالية والاقتصادية، يعينهم مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية.

الشكل الآتي يوضح الهيكل التنظيمي لبورصة عمان:

شكل 17: الهيكل التنظيمي لبورصة عمان



المصدر: الموقع الرسمي لبورصة عمان 01-04-2016 de consultation 01-04-2016 . www.ase.com.jodate

من خلال الهيكل التنظيمي للبورصة فإن الدوائر التنظيمية تتولى المهام الآتية:

- الدائرة القانونية.
- الدائرة الإدارية والمالية.
- دائرة الإدراج والعمليات.

- دائرة التفتيش والرقابة.

- دائرة الأبحاث والعلاقات.

- دائرة التكنولوجيا، المعلومات والاتصالات.

3-2 - أقسام بورصة عمان

كما يتم التداول بأسهم الشركات في بورصة عمان من خلال سوقين هما:¹

3-2-1 - السوق الأولى - سوق الإصدار - The primary Market

يعرف السوق الأولى في المملكة الأردنية بسوق الإصدار الذي يتم من خلاله بيع الأوراق المالية المصدرة لأول مرة من أجل تكوين رأس مال الشركات، حيث يتم الاكتتاب في هذه الأوراق المالية المصدرة من خلال الجهاز المصرفي.

وتلتزم الشركات المساهمة التي ترغب في زيادة رأسمالها عن طريق طرح أوراق مالية للاكتتاب العام بموجب قانون الشركات الذي نص على ضرورة التقيد بمتطلبات سوق عمان المالي فيما يتعلق بطبيعة المعلومات الواجب نشرها عند طرح الأوراق المالية، سواء أكانت هذه الشركات حديثة التأسيس أو قائمة في إعداد نشرات إصدار تحتوي على المعلومات الهامة التي تساعد على الاستثمار في هذه الأوراق، وذلك من خلال تقديمها لقسم إصدارات الأوراق المالية في إدارة البورصة لأجل البث بإصدار هذه الأوراق المراد طرحها من الشركات.

3-2-2 - السوق الثانوية

تعرف السوق الثانوية في المملكة الأردنية بأنها السوق التي يجري فيها التعامل بالأوراق المالية بيعة وشراء في إطار القوانين والأنظمة والتعليمات المعمول بها، بعد إصدارها في السوق الأولية، وتنقسم هذه السوق إلى أربع أسواق فرعية:

- السوق الموازية وهي سوق تمهيدية للشركات المساهمة العامة التي تسعى للإدراج على لوائح السوق النظامية، وتم استحداث هذه السوق في الأردن عام 1982م لغرض تغطية الفائض من الطلب من خلال عرض الأسهم.

- السوق النظامية وهي جزء من السوق الثانوية التي يتم فيها تنظيم التداول في بورصة عمان بالأسهم الخاصة بالشركات التي تحكمها شروط إدراج خاصة، وتحددها لجنة إدارة السوق، حيث تنص هذه الشروط على ألا يقل صافي حقوق المساهمين عن 50% من رأس مال المدفوع. كما أن معظم الشركات المدرجة على لوائح بورصة عمان يتم تداول أسهمها في هذه السوق.

¹ - الموقع الرسمي لبورصة عمان www.ase.com.jo 01-04-2016 date de consultation

- سوق السندات وهي سوق تداول السندات بيعا وشراء، وتشمل هذه السندات المتداولة في هذه السوق سندات التنمية الحكومية وإسناد القرض، إضافة إلى سندات أدونات الخزينة، والتي يتراوح تاريخ استحقاقها من ثلاثة أشهر إلى عشر سنوات، وتعاني سوق السندات في الأردن من ضعف شديد الذي يمكن ملاحظته من خلال تدني معدلات التداول فيه نتيجة ثبات أسعار الفائدة على السندات في الأردن.
- التحويلات خارج القاعدة Troussection off the Trading Floor وتسمى أحيانا بالسوق الثالثة أو سوق ما بين الوسطاء، وتتكون هذه التحويلات من التحويلات العائلية والإرثية، وتحويلات خارج المملكة وتحويلات الشركات غير المدرجة، وتتم معاملات هذه التحويلات من خلال الدائرة القانونية في البورصة.

المطلب الثالث: الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية الأردنية ونظام التداول

سيتم التعرّيج على الأوراق المالية المتداولة ونظام التداول في سوق الأوراق المالية الأردنية وفق مايلي:

1- الأوراق المالية المتداولة

يتم التداول في بورصة عمان بالأوراق المالية الآتية:¹

- أسهم الشركات المساهمة العامة.
 - الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار
 - سندات التنمية الحكومية.
 - أدونات وسندات الخزينة.
 - سندات القرض الصادر عن المؤسسات العامة والخاصة.
- ويتم تداول الأسهم في بورصة عمان على أساس الورقة المالية الواحدة ومضاعفتها ما لم يقرر مجلس الإدارة غير ذلك حسب مقتضى الحال، حيث يتم تسعير الأوراق المالية بالدينار الأردني أو بأي عملة أخرى، كما تصدر شهادات الأسهم بفئات مختلفة تسعر بالدينار الأردني، كما يجوز لمجلس الإدارة إدراج الأوراق المالية المصدرة بالعملات الأجنبية وتسعير هذه الأوراق بالعملات الأجنبية.

كما أنه بموجب قانون رقم 76 لسنة 2002 فإن تعريف الأوراق المالية يشمل:

- أسهم الشركات القابلة للتحويل والتداول.
- إسناد القرض الصادرة عن الشركات أو الحكومة أو المؤسسات الرسمية العامة أو المؤسسات العامة أو البلديات.

¹ - الموقع الرسمي لبورصة عمان www.ase.com.jo 01-04-2016 date de consultation.

- إيصالات إيداع الأوراق المالية الصادرة عن شركات الخدمات المالية.
- الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار.
- إسناد خيار المساهمة.
- العقود آنية التسوية والعقود آجلة التسوية.
- عقود خيار الشراء وعقود خيار البيع.
- أي أوراق مالية أخرى محلية أو أجنبية متعارف على أنها أوراق مالية ويتم اعتبارها كذلك من قبل مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية.

2- نظام التداول في بورصة عمان

يتم تناول نظام التداول من خلال الآتي:

2-1- التسعير

يتم التداول في بورصة عمان وفق التسعيرات الآتية:¹

2-1-1- مجموعة التسعير الثابت

تقسم جلسة التداول لمجموعة التسعير الثابت إلى ستة مراحل هي:

- مرحلة الاستعلام
- مرحلة ما قبل الافتتاح.
- مرحلة الافتتاح.
- مرحلة التداول على سعر الإغلاق.
- مرحلة الصفقات.
- مرحلة نهاية السوق.

2-1-2- مجموعة التسعير الثابت المتعدد

تقسم جلسة التداول لمجموعة التسعير الثابت المتعدد إلى المراحل أدناه:

- مرحلة الاستعلام.
- مرحلة ما قبل الافتتاح الأولى.
- مرحلة ما قبل الافتتاح الثانية.
- مرحلة الافتتاح الثانية.

¹ - الموقع الرسمي لبورصة عمان www.ase.com.jo 01-04-2016 date de consultation

- مرحلة ما قبل الافتتاح الثانية.

- مرحلة الافتتاح الثالثة.

- مرحلة التداول على سعر الإغلاق.

- مرحلة الصفقات.

- مرحلة نهاية السوق.

2-1-3- مجموعة التسعير المستمر

تنقسم جلسة التسعير المستمر إلى المراحل التالية:

- مرحلة الاستعلام.

- مرحلة ما قبل الافتتاح.

- مرحلة الافتتاح.

- مرحلة التداول المستمر.

- مرحلة الصفقات.

- مرحلة نهاية السوق.

2-2- الأوامر

يمكن تقسيم الأمر في سوق عمان للأوراق المالية كالاتي:¹

2-2-1- الأوامر حسب السعر

تنقسم هذه الأوامر بدورها إلى مايلي:

- أمر بالسعر المحدد ويشمل هذا الأمر على سعر يقبل به المشتري في حالة الشراء وأقل سعر يقبل به البائع في حالة البيع. وتنفذ هذه الأوامر في مرحلة التداول المستمر كلياً أو جزئياً حسب الأوامر الموجودة على الطرف المقابل في حالة عدم التنفيذ يتم ظهور الأوامر على سجل الأوامر حسب أولوية السعر، بحيث يتم ترتيبها تنازلياً في حالة الشراء وتصاعدياً في حالة البيع.

- أمر بسعر السوق المحددة: ويتم اتخاذه في مرحلة التداول المستمر فقط ويتم تنفيذه جزئياً أو كلياً على أفضل الأسعار الموجودة على الطرف المقابل لحظة إدخاله، وإحالة التنفيذ الجزئي فإن الكمية المتبقية تظهر على سجل الأوامر بالسعر الذي يتم التنفيذ عليه.

¹ - الموقع الرسمي لبورصة عمان www.ase.com.jo 01-04-2016 date de consultation

- الأمر بإيقاف الخسارة بسعر محدد في مرحلة ما قبل الافتتاح ومرحلة التداول المستمر: ويتضمن هذا الأمر النوع من الأوامر سعرين اثنين، الأول هو السعر المشترط لتفعيل الأمر والثاني هو السعر المحدد في الأمر والذي يظهره في سجل الأوامر.

ويشترط في إدخال أمر إيقاف الخسارة بسعر محدد في مرحلة ما قبل الافتتاح:

- أمر شراء: يجب أن يكون السعر المشترط أكبر من سعر الإغلاق السابق

- أمر بيع: يجب أن يكون السعر المشترط أقل من سعر الإغلاق السابق للورقة المالية.

كما يشترط أيضا عند إدخال أمر إيقاف الخسارة بسعر محدد في مرحلة التداول المستمر ما يلي:

- أمر شراء: يجب أن يكون السعر المشترك أكبر من آخر سعر تداول الورقة المالية أو من سعر إغلاقها السابق في حالة عدم تداولها خلال جلسة التداول.

- أمر بيع: يجب أن يكون السعر المشترط أقل من آخر سعر تداول للورقة المالية أو من سعر إغلاقها السابق في حالة عدم تداولها خلال جلسة التداول.

2-2-2- الأوامر حسب مدة سريانها

تنقسم الأوامر من حيث مدة سريانها على نظام التداول على النحو التالي:

- أمر صالح ليوم واحد Day.

- أمر صالح حتى تاريخ محدد على أن لا يتجاوز الفترة المحددة.

- أمر صالح لفترة يحددها مجلس الإدارة على أن لا يتجاوز 365 يوم.

- GTC أمر صالح حتى يوم واحد أو حتى يتم إلغاؤه، وذلك وفقا لما يحدده مجلس الإدارة.

2-3- نظام التداول الإلكتروني في بورصة عمان¹

تبرز أهمية التكنولوجيا في تطبيقاتها المالية والمصرفية، بعد أن أدت إلى تغيرات جذرية في التنظيم المالي والمصرفي والتسويق ومصادر التمويل وأوجه استخدام الأموال والمنتجات المقدمة، حيث شهد العالم خلال السنوات الأخيرة تطورات كبيرة في مجال تكنولوجيا المعلومات وشبكة المعلومات -الانترنت-، والتي أسهمت في إحداث تغيرات إيجابية في أسواق المال الدولية، وإدراكا لأهمية إدخال التطور التكنولوجي لبورصة عمان من أجل مواكبة التطورات الدولية ومواكبة المرحلة القادمة، باشرت بورصة عمان اعتبارا من عام 2000 العمل بنظام التداول الإلكتروني عن بعد Remot Trading، وتطبيق نظام التداول الإلكتروني الفرنسي NSC-UNIX،

¹ - إياد خالد شلال المجالي، المصدر سبق ذكره، ص ص: 72.

وربط شركات الوساطة المتواجدة داخل مدينة عمان، مع نظام التداول الإلكتروني بواسطة خطوط مؤجرة Lersed Links وبواسطة خطوط الألياف الضوئية.

كما قامت بورصة عمان بتنفيذ مشروع الربط اللاسلكي Wireless Communication Backup ما بين الموقع الرئيسي للبورصة والموقع الاحتياطي في مجمع بنك الإسكان وذلك لضمان استمرار الاتصال في حالة انقطاع خط الألياف الضوئية، الأمر الذي أسهم في رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وتوفير الشفافية والأمان للمتعاملين والمستثمرين في البورصة، وذلك من خلال إدخال أوامر البيع والشراء كافة عن طريق جهاز الكمبيوتر، ومن ثم مقابلة العرض والطلب للأوراق المالية وتحديد السعر وتنفيذه إلكترونياً، كما أعطى نظام التداول الإلكتروني مرونة كبيرة ومعلومات فورية مختلفة، تلبي حاجات المستثمرين على المستوى المحلي والدولي والتي سهلت عليهم معرفة العمليات المنفذة وغير المنفذة وإجراء تحليل لأوضاع الشركات المتداولة، الأمر الذي سهل عمليات تنفيذ الصفقات بعدالة وسرعة وسهولة.

ومن أجل نقل المعلومات التي تحدث داخل البورصة بشكل مباشر، قامت بورصة عمان بتطبيق أعلى درجات التكنولوجيا الحديثة في نشر المعلومات والنسب والمؤشرات المالية الخاصة بعمل البورصة، وتطبيق أيضاً المعايير الدولية.

المطلب الرابع : الأرقام القياسية لسوق الأوراق المالية الأردنية

تعتبر الأرقام القياسية من أهم المؤشرات في الأسواق المالية التي تدل على مستويات أسعار الأسهم وتحديد الاتجاه العام للأسعار، وتستخدم لقياس التغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم خلال فترة معينة مقارنة بفترة أخرى.

1- الأرقام القياسية لأسعار الأسهم في بورصة عمان¹

بدا سوق عمان المالي منذ عام 1980 باستخدام الأرقام القياسية وذلك باحتساب رقم قياسي غير مرجح لأسعار الأسهم وتم اختيار عينة مكونة من 38 شركة من كافة القطاعات، حيث تم تحديد أسعار افتتاح تداول الأول من جانفي 1980 كفترة أساس بحيث تكون قيمة الرقم القياسي 100 نقطة، وقد تم تغيير قيمة الأساس إلى 1000 نقطة اعتباراً من بداية سنة 2004. وبعد دراسات إحصائية مكثفة بدأ سوق عمان المالي منذ مطلع عام 1992 باحتساب رقم قياسي جديد مرجح بالقيمة السوقية وتم تحديد 31 ديسمبر 1991 كفترة أساس بقيمة 100 نقطة، ليتم تغييره إلى 1000 اعتباراً من بداية عام 2004. ويقوم هذا الرقم على أساس

¹ - الموقع الرسمي لبورصة عمان www.ase.com.jo 01-04-2016 date de consultation

اختيار عينة مكونة من خمسين شركة ممثلة للسوق تم زيادتها إلى ستين شركة في عام 1994 وإلى سبعين شركة في عام 2001 وإلى 100 شركة في سنة 2007، ولاختيار هذه العينة فقد تم اعتماد خمسة معايير تعكس حجم الشركات ومدى سيولتها والتمثيل القطاعي.

وتمثل هذه المعايير:

- القيمة السوقية للشركة.

- عدد أيام التداول.

- معدل دوران السهم.

- حجم التداول.

- عدد الأسهم المتداولة.

ونتيجة للتطورات العالمية في مجالات احتساب الأرقام القياسية وبهدف زيادة قدرة هذه الأرقام على عكس أداء السوق، قامت البورصة بتطوير رقم قياسي جديد مبني على الأسهم الحرة المتاحة للتداول بحيث يعطي تمثيل أفضل لتحركات أسعار الأسهم في السوق، ويخفف حدة تأثير الشركات ذات القيمة السوقية العالية. وتم احتساب هذا الرقم من خلال الترجيح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول. وهذا الأسلوب معتمد من قبل عدد كبير من المؤسسات الدولية التي تقوم باحتساب أرقام قياسية لمعظم دول العالم مثل مؤسسة ستاندراند اند بورز وشركتي داوجونز وستوكس.

ويشتمل نطاق الرقم القياسي على جميع الشركات المحلية والمدرجة في بورصة عمان فيما يتم استثناء الشركات التي تمثل بمجموعها اقل من 1% من القيمة السوقية الإجمالية للبورصة والشركات التي لا تزيد نسبة أيام تداولها على 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 الرقم بالقيمة السوقية للأسهم الحرة فيما تحدد أوزان الأسهم الفردية بنسبة 10% كحد أقصى بهدف منع هيمنة الأسهم الفردية على الرقم. كما تم اختيار الرقم 1000 نقطة كقيمة أساس للرقم القياسي كما في نهاية العام 1999 ويتميز هذا الرقم بأنه يعكس بشكل أفضل تحركات أسعار الأسهم في السوق، وكذلك فإنه يخفف من تأثير الشركات ذات القيمة السوقية الكبيرة. إضافة لذلك، فإنه يعطي فرصة أكبر للشركات الصغيرة والمتوسطة للتأثير على تحركاته.

ولتمكين الرقم القياسي من عكس الصورة الحقيقية لتغيرات أسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصة، يتم مراجعة العينة بشكل دوري كل ثلاثة أشهر من خلال دراسة نشاط الشركات المدرجة في البورصة بحيث تضاف الشركات النشيطة إلى العينة ويتم سحب الشركات غير النشيطة، ويمكن إجراء بعض التعديلات الطارئة وذلك في حالة إيقاف شركات عن التداول لفترة طويلة أو شطب إدراج هذه الشركات. يتم إجراء التعديلات

اللازمة على الأرقام القياسية وذلك لاستبعاد إثر أي تغيرات ناجمة عن عوامل غير التغير في حركة أسعار الأسهم وذلك لكي تعكس الأرقام القياسية للتغيرات في أسعار الأسهم فقط.

2- طريقة الحساب

يتم حساب الأرقام القياسية في بورصة عمان بناءً على آخر أسعار إغلاق متوفرة للشركات التي توجد ضمن العينة ويتم نشر هذه الأرقام بشكل يومي. ويمكن التمييز بين الأرقام الآتية:¹

2-1- الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية

من مميزات هذا الرقم القياسي اعتماده أسلوب الترجيح بالقيمة السوقية لشركات العينة، حيث تُعطي كل شركة وزناً بقدر ما تشكل قيمتها السوقية من القيمة السوقية للعينة ككل. وتم تحديد 31 كانون الأول 1991 كفترة أساس. وقد شكلت القيمة السوقية لشركات العينة ما نسبته 90% من القيمة السوقية ككل. وكما هي الحال في الرقم القياسي غير المرجح يتم احتساب أرقام قياسية قطاعية مرجحة. واحتساب الرقم القياسي العام المرجح بالقيمة السوقية والأرقام القياسية القطاعية تستخدم الصيغة العامة الموالية:

$$\text{Index}_t = \frac{\sum_{i=1}^n (P_{it} \times M_{it})}{CB_0} \times 1000$$

حيث:

Index_t : قيمة الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية في الزمن t.

P_{it} : سعر إغلاق سهم الشركة i في الزمن t.

M_{it} : عدد الأسهم المدرجة للشركة i في الزمن t.

CB_{it} : قيمة الرقم القياسي في سنة الأساس 1991.

2-2- الرقم القياسي العام المرجح بالأسهم الحرة

من مميزات هذا الرقم القياسي هو إعطاء تمثيل أفضل لتحركات أسعار الأسهم في السوق، بحيث لا يتحيز بشكل كبير للشركات ذات القيمة السوقية العالية، وبذلك يوفر التنوع في مكونات عينة الرقم القياسي من خلال إعطاء فرصة أكبر للشركات الصغيرة والمتوسطة للتأثير على تحركاته. كما تم اختيار الرقم 1000 نقطة كقيمة أساس للرقم القياسي في نهاية سنة 1999 ويستند احتساب هذا الرقم على الترجيح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول في الشركات وليس بعدد الأسهم الكلي المدرج لكل شركة.

¹ - الموقع الرسمي لبورصة عمان www.ase.com.jo 01-04-2016 date de consultation

يتم استخدام الصيغة الآتية الحساب هذا رقم:

$$Index_t = \frac{\sum_{i=1}^n (P_{it} \times M_{it} \times F_{it})}{D_t}$$

حيث:

$Index_t$: قيمة الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالأسهم الحرة في الزمن t .

P_{it} : سعر إغلاق سهم الشركة i في الزمن t .

M_{it} : عدد الأسهم المدرجة للشركة i في الزمن t .

F_{it} : معامل الشركة t في الزمن t وهو أكبر من 0 وأقل من 1 ويحسب وفق نسبة الأسهم الحرة.

D_{it} : مقام الرقم القياسي.

2-3- الرقم القياسي لأسعار الأسهم غير المرجح

يعطي الرقم القياسي غير المرجح أوزاناً متساوية لكافة شركات العينة بغض النظر عن قيمتها السوقية أو سعر سهمها، وتعطى الأهمية في هذا الرقم للتغير النسبي في أسعار الأسهم. ويمكن القول بأن هذا الرقم يستخدم في تقييم المحافظ الاستثمارية التي توزع استثماراتها من حيث القيمة بالتساوي بين كافة الشركات. وقد بدأ منذ عام 1980 باحتساب هذا الرقم بناءً على عينة مكونة من 38 شركة للرقم القياسي العام، وكذلك احتساب أرقام قياسية لكافة القطاعات وهي قطاع البنوك والشركات المالية، التأمين، الخدمات والصناعة بشكل يومي، وحُدِدت أسعار افتتاح الأول من كانون الثاني 1980 كفترة أساس وأعطى الرقم القياسي قيمة أساسية 100 نقطة، تم تغييرها اعتباراً من بداية عام 2004 إلى 1000 نقطة. وفي عام 1992 تم إجراء تعديلات على هذا الرقم بحيث أصبح أكثر مرونة من حيث إمكانية إجراء التعديلات عليه لاستبعاد أثر التغيرات الناجمة عن العوامل الأخرى غير التغير في حركة أسعار الأسهم وكذلك تم تغيير فترة الأساس لتصبح 31 ديسمبر 1991. ويتم احتساب الرقم القياسي العام غير المرجح والأرقام القياسية القطاعية باعتماد أسلوب المعدلات الهندسية حسب الصيغة أدناه:

$$Index_t = e^{(\ln 10 \times S_{it}) \times 1000}$$

$$S_{it} = \frac{\sum_{i=1}^n \log(P_{it} / P_{i0})}{n}$$

حيث:

$Index_t$: قيمة الرقم القياسي لأسعار الأسهم غير المرجح في الزمن t .

P_{it} : سعر إغلاق سهم الشركة i في الزمن t .

P_{it} : سعر إغلاق سهم الشركة i في الزمن 0 .

n : حجم العينة.

ومن خصائص المعادلة المستخدمة في احتساب هذا الرقم أنها تأخذ اللوغاريتم للأساس 10 لنسب أسعار المقارنة إلى أسعار الأساس لشركات عينة الرقم القياسي، إضافة إلى قدرتها على تهذيب القيم الشاذة في نسب تغير الأسعار التي يتأثر بها الوسط الحسابي المستخدم في هذه الصيغة، ومن ثم جمع لوغاريتمات نسب الأسعار والقسمة على عدد شركات العينة واستخراج معكوس اللوغاريتم للأساس 10، وضرب الناتج في 1000 في حالة قيام شركة من شركات عينة الرقم القياسي بتوزيع أسهم مجانية أو بتجزئة القيمة الاسمية للسهم.

المبحث الثاني: تحليل نشاط بورصة عمان للأوراق المالية

بعد التوسع في إنشاء شركات المساهمة العامة ودخولها حلقة التداول في سوق الأوراق المالية الأردنية، عرفت هذه الأخيرة تطوراً كبيراً في نشاطها وذلك من خلال توفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المدرجة فيها، كما أنها اعتمدت سياسة الانفتاح في الإدارة وحرصت على مواكبة أسواق رأس المال العربية والعالمية بموجب اتفاقيتها مع بورصات عالمية كبيرة مثل بورصة باريس، كما اعتمدت نظام التداول الإلكتروني الذي كان له أثر كبير على تطور أدائها. فسوق الأوراق المالية الأردنية كغيرها من الأسواق المالية العالمية عرفت خلال فترة الدراسة الممتدة من 2006 إلى 2015 تغيراً في أدائها، سيتم دراسته من خلال تحليل حجم التداول وعدد الأسهم المتداولة فيها، وكذلك تطور القيمة السوقية الكلية والقطاعية وتطور الرقم القياسي فيها، وذلك من خلال المطلبين المواليين:

- تطور حجم وعدد الأسهم الكلي والقطاعي المتداولة في بورصة عمان؛
- تطور القيمة السوقية والرقم القياسي للأسعار في بورصة عمان.

المطلب الأول: تطور حجم وعدد الأسهم الكلي والقطاعي المتداول في بورصة عمان

سيتم تناول تطور حجم التداول الإجمالي وحسب مساهمة القطاعات في بورصة عمان للأوراق المالية

كالآتي:

1- تطور حجم التداول

يعتبر حجم التداول مؤشر من مؤشرات قياس أداء السوق، فهو يعبر عن قوة واحتمال صعودها أو هبوطها بالمستقبل. فإذا كان مرتفعاً فإن ذلك يعني تفاؤل المستثمرين، أما إذا كان حجم التداول منخفضاً فإنه يؤدي إلى قلق المستثمرين الذين يندفعون لتصفية استثماراتهم. ولإحاطة بتطوره في بورصة عمان للأوراق المالية خلال فترة الدراسة سيتم تناول الآتي:

1-1- تطور حجم التداول الكلي والقطاعي في بورصة عمان خلال الفترة 2006-2015

سيتم تلخيص تطور حجم التداول الكلي والقطاعي في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة

2006-2015 في الجدول الموالي:

جدول 5: تطور حجم التداول خلال الفترة 2006-2015

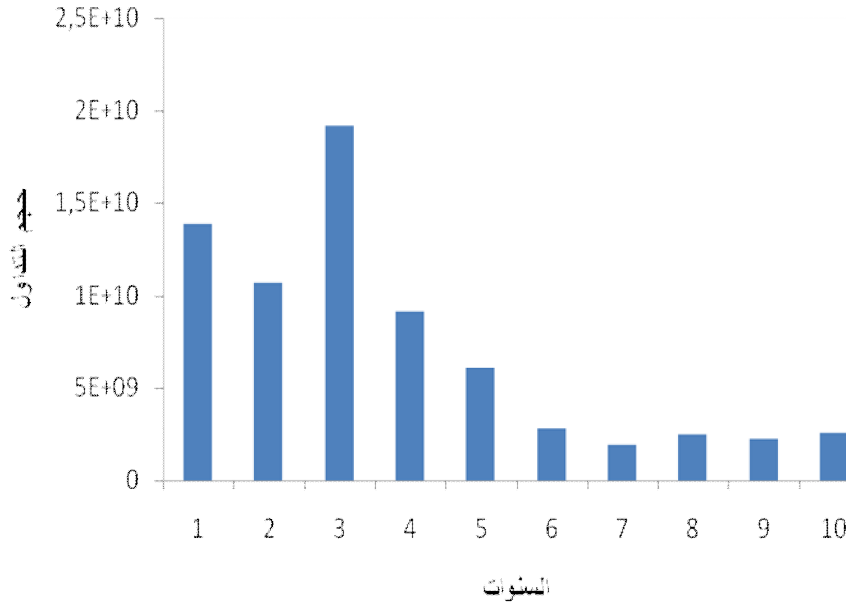
الوحدة: دينار أردني

التغير %	القطاع صناعة	التغير %	القطاع خدمات	التغير %	القطاع مالي	التغير %	حجم التداول الكلي	
	1552121923		961618425		11339470293		13853210641	2006
-0.02	1521916487	0.70	1634396395	-0.33	7579713176	-0.23	10736026059	2007
2.23	4911615469	2.23	5277905023	0.19	9036006629	0.79	19225527122	2008
-0.74	1255029372	-0.65	1838844149	-0.33	6040304740	-0.52	9134178262	2009
-0.41	736782382	-0.17	1534832064	-0.37	3817007269	-0.33	6088621715	2010
-0.32	500834368	-0.63	566446986	-0.56	1695428583	-0.55	2762709936	2011
-0.24	382867870	-0.29	402220684	-0.32	1146820168	-0.30	1931908722	2012
0.01	387006252	0.01	404376698	0.42	1634155068	0.26	2425538018	2013
-0.03	376803820	-0.09	366980076	-0.12	1441716350	-0.10	2185500246	2014
-0.10	339745306	0.29	471631904	0.18	1700471554	0.15	2511848764	2015
	11964723249		13459252404		45431093830		70855069485	المجموع
0.15-		0.07-		0.13		0.17-		المتوسط

المصدر: التقارير السنوية لبورصة عمان من 2006 إلى 2015 أنظر الموقع الرسمي لبورصة عمان www.ase.com.jo

.date de consultation 01-04-2016

شكل 18: تطور حجم التداول الكلي خلال الفترة 2006-2015



المصدر: تم إعداده من معطيات الجدول 5.

من خلال الجدول 5 والشكل 18 يتضح أن حجم التداول عرف انخفاض خلال الفترة 2006 - 2015 بمتوسط 17%، نتيجة انخفاض معدلات النمو الاقتصادي خلال الفترة بسبب الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصاد الأردني، وكذلك عدم الاستقرار السياسي في المنطقة وخاصة أزمة دول الجوار. ففي سنة 2006 انخفض حجم التداول في السوقين الأول والثاني بنسبة مقدارها 15.7% مقارنة مع عام 2005، نتيجة انخفاض معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة في 2006 إلى 6%، مقارنة مما كان عليه سنة 2005 حيث بلغ 7.2%. كذلك يلاحظ أيضا هذه السنة رفع البنك المركزي الأردني لأسعار الفائدة على سعر إعادة الخصم إلى 7.5% بعد ما كان 6.5% نهاية سنة 2005، وهو ما يعتبر حافز لهجرة الأموال من سوق الأسهم إلى سوق السندات. أما في سنة 2007 انخفض حجم التداول بنسبة 23% مقارنة بسنة 2006، وذلك بالرغم من ارتفاع معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي إلى 6.6%، وخفض البنك المركزي لأسعار الفائدة على سعر إعادة الخصم إلى 7%، بالإضافة إلى ارتفاع عدد الشركات المدرجة في البورصة إلى 245 شركة مقابل 227 شركة مدرجة نهاية 2006، وارتفاع رؤوس أموال الشركات المدرجة إلى 4.6 مليار دينار مقارنة بـ 4.5 مليار دينار نهاية سنة 2006. والسبب في ذلك يمكن إرجاعه لتوقع المحليين نمو النفقات بشكل أكبر من نمو الإيرادات العامة، مما يؤدي إلى زيادة العجز في الموازنة والتأثير على ثقة المستثمرين في السوق.

أما خلال سنة 2008 فقد لوحظ ارتفاع حجم التداول بنسبة 79% ليلعب حوالي 19 مليار دينار، إذ تم تداول أسهم 232 شركة، وارتفعت أسعار 55 شركة منها. وعرفت هذه السنة ارتفاعا في عدد الشركات المدرجة في البورصة إلى 262 شركة مقابل 245 شركة سنة 2007، وارتفعت رؤوس أموال الشركات المدرجة في البورصة إلى 6.4 مليار دينار، نتيجة زيادة عدد الشركات المدرجة وقيام عدد كبير من الشركات القائمة بزيادة رؤوس أموالها. ويلاحظ أيضا هذه السنة خفض البنك المركزي لأسعار الفائدة على سعر إعادة الخصم إلى 6.25% وهو ما يعتبر حافز لزيادة الاستثمار في سوق الأسهم. وخلال سنة 2009 انخفض حجم التداول بحوالي 52%، من 19 مليار دينار سنة 2008 إلى 9 مليار دينار سنة 2009، والسبب في ذلك يعود إلى انخفاض أسعار 153 شركة من مجموع 237 شركة تم تداول أسهمها هذه السنة، وانخفض معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة إلى 2.3%، بسبب تأثير تداعيات الأزمة المالية العالمية التي بدأت في نهاية سنة 2008 على الإيرادات العامة في الأردن خاصة منها المساعدات الخارجية. وقد خفض البنك المركزي الأردني هذه السنة أسعار الفائدة على سعر الخصم إلى 4.75%، لكن ثقل الأزمة كان أكبر من وقع هذا التخفيض.

وفي سنة 2010 فإن مؤشر حجم التداول انخفض بـ 33% ليلعب 6 مليار دينار، وذلك بالرغم من زيادة ضعيفة في معدل النمو الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة، وانخفاض سعر الفائدة على سعر الخصم إلى 4.25%، وكذا زيادة إجمالي الإيرادات والمساعدات الخارجية بنسبة 3.2% مقارنة بسنة 2009. والسبب في ذلك يعود لاستمرار تراجع ثقة المستثمرين نتيجة استمرار تداعيات الأزمة المالية، بشكل أثر على الطلب في سوق الأسهم، خاصة وأنه يلاحظ زيادة لعدد الأسهم المتداولة هذه السنة. وهي الحالة تحدث في مرحلة من مراحل الكفاءة القوية للسوق في وقت الأزمات، يكون حينها زيادة في التداول والأسعار تتخفف، نتيجة لعدم معرفة حقيقة الورقة المالية إلا بحيازتها، و يشبه السهم هنا بقطعة النقد المزيفة. وعرفت سنة 2011 انخفاض حجم التداول بـ 55% مقارنة بسنة 2010 ليلعب 2.7 مليار دينار، نتيجة انخفاض أسعار أسهم حوالي 169 شركة من أصل 233 شركة. كما عرف عدد الأسهم المتداولة في هذه السنة أيضا انخفاض بـ 40%، نتيجة تراجع معدل النمو الاقتصادي بـ 2.3% بعدما كان 3.1% سنة 2010، بسبب دائما استمرار تداعيات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الأردني، ودخول المنطقة في أزمات سياسية خلقت جوا من عدم الاستقرار الاقتصادي الأردني.

وخلال سنة 2012 فقد عرف مؤشر حجم التداول مرة أخرى انخفاض بنسبة 30% مقارنة بسنة 2011، بالرغم من تحقيق الاقتصاد نمو إيجابي قدر بـ 2.7%. ويمكن إرجاع هذا الانخفاض لرفع البنك المركزي لأسعار الفائدة على سعر إعادة الخصم إلى 5% بعدما كان 4.5%، وهو ما أثر على الطلب على الأسهم. عرفت هذه

السنة انخفاض إجمالي الإيرادات المحلية والمساعدات الخارجية، وكذلك انخفاض حجم التجارة الخارجية بانخفاض الصادرات وزيادة الواردات، وارتفاع عجز الميزان التجاري بنسبة 19.5% مقارنة بسنة 2011، وهو ما يؤثر على حركة رؤوس الأموال في الاقتصاد وتراجع الاستثمار. وفي سنة 2013 ارتفع مؤشر حجم التداول بحوالي 26% مقارنة بسنة 2012، لكن هذا الارتفاع يبقى في حدود منخفضة مقارنة بما كان عليه قبل الأزمة المالية العالمية والأزمات السياسية التي عرفتھا المنطقة. وجاء هذا الارتفاع في وقت سجل فيه معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة ارتفاع قدر بـ 2.8%، وعرف معدل إعادة الخصم انخفاضا إلى نسبة 4.5%، كما عرف أيضا حجم التجارة الخارجية والإيرادات المحلية والمنح ارتفاعا خلال هذه السنة.

أما في سنة 2014 حقق مؤشر حجم التداول انخفاض بحوالي 10% على ما كان عليه سنة 2013 إذ بلغ 2.2 مليار دينار، بالرغم من ارتفاع معدل النمو الاقتصادي بمقدار 3.1% وخفض البنك المركزي لأسعار الفائدة على سعر إعادة الخصم من 4.5% نهاية 2013 إلى 4.25% نهاية سنة 2014، وزيادة إجمالي الإيرادات المحلية والمنح الخارجية وانخفاض العجز المالي وارتفاع حجم التجارة الخارجية الأمر الذي انعكس إيجابيا على حجم التداول لسنة 2015 حيث ارتفع بـ 15%.

1-2- مساهمة القطاعات في حجم التداول في بورصة عمان للأوراق المالية

بعدما تم اعتبار حجم التداول مؤشر قياس قوة السوق، وهو ناجم عن حاصل ضرب عدد أسهم الشركات لمختلف القطاعات في أسعارها السوقية، فإنه سيتم تليخيص توزيع مساهمة مختلف القطاعات في حجم التداول الكلي من خلال الجدول الموالي:

جدول 6: تطور مساهمة القطاعات في حجم التداول خلال الفترة 2006-2015

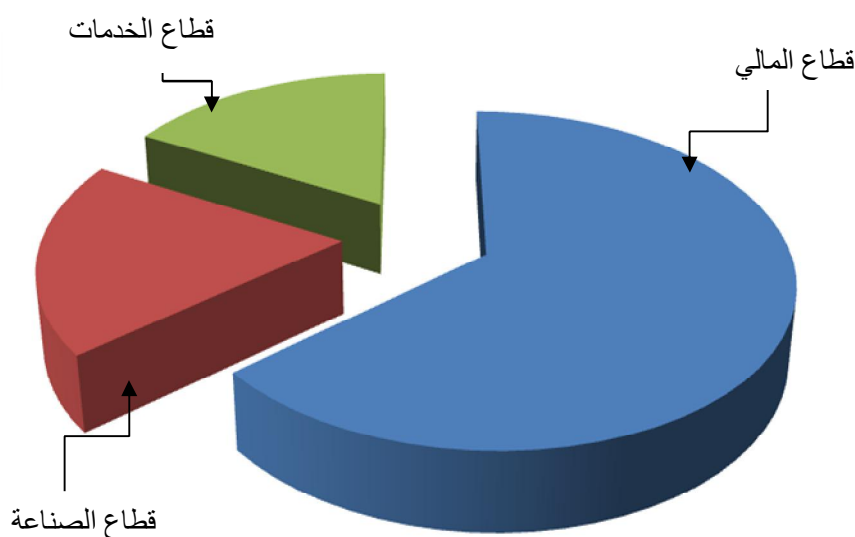
الوحدة: دينار أردني

مساهمة %	قطاع الصناعة	مساهمة %	قطاع الخدمات	مساهمة %	قطاع المالية	حجم التداول الكلي	
11%	1552121923	7%	961618425	82%	11339470293	13853210641	2006
14%	1521916487	15%	1634396395	71%	7579713176	10736026059	2007
26%	4911615469	27%	5277905023	47%	9036006629	19225527122	2008
14%	1255029372	20%	1838844149	66%	6040304740	9134178262	2009
12%	736782382	25%	1534832064	63%	3817007269	6088621715	2010
18%	500834368	21%	566446986	61%	1695428583	2762709936	2011
20%	382867870	21%	402220684	59%	1146820168	1931908722	2012
16%	387006252	17%	404376698	67%	1634155068	2425538018	2013
17%	376803820	17%	366980076	66%	1441716350	2185500246	2014
14%	339745306	19%	471631904	68%	1700471554	2511848764	2015
17%	11964723249	19%	13459252404	64%	45431093830	70855069485	المجموع

المصدر: التقارير السنوية لبورصة عمان من 2006 إلى 2015 أنظر الموقع الرسمي لبورصة عمان www.ase.com.jo
 .date de consultation 01-04-2016

شكل 19: نسبة مساهمة القطاعات في حجم التداول

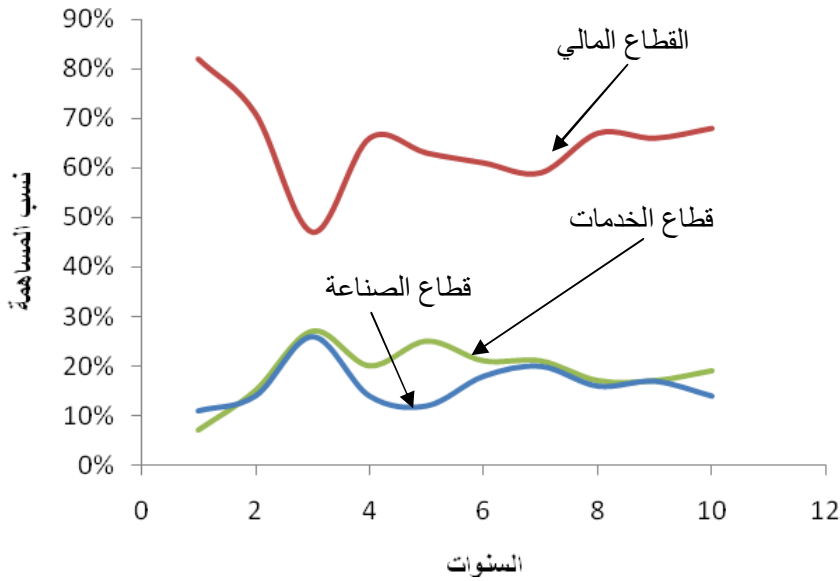
خلال الفترة 2015-2006



المصدر: تم إعداده من معطيات الجدول 6.

الشكل 20: تطور مساهمة القطاعات في حجم التداول

خلال الفترة 2006-2015



المصدر: تم إعداده من معطيات الجدول 6.

يلاحظ خلال الفترة الممتدة ما بين 2006 و 2015 أن القطاع المالي احتل أعلى نسبة مساهمة في حجم التداول، حيث بلغ نصيبه من حجم التداول الكلي 64%، وجاء في المرتبة الثانية قطاع الخدمات بنسبة 19%، فيما احتل قطاع الصناعة المرتبة الأخيرة بنسبة 17% من حجم التداول الكلي في السوق. وقد اختلفت نسبة مساهمة القطاعات في حجم التداول من سنة إلى أخرى كما هو مبين في الجدول رقم 3-2.

ففي سنة 2006 بعدما تم اعتماد التوزيع القطاعي الجديد وتقسيم الشركات المدرجة إلى ثلاث قطاعات رئيسية بدل أربعة، فقد استحوذ القطاع المالي على نسبة 82% تقريبا من حجم التداول، وجاء قطاع الصناعة في المرتبة الثانية بنسبة 11%، ثم قطاع الخدمات بنسبة 7%، وما يلاحظ أيضا في هذه السنة أن القطاعات الفرعية عقارات، خدمات مالية متنوعة وبنوك استحوذت على ما نسبته 30.9%، 29.7% و 20.2% من حجم التداول الإجمالي.

أما في سنة 2007 فقد احتل مرة أخرى القطاع المالي المرتبة الأولى بنسبة 71% من إجمالي حجم التداول ليتراجع بحوالي 11% عن ما كان عليه سنة 2006، أما قطاع الخدمات فقد احتل المرتبة الثانية بنسبة 15% وقطاع الصناعة المرتبة الثالثة بنسبة مساهمة تقدر بـ 14% من حجم التداول الكلي.

وفي سنة 2008 فقد انخفضت مرة أخرى مساهمة القطاع المالي في حجم التداول الكلي حيث بلغت 47% لكنها هي الأعلى من حيث المساهمة، لقاء عدد أسهمها المتداولة هو الأكبر مقارنة بأسهم القطاعات

الأخرى، فيما بلغت مساهمة قطاع الخدمات 27%، ومساهمة قطاع الصناعة 26%، محققين بذلك ارتفاعاً مقارنة بالسنوات السابقة، ونتيجة زيادة عدد الأسهم المتداولة وارتفاع الأسعار خاصة لقطاع الخدمات الذي حقق ارتفاعاً في الأهمية النسبية في الناتج المحلي الإجمالي قدرت بـ 66.5% خلال هذه السنة. أما عن القطاعات الفرعية الأكبر مساهمة يلاحظ أن قطاعات "الصناعات الإستراتيجية والتعدينية، العقارات، الطاقة، البنوك والخدمات المالية المتنوعة استحوذ على ما نسبته 20.3%، 17.5%، 16.5%، 15.9% و 11.6% على التوالي من حجم التداول الإجمالي.

وفي سنة 2009 استمر القطاع المالي في تحقيق أكبر مساهمة قطاعية بنسبة 66%، تلاه قطاع الخدمات وقطاع الصناعة بنسب 20% و 14% على التوالي. لتستحوذ أسهم القطاعات الفرعية عقارات، خدمات مالية متنوعة، بنوك، خدمات تجارية وصناعات إستراتيجية وتعدينية على أكبر مساهمة بنسب 30.4%، 20.8%، 9.8% و 7.1% على التوالي.

وسنة 2010 لم تكن مختلفة على سنة 2009، حيث استحوذ القطاع المالي على أعلى مساهمة بلغت 63% من إجمالي حجم التداول قدرت بـ 6.6 مليار دينار، ليأتي بعدها قطاع الخدمات والصناعة بنسب 25% و 12% على التوالي. أما القطاعات الفرعية الأكثر مساهمة فإن قطاع العقارات استحوذ على 24.9%، ليأتي بعده قطاع الخدمات المالية المتنوعة 23.3% ثم الخدمات التجارية بـ 15.5% فالبنوك بـ 10.7% ثم قطاع النقل بـ 5.1 بالمائة.

وفي سنة 2011 وسنة 2012 استمر القطاع المالي في المساهمة بأكثر حصة في حجم التداول حيث بلغت نسبة 61% و 59% على التوالي خلال السنتين، ليأتي بعد ذلك قطاع الخدمات بنسبة 21% خلال السنتين، ثم قطاع الصناعة بنسبة 18% و 20% خلال السنتين على التوالي. أما عن القطاعات الفرعية الأكبر مساهمة في 2011 يلاحظ أن قطاع العقارات، قطاع الخدمات المالية المتنوعة، البنوك، الصناعات الكهربائية والصناعات الإستراتيجية والتعدينية استحوذ على ما نسبته 26.4%، 16.5%، 16.1%، 7.1% و 6.2% على التوالي من حجم التداول الإجمالي.

وقد احتل في سنة 2013 القطاع المالي المرتبة الأولى بنسبة 67% تلاه قطاع الخدمات ثم قطاع الصناعة بنسب 17% للقطاعين. أما عن حجم التداول للقطاعات الفرعية فقد استحوذت قطاعات العقارات، البنوك، الخدمات المالية المتنوعة، النقل والصناعات الإستراتيجية والتعدينية على ما نسبته 29.8% و 28.6%، 14.5%، 6% و 3.1 بالمائة من حجم التداول الكلي.

وخلال سنتي 2014 و 2015 فقد احتل كذلك القطاع المالي المرتبة الأولى من حيث المساهمة القطاعية حيث بلغ نسبتي 66% و 68% للسنتين على التوالي، ليأتي بعد ذلك قطاع الصناعة وقطاع الخدمات

بنسبتي 17% للقطاعين سنة 2014، ونسبتي 14% و 19% للقطاعين على التوالي خلال سنة 2015. أما عن القطاعات الفرعية فقد استحوذت سنة 2014 قطاعات العقارات، البنوك، الخدمات المالية المتنوعة، النقل، الصناعات الإستراتيجية والتعدينية والصناعات الكيماوية على نسب مساهمة 29.7%، 22.3، 13.9%، 7%، 4% و 3.4% على التوالي من إجمالي حجم التداول في البورصة.

2- تطور عدد الأسهم المتداولة

يعتبر عدد الأسهم المتداولة مؤشرا لتطور حركة ونشاط السوق، ويعكس العمليات التي تتم داخل القطاعات النشطة. ولإحاطة بتطوره في بورصة عمان للأوراق المالية خلال فترة الدراسة سيتم تناول الآتي:

2-1- تطور عدد الأسهم الكلي والقطاعي المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة 2006-2015

يمكن تلخيص تطور عدد الأسهم المتداولة في كل السوق وحسب القطاعات في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2015 في الجدول الموالي:

جدول 7: تطور عدد الأسهم المتداولة خلال الفترة 2006-2015

الوحدة: سهم

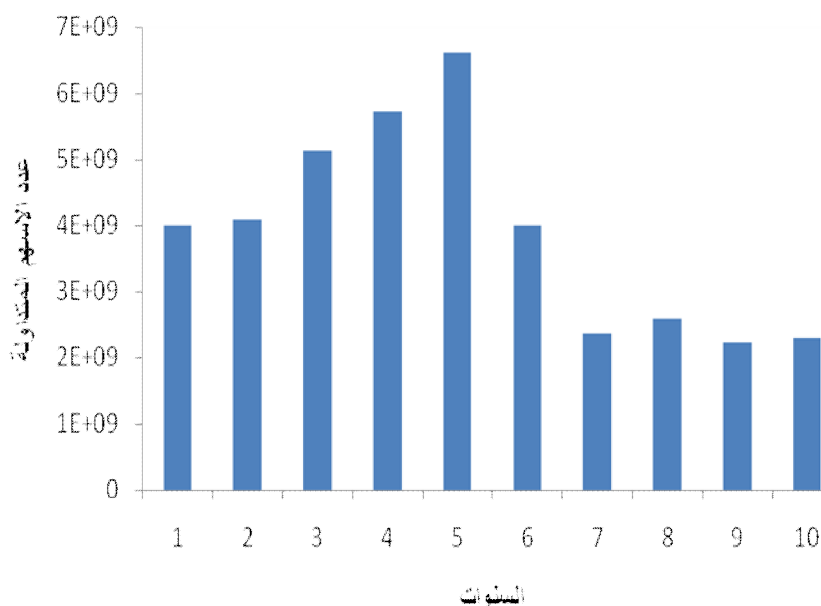
التغير %	قطاع صناعة	%التغير	قطاع خدمات	التغير %	قطاع مالي	التغير %	عدد الاسهم التداول الكلي	
	670572110		384059055	-0.13	2949716156		4004347321	2006
0.26	844439980	0.81	696718949	0.19	2558482460	0.02	4099641389	2007
0.03	869282541	0.76	1226134798	0.31	3046835304	0.25	5142252643	2008
-0.40	524079492	-0.02	1206288034	0.16	3997919620	0.11	5728287146	2009
0.59	831094836	-0.06	1135510253	-0.46	4645931986	0.15	6612537075	2010
-0.09	755531991	-0.36	727297291	-0.40	2515786419	-0.40	3998615701	2011
-0.50	378095315	-0.36	463219985	0.16	1517301513	-0.41	2358616813	2012
-0.01	376058312	-0.04	442843397	-0.19	1753446125	0.09	2572347834	2013
0.03	387322576	-0.06	416863900	0.11	1425381207	-0.13	2229567683	2014
-0.11	343834223	-0.14	360308184		1587117680	0.03	2291260087	2015
	5980311376		7059243846	0.06-	25997918470		3.9037E+10	المجموع
0.07-		0.01-				0.06-		المتوسط

المصدر: التقارير السنوية لبورصة عمان من 2006 إلى 2015 أنظر الموقع الرسمي لبورصة عمان www.ase.com.jo

.date de consultation 01-04-2016

الشكل 21: تطور عدد الأسهم المتداولة

خلال الفترة 2006-2015



المصدر: تم إعداده من معطيات الجدول 7.

يبين الجدول 7 والشكل 21 تطور عدد الأسهم المتداولة خلال الفترة 2006-2015، إذ يلاحظ من خلاله أن عدد الأسهم المتداولة عرف تراجعاً خلال فترة الدراسة بلغ 6% في المتوسط، هو ما يدل على أن بورصة الأردن عرفت تراجعاً في الحركية والنشاط خلال هذه الفترة، لأسباب عدة منها الأحداث التي عرفتتها الساحة الدولية على الصعيد الاقتصادي والسياسي.

في سنة 2007 عرف فيها عدد الأسهم المتداولة ارتفاعاً بمقدار 2% مقارنة بسنة 2006، وهذا الارتفاع كان نتيجة تخفيض البنك المركزي لأسعار الفائدة على سعر إعادة الخصم من 7.5% سنة 2006 إلى 7% سنة 2007، وهو ما حدث أيضاً سنة 2008، 2009، و2010 حيث ارتفع عدد الأسهم المتداولة إلى 5.14 مليار سهم، 5.72 مليار سهم و6.61 مليار سهم على التوالي، نتيجة انخفاض أسعار الفائدة على سعر إعادة الخصم إلى 6.5%، 4.25% و3.2%، هو ما يدل توجه المستثمرين بمخصصاتهم إلى سوق الأسهم، الشيء الذي فعل الطلب وزاد حركية السوق.

وفي سنة 2011 انخفض عدد الأسهم المتداولة بحوالي 40% ليصل 3.99 مليار سهم بعد ما كان 6.61 مليار سهم سنة 2010، سبب إعادة رفع البنك المركزي لأسعار الفائدة على سعر إعادة الخصم، وكذلك استمرار انخفاض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، الذي لمس أدنى مستوى له في 10 سنوات. كما يلاحظ

أيضا أن هذا الانخفاض استمر بنفس الوتيرة في سنة 2012 وتحت تأثير نفس الأسباب. أما سنة 2013 عرفت ارتفاع عدد الأسهم المتداولة بحوالي 9%، بسبب خفض أسعار الفائدة على سعر إعادة الخصم وارتفاع طفيف لمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي يتناسب مع مقدار الارتفاع لعدد الأسهم المتداولة. ليعود بعد هذه السنة عدد الأسهم المتداولة للانخفاض حيث بلغ مستواه 13%، بالرغم من ارتفاع معدل النمو إلى 3.3% وخفض أسعار الفائدة على سعر إعادة الخصم إلى 4.25%. وكذلك رفع وكالة ستاندر داند بورز التصنيف الائتماني للأردن من وجهة النظر المستقبلية من سالب إلى مستقر لعدة أسباب، منها تحسن الأوضاع المالية العامة والأرصدة الخارجية، وإجراءات تنويع مصادر الطاقة التي اتخذت بعد الأحداث الأمنية في شبه جزيرة سيناء. كذلك أيضا تم إصدار قانونين جديدين من أجل زيادة حجم الاستثمار وتشجيع المستثمرين وهما قانون ضريبة الدخل لعام 2014 وقانون تشجيع الاستثمار رقم 30 لعام 2014، فهذه الأحداث والتغيرات يلاحظ أنها انعكست إيجابيا على عدد الأسهم المتداولة سنة 2015.

2-2- تطور مساهمة القطاعات في عدد الأسهم الإجمالي المتداول في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2015

سيتم تلخيص تطور مساهمة القطاعات في عدد الأسهم الإجمالي المتداول في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2015 في الجدول الموالي:

جدول 8: تطور مساهمة القطاعات في عدد الأسهم المتداولة

خلال الفترة 2006-2015

الوحدة: سهم

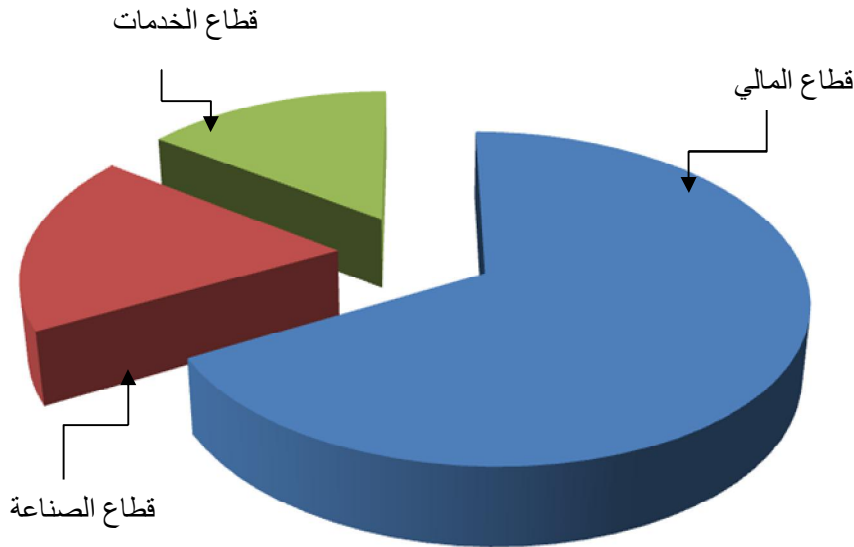
مساهمة %	قطاع الصناعة	مساهمة %	قطاع الخدمات	مساهمة %	القطاع المالي	عدد الاسهم المتداول الكلي	
17%	670572110	10%	384059055	74%	2949716156	4004347321	2006
21%	844439980	17%	696718949	62%	2558482460	4099641389	2007
17%	869282541	24%	1226134798	59%	3046835304	5142252643	2008
9%	524079492	21%	1206288034	70%	3997919620	5728287146	2009
13%	831094836	17%	1135510253	70%	4645931986	6612537075	2010
19%	755531991	18%	727297291	63%	2515786419	3998615701	2011
16%	378095315	20%	463219985	64%	1517301513	2358616813	2012
15%	376058312	17%	442843397	68%	1753446125	2572347834	2013
17%	387322576	19%	416863900	64%	1425381207	2229567683	2014
15%	343834223	16%	360308184	69%	1587117680	2291260087	2015
15%	5980311376	18%	7059243846	67%	25997918470	3.9037E+10	المجموع

المصدر: التقارير السنوية لبورصة عمان من 2006 إلى 2015 أنظر الموقع الرسمي لبورصة عمان www.ase.com.jo

.date de consultation 01-04-2016

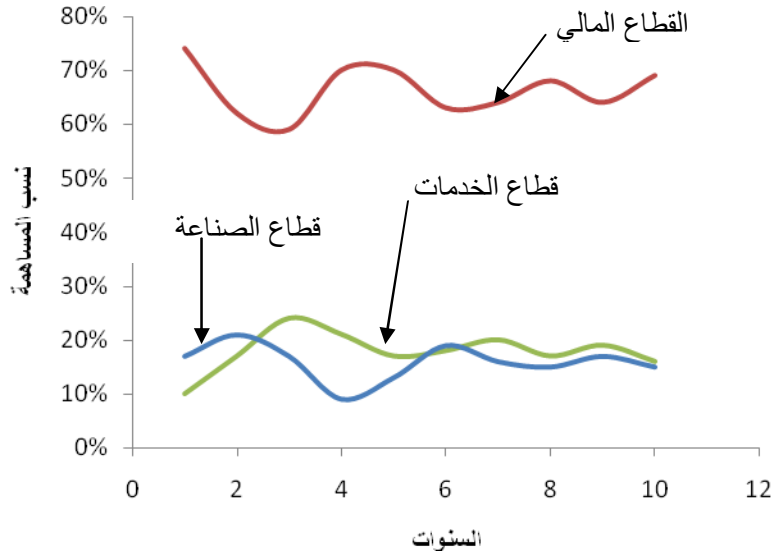
شكل 22: نسبة مساهمة القطاعات في عدد الأسهم المتداول

خلال الفترة 2006-2015



المصدر: تم إعداده من معطيات الجدول 8.

شكل 23: تطور مساهمة القطاعات في عدد الأسهم المتداول خلال الفترة 2006-2015



المصدر: تم إعداده من معطيات الجدول 8.

بالنسبة لتطور مساهمة القطاعات في عدد الأسهم المتداولة ومثل ما هو مبين في الجدول 8 والشكلين 22 و 23 يلاحظ أن، القطاع المالي احتل المرتبة الأولى بمساهمة تقدر بنسبة 67% خلال فترة الدراسة، وهي نسبة عالية مقارنة بمساهمة القطاعات الأخرى. فهذا القطاع وصلت أعلى نسبة مساهمة له سنة 2006 بـ 74% وكان حينها عدد أسهم المتداولة 2.94 مليار سهم من إجمالي عدد الأسهم المتداولة بلغ 4 مليار سهم. لتتخلف بعدها نسبة مساهمته إلى 59% في 2008 بعدد أسهم 3.04 مليار من أصل 5.14 مليار سهم متداول في السوق. أما في سنتي 2009 و 2010 فقد ارتفعت مساهمة هذا القطاع في إجمالي عدد الأسهم المتداولة لـ 70% بعدد أسهم 3.99 مليار و 4.64 مليار سهم. كما يلاحظ خلال سنتي 2011 و 2012 انخفاض مقدار مساهمة هذا القطاع في العدد الكلي للأسهم المتداولة ليبلغ 63% و 64% على التوالي. لتبقى بعد ذلك هذه النسبة تتراوح بين الانخفاض والارتفاع إذ بلغت 68%، و 64% و 69% خلال سنوات 2013، 2014 و 2015 على التوالي.

أما قطاع الخدمات فقد حقق متوسط مساهمة بلغ 18% خلال فترة الدراسة، وكانت أعلى نسبة مساهمة له سنة 2008 إذ بلغت 24% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة، بعد ما كانت 10% سنة 2006. أما خلال السنوات 2009، 2010 و 2011 فقد عرفت مساهمة هذا القطاع انخفاض تدريجي من 1.3 مليار سهم إلى

1.2 مليار سهم ليصل 0.72 مليار سهم و بنسب 21%، و 17% و 15% للسنوات الثلاث على التوالي. وفي 2012 عرف أيضا عدد الأسهم المتداولة لهذا القطاع انخفاض إذ بلغ 0.46 مليار سهم لكن بنسبة مساهمة أكبر بلغت 20%، واستمر ذلك الانخفاض في السنوات الموالية ليصل إلى 0.44 مليار سهم سنة 2014 و 0.36 مليار سهم سنة 2015 و بنسب 17% و 19% على التوالي.

وبالنسبة لقطاع الصناعة يلاحظ أنه حقق أقل نسبة مساهمة في عدد الأسهم المتداولة، حيث بلغ متوسطه 15% خلال الفترة 2006-2015، وكانت أكبر نسبة مساهمة له سنة 2007 بـ 21% وعدد الأسهم 0.84 مليار سهم من أصل 4.09 مليار سهم متداول في السوق. أما أضعف مساهمة له كانت سنة 2009 بنسبة 9% وعدد أسهم 0.52 مليار سهم، لتبقى النسبة متقاربة في باقي السنوات لكن بعدد أسهم يتجه نحو الانخفاض حيث بلغ 0.83 مليار سهم سنة 2010، و 0.75 مليار سهم سنة 2011 ثم 0.37 مليار سهم سنة 2013 و 0.34 مليار سهم سنة 2015، والسبب يرجع إلى تراجع نسبة نمو القطاع بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية والأحداث التي تشهدها المنطقة في السنوات الأخيرة.

المطلب الثاني: تطور القيمة السوقية والرقم القياسي للأسعار في بورصة عمان

سيتم تناول تطور القيمة السوقية والرقم القياسي للأسعار في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2015 كالآتي:

1- تطور القيمة السوقية

تمثل القيمة السوقية رأس مال الشركات المدرجة في البورصة، وتحسب بضرب إجمالي عدد الأسهم المكتتب بها في أسعار الإغلاق آخر يوم تداول، فهي تعبر عن مستوى الأسعار وحركتها في السوق ومقدار السيولة، أما القيمة السوقية للقطاع فهي تعبر عن القيمة السوقية لرأس مال شركات القطاع، ويمكن استخدامها لمعرفة مدى قدرة القطاع على تحريك السوق.

ولإحاطة بتطورها في بورصة عمان للأوراق المالية خلال فترة الدراسة سيتم تناولها وفق الآتي:

1-1 تطور القيمة السوقية الكلية والقطاعية في بورصة عمان خلال الفترة 2006-2015

سيتم تلخيص تطور القيمة السوقية الكلية والقطاعية في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة

2006-2015 في الجدول الموالي:

جدول 9: تطور القيمة السوقية خلال الفترة 2006-2015

الوحدة: دينار أردني

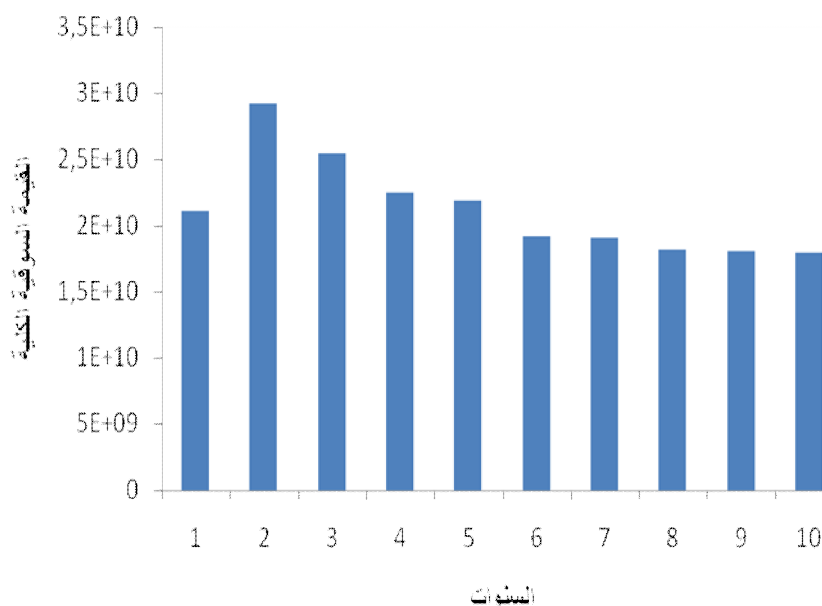
التغير %	قطاع صناعة	التغير %	قطاع خدمات	التغير %	قطاع مالي	التغير %	القيمة السوقية الكلية	
	3526000000		2883000000		14670000000		2.1079E+10	2006
0.76	6202000000	0.42	4091000000	0.29	18922000000	0.39	2.9215E+10	2007
0.01	6276000000	-0.11	3630000000	-0.18	15501000000	-0.13	2.5407E+10	2008
-0.03	6091406760	0.07	3876985447	-0.19	12558527221	-0.11	2.2527E+10	2009
0.05	6381071246	-0.04	3735180180	-0.07	11741930177	-0.03	2.1858E+10	2010
-0.07	5944008138	-0.07	3481307952	-0.16	9847441238	-0.12	1.9273E+10	2011
0.04	6158769597	-0.02	3398428196	-0.03	9584323420	-0.01	1.9142E+10	2012
-0.29	4395519919	-0.04	3276093900	0.10	10561877597	-0.05	1.8233E+10	2013
-0.16	3693201222	0.03	3388414753	0.04	11001001459	-0.01	1.8083E+10	2014
-0.01	3653607328	-0.06	3199299895	0.01	11131766747	-0.01	1.7985E+10	2015
	52321584210		34959710323		1.2552E+11		2.128E+11	المجموع
0.01-		0.01		0.03-		0.01-	القيمة السوقية الكلية	المتوسط

المصدر: التقارير السنوية لبورصة عمان من 2006 إلى 2015 أنظر الموقع الرسمي لبورصة عمان www.ase.com.jo

.date de consultation 01-04-2016

شكل 24: تطور القيمة السوقية الكلية

خلال الفترة 2006-2015



المصدر: تم إعداده من معطيات الجدول 9.

يلاحظ من الجدول 9 والشكل 24 أن القيمة السوقية لبورصة عمان اتجهت نحو الانخفاض خلال الفترة 2006-2015 بمتوسط 1%، نتيجة تراجع معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي خلال هذه الفترة، لعدة تداعيات من بينها الأزمة المالية العالمية وأحداث المنطقة التي أثرت على الاستقرار السياسي في دول الجوار. وعن تطور هذه القيمة من سنة إلى أخرى فإنه يلاحظ سنة 2006 أنها انخفضت مقارنة بما كانت عليه سنة 2005، كمحصلة لانخفاض أسعار الأسهم خلال هذا العام الذي بلغ 21 مليار دينار مقارنة بـ 26.6 مليار دينار سنة 2005، أي بانخفاض 21% لتشكل ما نسبته 23.39% من الناتج المحلي الإجمالي. ومن الناحية القطاعية فقد انخفضت القيمة السوقية للقطاع المالي بنسبة 24.2% ولقطاع الخدمات بنسبة 12.6% ولقطاع الصناعة بنسبة 12.3%. ما يلاحظ أيضا هذه السنة ازدياد عدد الشركات المدرجة، وقيام عدد كبير من الشركات القائمة بزيادة رؤوس أموالها، لكن هذه الزيادة لم تؤثر على القيمة السوقية مع انخفاض أسعار الأسهم. وفي سنة 2007 وكمحصلة لارتفاع أسعار الأسهم وازدياد عدد الشركات المدرجة وقيام عدد كبير من الشركات بزيادة رؤوس أموالها وزيادة معدل الناتج المحلي الإجمالي وكذلك خفض أسعار الفائدة ارتفعت القيمة السوقية للشركات المدرجة بنسبة 39% لتبلغ 29.2 مليار دينار وتشكل ما نسبته 28.91% من الناتج المحلي الإجمالي، كما كان لمختلف القطاعات هذه السنة مساهمة في تلك الزيادة، إذ بلغت مقدار زيادة القيمة السوقية للقطاع المالي 29% وقطاع الخدمات 42% وقطاع الصناعة 76%.

أما في 2008 يلاحظ انخفاض القيمة السوقية بنسبة 13% لتبلغ ما مقداره 25.4 مليار دينار وما نسبته 217% من الناتج المحلي الإجمالي. نتيجة تراجع معدل النمو الاقتصادي، كما أن مختلف القطاعات عرفت تراجعا في قيمتها السوقية عدا قطاع الصناعة الذي تطور بنسبة 1%. وفي سنة 2009 أيضا وكمحصلة لانخفاض أسعار الأسهم انخفضت القيمة السوقية للشركات المدرجة بنسبة 11% لتشكل ما نسبته 149.6% من الناتج المحلي الإجمالي. ويلاحظ هذه السنة أن القطاعين المالي والصناعي عرفا انخفاضا في القيمة السوقية، أما قطاع الخدمات فقد تطورت قيمته السوقية بـ 7%.

وخلال 2010 عرفت كذلك القيمة السوقية انخفاضا بنسبة 3% كنتيجة لانخفاض أسعار الأسهم وتراجع معدلات النمو الاقتصادي، أما عن نسبة القيمة السوقية من الناتج المحلي الإجمالي عرفت هي الأخرى تراجعا مما يعني أن البورصة الأردنية خلال هذه الفترة تراجع حجمها في الاقتصاد مقارنة بما كانت عليه في السابق. أما بالنسبة للقطاعات فقد عرفت تراجعا في القيمة السوقية لإقطاع الصناعة تطور بـ 4%.

وفي سنتي 2011 و2012 استمرت القيمة السوقية في الانخفاض حيث بلغت نسبتي 12% و1% على التوالي، وذلك بسبب انخفاض الأسعار تحت وقع انخفاض الطلب في السوق لاستمرار تراجع معدلات النمو الاقتصادي للأسباب المذكورة سابقا. كما أنه في هذه السنتين أيضا يلاحظ تراجع نسبة القيمة السوقية من الناتج

المحلي الإجمالي حيث بلغت 102.7% و 93.5%. وما يلاحظ سنوات 2013، 2014، 2015 تراجع القيم السوقية بنسب 5%، 1% و 1% على التوالي خلال الثلاث سنوات، وذلك بسبب انخفاض أسعار الأسهم وخاصة أسهم قطاع الصناعات الإستراتيجية والتعدينية، أما القطاع المالي فقد عرف نوعا ما تطورا في قيمته السوقية. وما يلاحظ أيضا خلال هذه السنوات تراجع كبير للقيمة السوقية من الناتج المحلي الإجمالي حيث بلغت 83% و 75.8% خلال سنتي 2013 و 2014.

1-2- تطور المساهمة القطاعية في القيمة السوقية لبورصة عمان خلال الفترة 2006 - 2015

يمكن تلخيص مساهمة مختلف القطاعات في القيمة السوقية الكلية لبورصة عمان خلال الفترة 2006-

2015 في الجدول الموالي:

جدول 10: تطور مساهمة القطاعات في القيمة السوقية خلال الفترة 2006-2015

الوحدة: دينار أردني

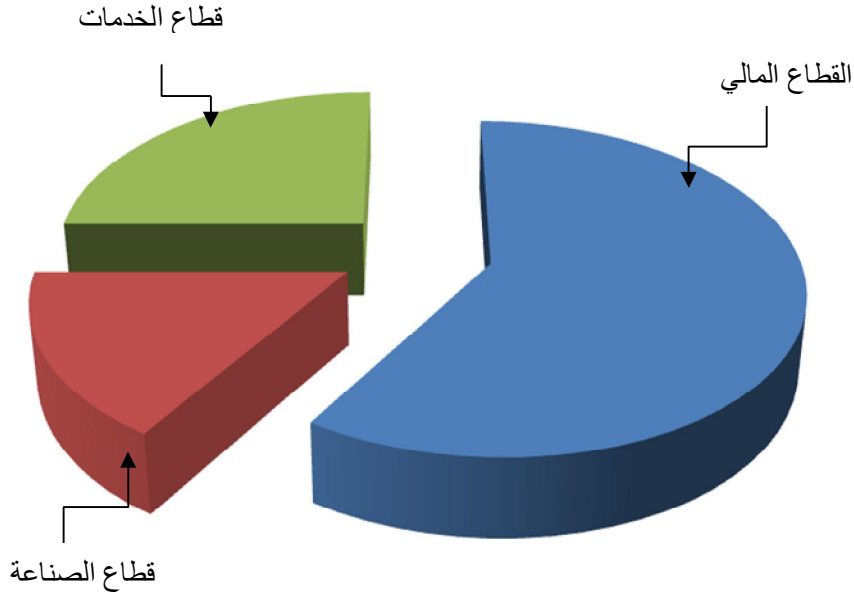
المساهمة %	قطاع صناعة	المساهمة %	قطاع خدمات	المساهمة %	قطاع مالي	قيمة السوقية الكلية	
17%	3526000000	14%	2883000000	70%	14670000000	21079000000	2006
21%	6202000000	14%	4091000000	65%	18922000000	29215000000	2007
25%	6276000000	14%	3630000000	61%	15501000000	25407000000	2008
27%	6091406760	17%	3876985447	56%	12558527221	22526919428	2009
29%	6381071246	17%	3735180180	54%	11741930177	21858181602	2010
31%	5944008138	18%	3481307952	51%	9847441238	19272757328	2011
32%	6158769597	18%	3398428196	50%	9584323420	19141521210	2012
24%	4395519919	18%	3276093900	58%	10561877597	18233491417	2013
20%	3693201222	19%	3388414753	61%	11001001459	18082617433	2014
20%	3653607328	18%	3199299895	62%	11131766747	17984673970	2015
25%	52321584210	16%	34959710323	59%	1.2552E+11	2.12801E+11	المجموع

المصدر: التقارير السنوية لبورصة عمان من 2006 إلى 2015 أنظر الموقع الرسمي لبورصة عمان www.ase.com.jo

.date de consultation 01-04-2016

شكل 25: نسبة مساهمة القطاعات في القيمة السوقية

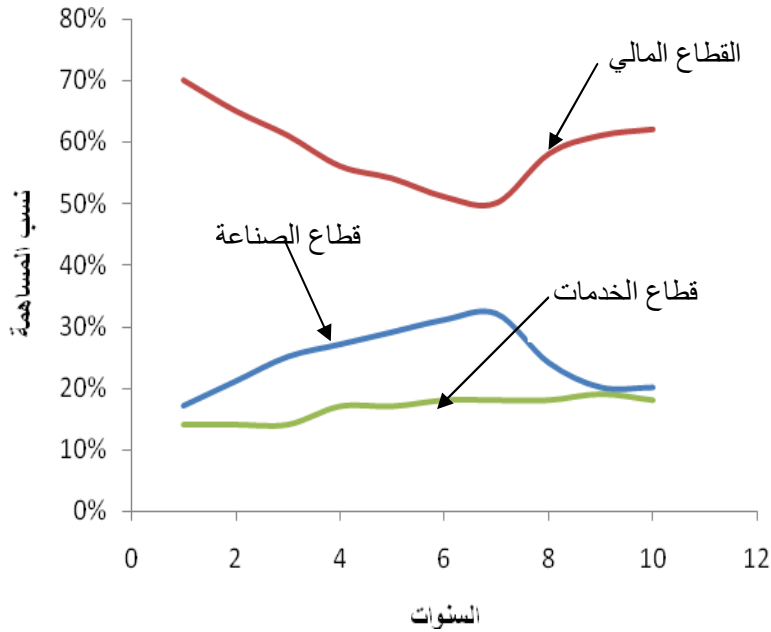
خلال الفترة 2006-2015



المصدر: تم إعداده من معطيات الجدول 10.

شكل 26: تطور مساهمة القطاعات في القيمة السوقية

خلال الفترة 2006-2015



المصدر: تم إعداده من معطيات الجدول 10.

بالنسبة للمساهمة القطاعية في القيمة السوقية لكل السوق خلال فترة 2006-2015، يلاحظ أن القطاع المالي كان له النصيب الأكبر من حيث المساهمة حيث بلغ 59%، ليأتي بعده قطاع الصناعة بنسبة مساهمة 25% ثم قطاع الخدمات بنسبة 16%. ومن خلال المسح السنوي يلاحظ أن نسب المساهمة لم تكن مستقرة حيث كان للقطاع المالي أكبر مساهمة في 2006 بنسبة 70%، لتبدأ هذه النسبة في الانخفاض من 65% إلى 61% ثم 56% سنتي 2008 و2009، إلى أن تصل 50% سنة 2013 وهي أدنى مساهمة خلال فترة الدراسة، حيث بلغت القيمة السوقية 9.84 مليار دينار من إجمالي 19.14 مليار دينار. وعرفت سنوات 2013، 2014 و2015 ارتفاع في القيمة السوقية لمستوى 58%، 61% و62% ويقوم 10.56 مليار دينار. 11 مليار و11.33 مليار دينار، وذلك بسبب تحسن الأسعار وزيادة عدد الأسهم المكتتب بها لهذا القطاع.

أما قطاع الخدمات يلاحظ أنه حقق أكبر نسبة مساهمة له في القيمة السوقية سنة 2014 حيث بلغت 19%، أما عن أكبر قيمة سوقية له كانت سنة 2007 حيث بلغت 4.09 مليار دينار. وفي باقي سنوات الدراسة يلاحظ أن القيمة السوقية عرفت انخفاض إلى 14% سنة 2008، ثم ارتفعت إلى 17% و18% خلال سنوات 2009، 2010، 2011، 2012 و2013 حينها بلغت القيمة السوقية لهذا القطاع 3.87 مليار دينار، 3.73 مليار دينار، 3.48 مليار دينار، 3.39 مليار دينار و3.27 مليار دينار على التوالي. أما سنة 2015 عرفت القيمة السوقية لهذا القطاع، تراجعاً حيث بلغت 31.99 مليار دينار ونسبة مساهمة 18%. أما قطاع الصناعة كانت أكبر مساهمة له في القيمة السوقية سنة 2012 بنسبة 32% وبقية 6.15 مليار دينار من إجمالي 19.14 مليار دينار، وكانت أقل مساهمة له سنة 2006 بلغت 17% وبقية 3.52 مليار دينار. أما باقي السنوات فقد كانت القيمة السوقية لهذا القطاع متقاربة في حدود 6.2 و6.3 مليار دينار، ما عدا سنة 2013 حيث انخفضت إلى 4.3 مليار دينار من إجمالي 18.23 مليار دينار، ليستمر بعد ذلك الانخفاض في سنتي 2014 وسنة 2015.

2- تطور الرقم القياسي

سيتم التطرق إلى تطور كل من الرقم القياسي المرجح للأسهم الحرة والرقم القياس المرجح بالقيمة السوقية لبورصة عمان خلال الفترة 2006 - 2015 من خلال مايلي:

2-1- تطور الرقم القياسي المرجح للأسهم الحرة لبورصة عمان خلال الفترة 2006 - 2015

قامت بورصة عمان خلال سنة 2006 باعتماد هذا الرقم القياسي، على اعتبار أنه يعطي أفضل تمثيل لتحركات أسعار الأسهم في السوق، كما أنه لا يتحيز بشكل كبير للشركات ذات القيمة السوقية الكبيرة، بشكل

يمكن من توفير التنوع في مكونات العينة ويعطي فرصة للشركات الصغيرة والمتوسطة للتأثير على تحركاته، وقد تم إعطاء هذا الرقم قيمة أساس 1000 نقطة نهاية سنة 1999.

جدول 11: تطور الرقم القياسي المرجح للأسهم الحرة خلال الفترة 2006-2015

الوحدة: نقطة

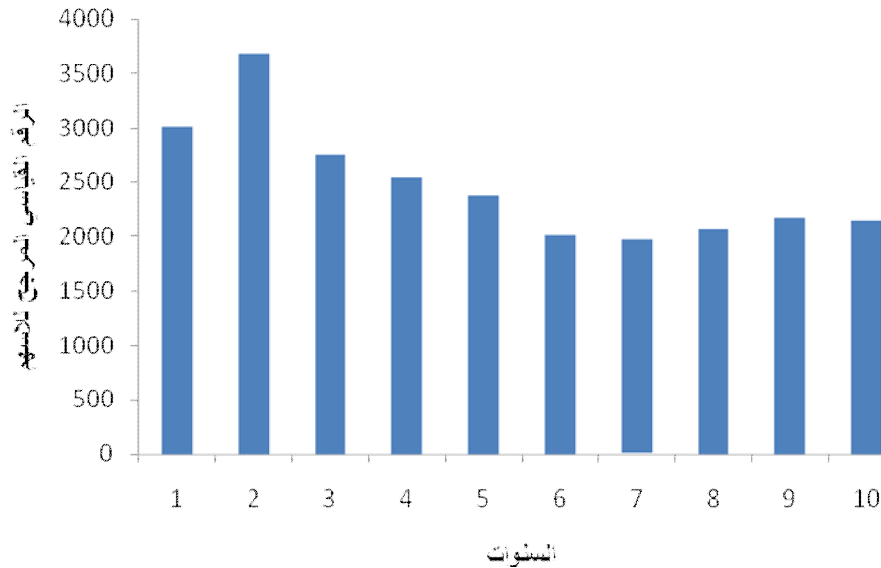
التغير %	قطاع صناعة	التغير %	قطاع خدمات	التغير %	قطاع مالي	% التغير	الرقم القياسي الكلي	
	2372,33		1833,05		4486,33		3013,66	2006
31%	3097,74	34%	2460,32	14%	5130,97	22%	3674,96	2007
-12%	2736,01	-18%	2025,56	-30%	3609,1	-25%	2758,44	2008
0%	2738,83	4%	2107,91	-16%	3026,86	-8%	2533,54	2009
-6%	2576,59	-10%	1897,16	-4%	2911,66	-6%	2373,58	2010
-17%	2149,91	-11%	1693,73	-16%	2443,87	-16%	1995,13	2011
1%	2176,57	-3%	1651,12	-3%	2363,64	-2%	1957,6	2012
-10%	1964,91	1%	1664,77	14%	2703,85	6%	2065,83	2013
-6%	1852,02	8%	1794,77	8%	2920,9	5%	2165,46	2014
0%	1848,84	-4%	1726,73	-1%	2906,17	-1%	2136,32	2015
2,7-%		1,1-%		2,8-%		2,1-%		المتوسط

المصدر: التقارير السنوية لبورصة عمان من 2006 إلى 2015 أنظر الموقع الرسمي لبورصة عمان www.ase.com.jo

.date de consultation 01-04-2016

شكل 27: تطور الرقم القياسي المرجح للأسهم الحرة

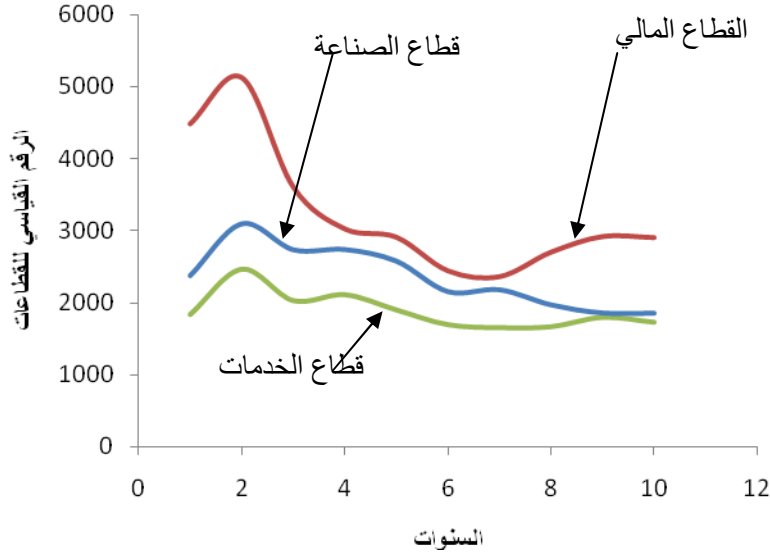
خلال الفترة 2006-2015



المصدر: تم إعداده من معطيات الجدول 11.

شكل 28: تطور الرقم القياسي المرجح للأسهم الحرة

للقطاعات خلال الفترة 2006-2015



المصدر: تم إعداده من معطيات الجدول 11.

يلاحظ من خلال الجدول 11 والشكلين 27 و 28 أن الرقم القياسي المرجح للأسهم الحرة عرف تذبذبا خلال فترة الدراسة كان الغالب فيها التراجع، وبلغ متوسط تطور هذا المؤشر -2.1% مما يعني أنه عرف تراجع على مدار العشر سنوات. ويعزى هذا التراجع لأسباب عدة منها تراجع أسعار الأسهم على مستوى السوق، وتراجعا معدلات النمو الاقتصادي من سنة إلى أخرى، بسبب الأزمة المالية العالمية وكذلك الأحداث التي عصفت بالمنطقة، وخلقت جوا من عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي في دول الجوار.

بالنسبة لسنة 2006 فقد انخفض الرقم القياسي المرجح للأسهم الحرة إلى 3014 نقطة مقارنة بـ 4260 نقطة نهاية عام 2005. أما على المستوى القطاعي فقد انخفض الرقم القياسي لقطاع المالية بنسبة 33.4% مقارنة مع عام 2005، تحت تأثير انخفاض أسعار أسهم القطاعات الفرعية للخدمات المالية المتنوعة، التأمين، البنوك، العقارات. كما انخفض أيضا هذه السنة الرقم القياسي لقطاع الخدمات وقطاع الصناعة 18.9% و 15.7% على التوالي، دائما تحت تأثير انخفاض أسعار معظم شركات هذه القطاعات. وفي سنة 2007 ارتفع الرقم القياسي المرجح للأسهم الحرة نتيجة ارتفاع الأسعار ليصل إلى 3676.96 نقطة أي بمقدار زيادة 22%، كما ارتفع الرقم القياسي لمختلف القطاعات، حيث عرف قطاع الخدمات والقطاعات الفرعية المكونة له أكبر ارتفاعا بنسبة 34%، أما قطاع الصناعة ارتفع بنسبة 31% والقطاع المالي بنسبة 14%.

وفي سنة 2008 عرف الرقم ارتفاع بسبب ارتفاع أسعار أسهم بعض الصناعات المتخصصة في استخراج المواد الأولية، بسبب زيادة أسعارها في السوق العالمية وكان هذا بالتحديد في النصف الأول من السنة،

أما النصف الثاني فقد شهدت السوق مرحلة تراجع الأسعار نتيجة الأزمة المالية العالمية الامر الذي انعكس على الرقم القياسي وجعله يتراجع بنسبة 25% في نهاية السنة، أما على المستوى القطاعي، فقد انخفض الرقم القياسي للقطاع المالي بنسبة 30% وقطاع الخدمات بنسبة 18%، وقطاع الصناعة بـ 12% الذي تراجعت فيه كافة الصناعات، باستثناء الرقم القياسي للقطاع الفرعي لصناعة الأغذية والمشروبات والصناعات الإستراتيجية والتعدينية حيث ارتفع بنسبتي 8.5% و 1.6% على التوالي. أما سنة 2009، فقد شاهدت هي الأخرى انخفاضا في الرقم القياسي بنسبة 8% ليصل إلى 2533.54 نقطة، نتيجة انخفاض الرقم القياسي للقطاع المالي، وعرف قطاع الخدمات ارتفاعا بنسبة 4% كمحصلة لارتفاع الرقم القياسي لبعض القطاعات الفرعية وبشكل رئيسي قطاع الطاقة والمنافع الذي ارتفع بنسبة 24.1%. كما ارتفع الرقم القياسي لقطاع الصناعة بنقطة واحدة تقريبا.

وسنة 2010 عرفت هي الأخرى تراجع في الرقم القياسي بنسبة 6% ليغلق عند مستوى 2373.58 نقطة، لأسباب تتعلق بالأزمة المالية العالمية وتراجع معدلات النمو الاقتصادي. أما فيما يخص القطاعات الفرعية المكونة له عرفت هذه السنة انخفاض في الرقم القياسي الخاص بها، باستثناء بعض القطاعات الفرعية التي عرفت ارتفاعا، مثل القطاع الفرعي للبنوك الذي يؤثر بأكثر من 69% في القطاع المالي وبلغ ارتفاع رقمه القياسي 7.7%، وقطاع التبغ والسجائر الذي ارتفع رقمه بـ 28.7%، وقطاع الخدمات الصحية الذي ارتفع هو الآخر بـ 15.6% وقطاع الأدوية والصناعات الطبية بـ 3.6%. وسنة 2011 عرف فيها الرقم القياسي تراجعا كبيرا بلغ 16% استقر عند 1995.13 نقطة، بسبب تراجع الأرقام القياسية لمختلف القطاعات والقطاعات الفرعية المكونة لها، باستثناء القطاع الفرعي لصناعة التبغ والسجائر والقطاع الفرعي لصناعة الملابس والجلود والنسيج، وكذلك القطاع الفرعي للطباعة والتغليف والقطاع الفرعي للتكنولوجيا والاتصالات حيث ارتفعت بنسب 19.4%، 6.8%، و 0.9% و 6.8% على التوالي.

كما سجل في سنة 2012 أيضا تراجعا للرقم القياسي للسوق لكن بمقدار ضعيف بلغ نسبة 2%، وانخفض الرقم القياسي للقطاع المالي بنسبة 3% نتيجة انخفاض جميع القطاعات الفرعية المكونة له، باستثناء قطاع الخدمات المالية المتنوعة الذي ارتفع بـ 4.6%. كذلك انخفض الرقم القياسي لقطاع الخدمات بنسبة 3% نتيجة انخفاض الرقم القياسي للقطاعات الفرعية للإعلام والخدمات التجارية، الفنادق والسياحة، والتكنولوجيا والاتصالات والطاقة والمنافع بنسب 4.49%، 18.5%، و 4.6% و 1.4% على التوالي. أما قطاع الصناعة عرف ارتفاعا في الرقم القياسي بنسبة 1% نتيجة ارتفاع الرقم القياسي للقطاعات الفرعية للتبغ والسجائر، الطباعة والتغليف، الصناعات الزجاجية والخزفية، والصناعات الهندسية والإنشائية، الصناعات الكيماوية وصناعات الورق والكرتون بنسب 64.6%، 34%، 31.8%، 10.1%، 8.7% و 1.7% على التوالي.

أما 2013 فقد عرف الرقم القياسي ارتفاعا بنسبة 6% ليصل إلى 2065.83 نقطة، كما عرف خلال هذه السنة الرقم القياسي لمختلف القطاعات ارتفاعا باستثناء قطاع الصناعة الذي انخفض قيمة رقمه القياسي بمقدار 10%، وهو نفس الأمر الذي حدث تقريبا في سنة 2014 حيث ارتفعت قيمة الرقم القياسي بـ50% لتصل إلى 2165.46 نقطة، وانخفضت قيمة الرقم القياسي لتصل إلى 2136.32 نقطة سنة 2015.

2-2- تطور الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية خلال الفترة 2006-2015

بعدما تم اعتبار الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية أسلوبا يعتمد على إعطاء لكل شركة وزنا، بقدر ما تتشكل قيمتها السوقية من القيمة السوقية للعينة ككل، فإن هذا الرقم عرف التغير الموضح في الجدول الموالي:

جدول 12: تطور الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح

بالقيمة السوقية خلال الفترة 2006-2015

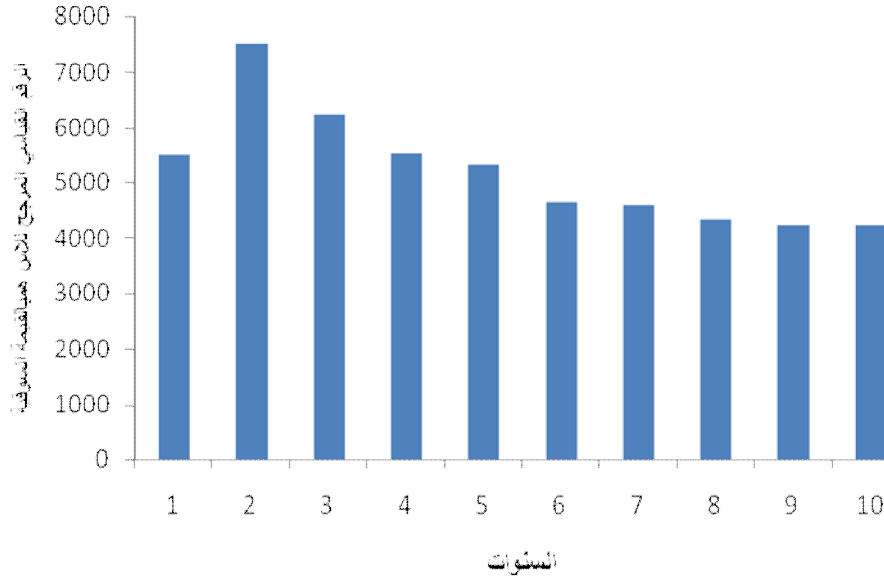
الوحدة: نقطة

الرقم القياسي الكلي	التغير %	قطاع البنوك	التغير %	قطاع التأمين	التغير %	قطاع خدمات	التغير %	قطاع صناعة	التغير %	السنة
5518,1		10704,7		4156,3		2286,6		2507,6		2006
7519,3	36	13886,7	30	4900,4	18	2740,3	20	4565,5	82	2007
6243,1	-17	11380,1	-18	3821,3	-22	1865,6	-32	4560,1	0	2008
5520,1	-12	9368	-18	3943,6	3	1700,6	-9	4563,2	0	2009
5318	-4	8848,3	-6	2103,5	-47	1506,4	-11	4841,7	6	2010
4648,4	-13	7542,3	-15	1703,7	-19	1302,1	-14	4427,4	-9	2011
4593,9	-1	7297,4	-3	1251	-27	1240,4	-5	4606,4	4	2012
4336,7	-6	8035,2	10	1214,1	-3	1255,1	1	3210,4	-30	2013
4224,3	-3	8327,9	4	1340,5	10	1203,5	-4	2705,1	-16	2014
4229,9	0	8463,7	2	1369,6	2	1141	-5	2731,2	1%	2015
المتوسط	1,5-		0,4-		11,9-		6,4-		0,9-	

المصدر: التقارير السنوية لبورصة عمان من 2006 إلى 2015 أنظر الموقع الرسمي لبورصة عمان www.ase.com.jo

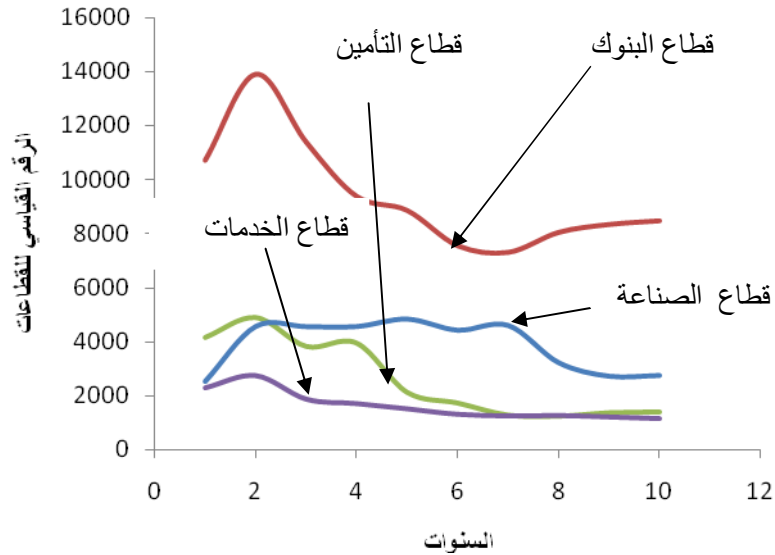
.date de consultation 01-04-2016

**شكل 29: تطور الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح
بالقيمة السوقية خلال الفترة 2006-2015**



المصدر: تم إعداده من معطيات الجدول 12.

**شكل 30: تطور الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة
السوقية للقطاعات خلال الفترة 2006-2015**



المصدر: تم إعداده من معطيات الجدول 12.

من خلال الجدول 12 والشكلين 29 و 30 يتضح أن الرقم عرف تغيرا تراوح بين الانخفاض والارتفاع خلال الفترة 2006-2015، حيث بلغ متوسط تغيره خلالها - 1.5% مما يعني أنه عرف على العموم

انخفاضاً. ففي سنتي 2006 و 2007 ارتفع قيمة الرقم القياسي من 5518.1 نقطة إلى 7519.3 نقطة أي بنسبة تغير بلغت 36%. وهذا الارتفاع مس كل القطاعات، إذ ارتفع الرقم القياسي لقطاع البنوك بـ 30%، قطاع التأمين بنسبة 18%، قطاع الخدمات بنسبة 20% وقطاع الصناعة بأكبر نسبة ارتفاع بلغت 82%. أما سنة 2008 عرف فيها هذا الرقم القياسي انخفاضاً بـ 17% أي ما يعادل 1276.2 نقطة، نتيجة انخفاض الرقم القياسي لجميع القطاعات، حيث انخفض رقم قطاع البنوك بـ 18%، قطاع التأمين بـ 22% و قطاع الخدمات بـ 32%، بينما قطاع الصناعة عرف انخفاضاً طفيفاً بمقدار 2.8 نقطة.

وسنة 2009 عرفت هي الأخرى انخفاضاً في قيمة الرقم القياسي بمقدار 1%، أما الرقم القياسي للقطاعات فقد ارتفع رقم قطاع التأمين بنسبة 3% بينما عرفت باقي القطاعات انخفاضاً. في سنة 2010 عرف الرقم القياسي للسوق مرة أخرى انخفاض ولكن بنسبة أقل قدرت بنسبة 4%.، بينما عرف قطاع الصناعة ارتفاعاً بنسبة 6%، وفي سنة 2011 يلاحظ زيادة نسبة انخفاض رقم السوق لتصل لـ 13% أي ما يعادل 669.6 نقطة، كما عرفت كل القطاعات انخفاضاً.

وفي سنة 2012 كان فيها تغير صغير للرقم القياسي مقارنة بالسنة السابقة، وانخفض في سنة 2013 بنسبة 6% نتيجة انخفاض قطاع التأمين وقطاع الصناعة، بينما عرف قطاع البنوك وقطاع الخدمات ارتفاعاً بنسبة 10% و 1% على التوالي. لتأتي سنة 2014 ويستمر الانخفاض ولكن هذه المرة بنسبة 6%، ليعرف أيضاً خلال السنة الرقم القياسي لقطاعي البنوك والتأمين ارتفاع بنسبة 4% و 10% على التوالي، أما سنة 2015 فإن الرقم القياسي انخفض بـ 5.6 نقطة.

المبحث الثالث: نظرة تحليلية للاقتصاد الأردني

يتسم الاقتصاد الأردني بوجهته نحو السوق الحر بقيادة قطاع خاص نشط، يتربع على ملكية أغلب المشاريع الخاصة بمختلف القطاعات المكونة له، وقد حقق الاقتصاد الأردني خلال العقد الماضي تطوراً منتظماً من خلال تطبيق إصلاحات اقتصادية، وبرامج إعادة هيكلة يشرف عليها صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، هدفها تحقيق التنمية المستدامة بشكل أساسي وتحرير الاقتصاد الوطني، وزيادة تدفق رأس المال الأجنبي وتفعيل دور مستثمري القطاع الخاص ضمن مخطط خصوصية باشرته الحكومة سنة 1996. وما يعرف أيضاً عن هذا الاقتصاد أنه يتجه بشكل أساسي نحو الخدمات بمختلف أشكالها المالية، تجارية، موصلات واتصالات، سياحة، إنشاء وتعليم. ولإلقاء الضوء أكثر على وضعية هذا الاقتصاد سيتم تناوله من خلال المطالب الآتية:

- تحليل القطاع الحقيقي؛
- تحليل القطاع النقدي؛
- تحليل قطاع المالية العامة.

المطلب الأول: تحليل القطاع الحقيقي

سيتم تحليل القطاع الحقيقي من خلال النقاط الآتية:

1- الإنتاج

يمكن استعراض أهم تطورات الإنتاج في الاقتصاد الأردني خلال الفترة 2006-2014 فيما يلي:

1-1- تطور معدل النمو الاقتصادي

يتم تلخيص تطور معدلات الناتج المحلي الجمالي والناتج الوطني الإجمالي وإجمالي الدخل الوطني المتاح بالأسعار الجارية والأسعار الثابتة في الجدول الموالي:

جدول 13: معدلات النمو الاقتصادي بالأسعار الجارية والثابتة

خلال الفترة 2006 – 2015

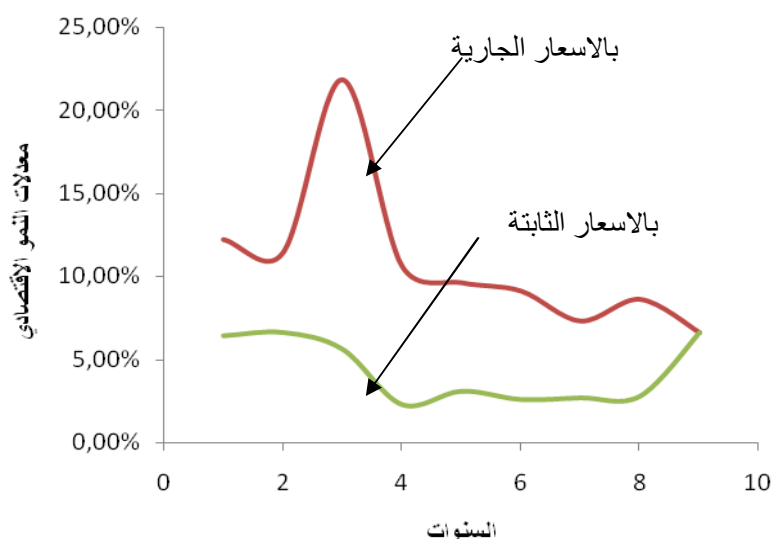
الوحدة نسبة مئوية

2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	
									الأسعار الجارية
6.6	8.6	7.3	9.1	9.6	10.6	21.1	11.4	12.2	الناتج المحلي الإجمالي بأسعار السوق
6.5	8.9	6.9	8.8	9.0	9.9	20.9	12.5	12.9	الناتج القومي الإجمالي بأسعار السوق*
6.6	14.4	4.3	11.2	8.3	7.4	21.8	9.6	12.1	إجمالي الدخل القومي المتاح**
									بالأسعار الثابتة (100=1994)
6.6	2.8	2.7	2.6	3.1	2.3	5.6	6.6	6.4	الناتج المحلي الإجمالي بأسعار السوق
2.9	3.1	2.3	2.3	2.5	1.7	5.5	7.6	7.1	الناتج القومي الإجمالي بأسعار السوق
3.1	8.3	0.2-	4.5	1.9	0.6-	6.2	4.8	6.3	إجمالي الدخل القومي المتاح

المصدر: التقارير السنوية للبنك المركزي الأردني لسنوات 2006، 2008، 2010، 2011، 2013 و 2014.

شكل 31: معدلات النمو الاقتصادي بالأسعار الجارية والثابتة

خلال الفترة 2006 – 2014



* - يمثل الناتج الإجمالي بسعر السوق الجاري مضافاً له صافي دخل عوامل الإنتاج من الخارج.

** - يمثل الناتج القومي الإجمالي مضافاً إليه صافي التحويلات الجارية الأخرى من الخارج.

يتضح من خلال الجدول 13 والشكل 31 أعلاه أن أداء الاقتصاد الأردني عرف تراجعاً خلال فترة الدراسة وذلك بسبب عدة أحداث، انعكست على أدائه الجيد قبل الفترة. فقد عرف الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة سنة 2006 نمواً إيجابياً نسبته 6.4%، متراجعاً عن نمو سنة 2005 نتيجة تأثر اقتصاد المملكة ببعض الصدمات الخارجية، من أبرزها ارتفاع أسعار النفط في السوق العالمية. وقد انعكس هذا النمو الإيجابي على متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي حيث ارتفع بنسبة 4%، كما انخفض أيضاً معدل البطالة ليصل إلى 13.9% مقارنة بـ 14.8% سنة 2005¹. أما الناتج المحلي الإجمالي بأسعار الجارية فقد نما هو الآخر خلال هذه السنة بنسبة 12.2%، في ضوء ارتفاع الأسعار المقاسة بمخفض الناتج المحلي الإجمالي خلال عام 2006 بنسبة 5.4% مقارنة بـ 4% سنة 2005. كما عرف أيضاً الناتج القومي الإجمالي بالأسعار الجارية ارتفاعاً بنسبة 12.9% نتيجة تحقيق بند صافي دخل عوامل الإنتاج من الخارج وفترة، وقد سجل هذه السنة إجمالي الدخل القومي المتاح بالأسعار الجارية نمو بنسبة 12.1%، بعد ارتفاع صافي التحويلات الجارية بمقدار 142.3 مليون دينار.

وسنة 2007 عرف فيها الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة نمو بمعدل 6.6% بالرغم من استمرار تحدي ارتفاع أسعار النفط في السوق العالمية، مسهماً بذلك في رفع مستوى المعيشة للمواطن من خلال رفع نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بـ 4.3%، وتخفيض معدل البطالة إلى 13.1%، كما عرف الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية نمو إيجابياً بـ 11.4%. أما عن الناتج القومي الإجمالي بالأسعار الثابتة والجارية فقد حققا نمو إيجابياً بمعدل 7.1% و 12.9%.

وفي سنة 2008 تمكن أيضاً الاقتصاد الأردني من تحقيق نتائج إيجابية على الرغم من تعدد الصدمات الخارجية، والمتمثلة في ارتفاع الأسعار العالمية للطاقة والمواد الغذائية والسلع الأساسية الأخرى خلال الأرباع الثلاثة الأولى للسنة. وقد سجل الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة نمواً إيجابياً بنسبة 5.6% مساهماً في رفع مستوى معيشة المواطنين من خلال رفع نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 3.3%، وإخفيض معدل البطالة ليصل إلى أدنى مستوى له منذ سنة 1989 وواقع 12.7%². وكان هذا النمو في الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة مدفوعاً بشكل أساسي بنمو قطاعات النقل والتخزين، الاتصالات، خدمات المال، التأمين، العقارات، التجارة، المطاعم والفنادق، منتجو الخدمات الحكومية وقطاع الصناعات التحويلية حيث ساهمت هذه القطاعات مجتمعة بما مقداره 4.6% أي ما نسبته 85.2% من معدل النمو. كما عرف الناتج

¹ - (2006): التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني، مطبعة البنك المركزي الأردني، الأردن، ص:9.

² - (2008): التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني، مطبعة البنك المركزي الأردني، الأردن، ص:8-9.

المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية نمو بـ 21.1%، على ضوء ارتفاع الأسعار مقاسة بانخفاض الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 14.6%. كما ارتفع أيضا الناتج القومي الإجمالي بالأسعار الجارية بنسبة 20.9% نتيجة تحقيق بند صافي دخل عوامل الإنتاج من الخارج وفترة بمقدار 675.1 مليون دينار. أما إجمالي الدخل القومي المتاح بالأسعار الجارية حقق ارتفاعا بلغ 21.8%، نتيجة ارتفاع صافي التحويلات الجارية الأخرى من الخارج بما يقدر بمبلغ 250.63 مليون دينار.

وفي سنة 2009 عرف الاقتصاد تباطؤا في النمو متأثرا بالأزمة المالية العالمية وتداعياتها السلبية على النمو الاقتصادي الإقليمي والعالمي، فقد سجل الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة نموا أقل من السنة السابقة حيث بلغ نسبة 2.3%، مخفضا بذلك من نصيب الفرد فيه إلى 3.4%، كما ارتفعت معدلات البطالة لتصل إلى 12.9% مقارنة بما كانت عليه في السنة السابقة. أما الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية حقق نموا 10.6% وهو أقل من النمو الذي عرفه سنة 2008، كما أن الناتج القومي الإجمالي بالأسعار الثابتة والأسعار الجارية حقق نموا أقل من النمو المحقق في السنوات السابقة إذ بلغ نسبتي 1.7% و 9.9%. أما عن إجمالي الدخل القومي المتاح بالأسعار الثابتة فقد حقق عجز بنسبة 0.6% نتيجة تراجع بند صافي التحويلات الجارية الأخرى من الخارج.

وخلال سنة 2010 استمر أداء الاقتصاد دون المستوى الممكن أو المرغوب نتيجة ضعف نمو القطاعات وارتفاع أسعار السلع الأولية في الأسواق العالمية إذ ارتفع نمو الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة وبوتيرة ضعيفة ليصل إلى 3.1%، مدفوعا من قطاع الصناعات الإستراتيجية، النقل، خدمات الأعمال، التجارة والمطاعم والفنادق حيث ساهمت هذه القطاعات مجتمعة بما مقداره 1.82% من معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بأسعار الأساس الثابتة، كما بلغ نصيب الفرد منه هذه السنة 0.8%، وتراجعت معدلات البطالة إلى 12.5%، أما الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية نما بنسبة 9.6% نتيجة ارتفاع الأسعار مقاسة بمخفض الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 6.3%، كما عرف الناتج القومي الإجمالي بالأسعار الجارية ارتفاع بنسبة 9%، دائما نتيجة تحقيق بند صافي دخل عوامل الإنتاج من الخارج وفترة بلغت هذه السنة 359.7 مليون دينار. أما إجمالي الدخل القومي المتاح بالأسعار الجارية بلغ نموه 8.3% مدفوع بنمو صافي التحويلات الجارية الأخرى من الخارج¹.

وأظهر أرقام الاقتصاد سنة 2011 نمو الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة دون المستوى المطلوب ليلعب 2.6%، نتيجة تحسن طفيف في أداء القطاعات السلعية خصوصا الصناعات التحويلية والأنشطة

¹ - (2010): التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني، مطبعة البنك المركزي الأردني، الأردن، ص: 8-10.

التصديرية إلى الخارج، كما قدر متوسط دخل الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة 0.4%، وارتفع معدل البطالة إلى مستوى 12.9%. نتيجة تباطؤ الطلب المحلي والخارجي على العملة الأردنية. أما الناتج المحلي بالأسعار الجارية نما بنسبة 9.1% نتيجة ارتفاع الأسعار مقاسة بمخفض الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 6.4%، كما أظهر الناتج القومي الإجمالي بالأسعار الجارية نمواً بنسبة 8.8%. أما عن إجمالي الدخل القومي المتاح بالأسعار الجارية عرف نمواً بنسبة 11.2% نتيجة ارتفاع بند صافي التحويلات الجارية الأخرى من الخارج إلى 3454.7 مليون دينار مقابل 2713.7 مليون دينار سنة 2010¹.

وعرفت سنة 2012 ارتفاع طفيف في الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة حيث بلغ 2.7%، مساهما في ارتفاع نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بنسبة ضعيفة قدرت بنسبه 0.6% كما انخفض الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية إلى 7.3%، أما عن الناتج القومي بالأسعار الجارية فقد عرف هو الآخر تراجعاً ليبلغ 6.9%، كما حقق إجمالي الدخل القومي المتاح بالأسعار الثابتة عجزاً بمقدار 0.2%. وجاءت سنة 2013 لتعرف تحسناً بالرغم من تعمق الاضطرابات الاقتصادية والسياسية في المنطقة، فقد شهد الناتج المحلي بالأسعار الثابتة تحسناً طفيفاً يبلغ نسبة نمو 2.8%، مدفوعاً بنمو قطاعات خدمات المال، التأمين، العقارات، النقل، التخزين، الاتصالات، الإنشاءات والصناعات التحويلية إذ ساهمت مجتمعة بمقدار 2.1% من إجمالي المعدل. وسجل الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية نمواً بنسبة 8.6% كما ارتفع الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية نمواً بمقدار 8.9%، أما إجمالي الدخل القومي المتاح بالأسعار الجارية سجل نمواً نسبته 14.4% نتيجة ارتفاع بند صافي التحويلات الجارية الأخرى من الخارج إلى 4733.7 مليون دينار أي بنسبة نمو 53.4%.

وخلال سنة 2014 عرف الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة نمواً بنسبة 3.1% نتيجة نمو مجموعة من القطاعات أبرزها قطاع الخدمات، المال والتأمين، العقارات، التجارة، الصناعة الإستراتيجية، الصناعة التحويلية، الإنشاء والزراعة. كما ارتفع فيها نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ليصل إلى 0.9% أما بالنسبة للبطالة فتراجع معدلها بنسبة 11.6%، بالرغم من الإختلالات الهيكلية واستحواد العمالة السورية على عدد كبير من فرص العمل. أما عن الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية فقد عرف انخفاضاً في النمو مقارنة بسنة 2013 إذ بلغ 6.6% بعدما كان 8.6%. كما عرف الناتج القومي الإجمالي بالأسعار الجارية أيضاً نمواً ولكن بوتيرة أقل من السنة السابقة إذ بلغ 6.5% وهو نفس الشيء الذي حدث مع إجمالي الدخل القومي المتاح بأسعار الجارية إذ عرف نمواً بمعدل 6.6% بعدما كان 14.7% سنة 2013².

¹ - (2011): التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني، مطبعة البنك المركزي الأردني، الأردن، ص: 10-12.

² - (2014): التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني، مطبعة البنك المركزي الأردني، الأردن، ص: 8-9.

1-2- التوزيع القطاعي للنمو الاقتصادي

يمكن تحليل التوزيع القطاعي لنمو الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة في الاقتصاد الأردني خلال

الفترة 2006- 2014 من خلال الاستعانة بالجدول أدناه:

جدول 14: التوزيع القطاعي للناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة

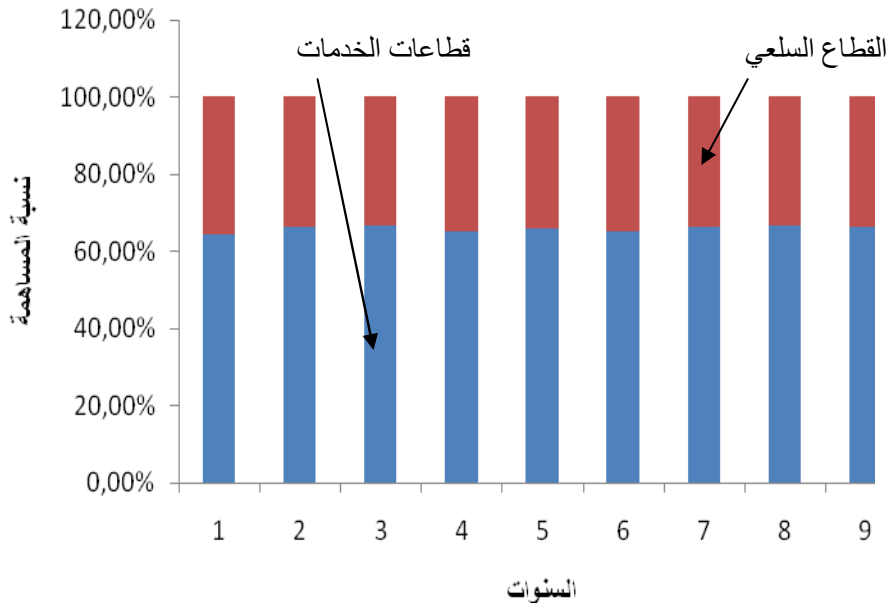
خلال الفترة 2006 - 2014

الوحدة: نسبة مئوية

المتوسط	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	
3.97	3.9	3.7	4.0	4.5	4.2	4.1	3.6	3.9	3.9	الزراعة والغابات وصيد الأسماك
2.04	1.8	1.5	1.7	2.1	2.7	2.1	2.3	2.2	2.0	الصناعة الاستخراجية
20.1	13.8	20.1	20.2	20.4	19.7	20.1	19.6	19.8	21.3	الصناعة التحويلية
2.43	2.5	2.5	2.6	2.5	2.1	2.2	2.6	2.4	2.5	الكهرباء والمياه
5.62	5.8	5.6	5.3	5.4	5.5	6.2	5.4	5.6	5.8	الإشاعات
34.16	33.8	33.4	33.7	34.8	34.2	34.7	33.5	33.9	35.5	مجموع إنتاج القطاع السلعي
11.72	12.0	11.9	11.9	11.8	11.9	11.7	11.7	11.6	11.00	التجارة والمطاعم والفنادق
17.41	17.1	17.4	17.2	17.0	18.1	17.8	17.2	16.8	18.1	النقل والتخزين والاتصالات
14.27	13.5	13.5	13.7	13.6	14.5	14.5	15.1	15.3	14.8	منتجو الخدمات الحكومية
0.64	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2	1.6	1.6	2.00	خدمات أخرى
65.34	66.2	66.6	66.3	65.2	65.8	65.3	66.5	66.1	64.5	مجموع قطاعات الخدمات
100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	الناتج المحلي الإجمالي بأسعار الأساس

المصدر: التقارير السنوية للبنك المركزي الأردني لسنوات 2006-2008-2010-2011-2013-2014.

شكل 32: التوزيع القطاعي للنتائج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة
خلال الفترة 2006 - 2014



المصدر: تم إعداده من معطيات الجدول 14.

من خلال الجدول 14 والشكل 32 يتضح أن قطاعات الإنتاج الخدمي ساهمت بشكل أكبر في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة إذ بلغ مقدارها خلال فترة الدراسة 65.34%، وكانت أعلى مساهمة لهذه القطاعات في سنة 2013 بنسبة 66.6% وأدناها في 2006 بنسبة 64.5%، وكان من بين المساهمة إذ كان له نسبة مساهمة متوسطة 21.83%، أما قطاع النقل والتخزين والاتصالات احتل المرتبة الثانية بنسبة مساهمة متوسطة 17.41%، ثم قطاع منتج الخدمات الحكومية بنسبة 14.27% وقطاع التجارة والمطاعم والفنادق بنسبة 11.72%، وفي الأخير قطاع خدمات أخرى بنسبة 0.64%.

وكان لقطاعات الإنتاج نصيب أقل من حيث المساهمة في معدل الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة إذ بلغ متوسط مساهمته 34.16% وكانت أعلى نسبة لهذه المساهمة في 2006 بنسبة 35.5% وأدناها في 2013 بنسبة 33.4%. وكان لقطاع الصناعات التحويلية أكبر مساهمة حيث بلغ نسبته المتوسطة 20.1%، ثم قطاع الإنشاءات بمتوسط نسبة مساهمته 5.62% وبعده قطاع الزراعة والغابات وصيد الأسماك بنسبة 3.97%، ليأتي في الأخير قطاع الكهرباء والمياه بنسبة متوسطة بلغت 2.43% ثم قطاع الصناعات الإستراتيجية بنسبة 2.04%.

من هنا يتضح أن قطاعات الخدمات هي الأكبر مساهمة في الناتج المحلي الإجمالي وهو ما أعطى صفة الاقتصاد الخدمي للاقتصاد الأردني.

1-3- التطور القطاعي للنمو الاقتصادي

عرف تطور النمو الاقتصادي لمختلف القطاعات الاقتصادية في الأردن عدم الاستقرار خلال الفترة 2006-2014، وذلك لعدة أسباب من أهمها عدم استقرار الأسعار في السوق العالمية وكذلك الأزمة المالية العالمية والأحداث السياسية والاقتصادية عرفتها المنطقة، والجدول الموالي يبين ذلك:

جدول 15: تطور معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة لمختلف القطاعات خلال

2014 - 2006

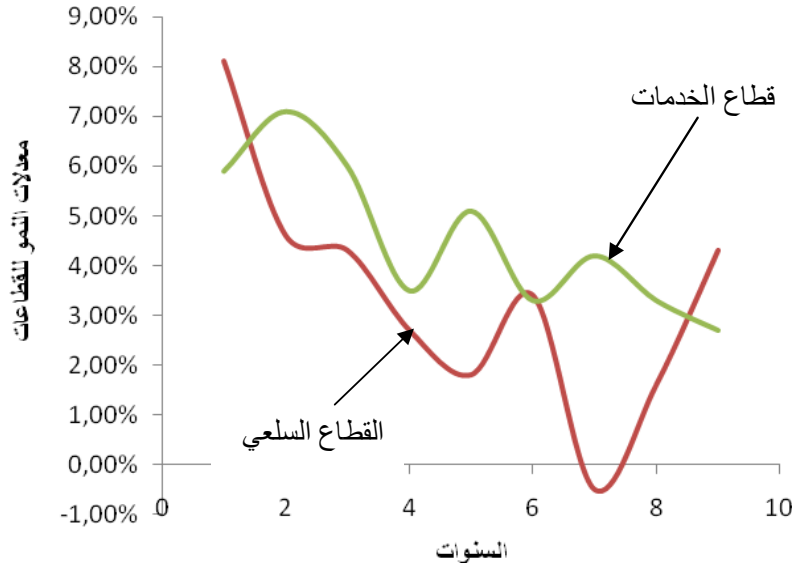
الوحدة: نسبة مئوية

2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	
7.6	3.5-	9.4-	3.9	8.2	18.4	0.1	1.7	0.6	الزراعة والغابات وصيد الأسماك
27.6	10.9-	17.1-	17.7	32.4	25.9-	10.8	2.5	8.3-	الصناعة الاستخراجية
1.5	1.9	2.3	4.0	2.3	1.8	4.0	4.3	10.6	الصناعة التحويلية
3.3	0.8	6.6	5.1	0.2-	1.1-	11.6	6.2	9.2	الكهرباء والمياه
6.8	8.7	1.0-	4.3-	8.1-	12.9	2.3	7.9	11.1	الإتشاءات
4.3	1.6	0.5-	3.4	1.8	2.7	4.3	4.6	8.1	مجموع إنتاج القطاع السلعي
3.7	3.2	6.8	3.7	5.7	3.9	5.7	8.4	7.3	التجارة والمطاعم والفنادق
1.6	4.0	4.1	3.3	6.2	6.9	7.6	4.7	6.7	النقل والتخزين والاتصالات
1.6	4.0	5.2	3.4	4.6	0.7-	5.7	6.6	5.1	خدمات مالية وعقارية وأعمال
4.7	5.7	5.9	2.0	2.6	1.5	9.9	10.8	10.6	خدمات اجتماعية وشخصية
2.3	2.4	3.0	3.3	4.3	7.4	3.9	7.2	3.6	منتجات الخدمات الحكومية
7.0	6.3	3.0	0.2-	0.7	2.6	9.0-	4.3-	2.3-	منتجات الخدمات الخاصة التي لا تهدف للربح
0.1	0.1	0.5	4.0	4.5	4.7	3.9	9.3	3.5	الخدمات المنزلية
2.7	3.3	4.2	3.3	5.1	3.5	6.0	7.1	5.9	مجموع قطاع الخدمات

المصدر: التقارير السنوية للبنك المركزي الأردني لسنوات 2006-2008-2010-2011-2013-2014.

شكل 33: تطور معدلات نمو قطاعات الإنتاج وقطاعات الخدمات

خلال الفترة 2006 – 2014



المصدر: تم إعداده من معطيات الجدول 15.

يظهر الجدول تغير نمو القطاعات الاقتصادية من سنة إلى أخرى، إذ يلاحظ أن قطاع الزراعة شهد تباطؤاً شديداً في أدائه قياساً بما حققه خلال عام 2005، حيث نما الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة لهذا القطاع بـ 0.6% مقابل 5.5% سنة 2005، ويعزى هذا التباطؤ إلى تأثر الإنتاج الزراعي بموجات الصقيع، وانخفاض إنتاج الدواجن على أعقاب انتشار مرض أنفلونزا الطيور في المنطقة وكذلك ارتفاع أسعار الأعلاف. كما عرفت سنة 2007 تحسن أداء هذا القطاع بارتفاع معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي إلى 1.7%، وذلك نتيجة زيادة عدد الشركات الزراعية إلى 399 شركة مقارنة بـ 265.3 سنة 2006. أما سنة 2008 تراجع معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي لهذا القطاع إلى ما نسبته 0.1%، ويعزى هذا التراجع في جانب منه إلى تأثر الإنتاج الزراعي بشقيه النباتي والحيواني سلباً بالظروف الجوية. وكانت سنة 2009 هي الأفضل لهذا القطاع حيث عرف الناتج المحلي الإجمالي له تطوراً بـ 18.4%، وذلك نتيجة زيادة عدد الشركات الزراعية وارتفاع رؤوس الأموال المخصصة لهذا القطاع لتصل إلى 161.9 مليون دينار، كما أن الظروف المناخية أيضاً كانت سبب في هذا التطور. أما سنة 2010 تراجع فيها معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي لهذا القطاع إلى نسبة 8.2% تحت تأثير الظروف المناخية وانتشار الآفات الزراعية التي أصابت بعض المحاصيل الزراعية. وكان لسنة 2011 نصيب كبير من حيث تراجع معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي حيث انخفض إلى 3.9%، بالرغم من زيادة عدد الشركات المسجلة في هذا القطاع إلى 919 شركة مقارنة بـ 841 شركة سنة 2010، وزيادة رؤوس الأموال المخصصة لهذا القطاع لتصل إلى 332.1 مليون دينار، لكن

الظروف المناخية كانت أقوى من ذلك. أما سنتا 2012 و 2013 فقد عرفنا انكماشاً في الناتج المحلي الإجمالي بما نسبته -9.4% و -3.5%، بسبب تأثير الظروف المناخية وارتفاع تكاليف الإنتاج خصوصاً الطاقة وانخفاض التسهيلات الممنوحة بـ 7.5%. وحقق هذا القطاع تحسناً ملموساً في أدائه خلال عام 2014، إذ ارتفع معدل نموه إلى ما نسبته 7.6%، بسبب تحسن الموسم المطري وانخفاض تكاليف الإنتاج وارتفاع الطلب في ضوء تواجد عدد كبير من اللاجئين السوريين وكذلك زيادة التسهيلات الممنوحة لهذا القطاع بـ 3.3%.

أما بالنسبة لقطاع الصناعات الإستخراجية شهد سنة 2006 انكماشاً في الناتج المحلي الإجمالي بـ 8.3%، نتيجة تراجع إنتاج الفوسفات والبوتاس لخسارة بعض الأسواق الخارجية وإشتداد المنافسة خاصة من طرف جمهورية مصر العربية. أما في سنتي 2007 و 2008 فقد تسارع نمو هذا القطاع ليصل 2.5% ثم 10.8%، بسبب زيادة الطلب العالمي على الفوسفات وارتفاع الكميات المنتجة منه، وعرفت سنة 2010 نمو استثنائياً لمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي ليبلغ 32.4% بعدما عرف انكماشاً بـ 25.9% سنة 2009، ويعزي هذا الارتفاع إلى زيادة الطلب العالمي على الفوسفات والبوتاس وزيادة الكميات المنتجة منهما. وكانت 2011 سنة للتباطؤ في قطاع الصناعات الإستخراجية إذ سجلت معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي قدر 17.7% نتيجة تراجع الطلب على مختلف المواد المستخرجة بما فيها الفوسفات والبوتاس. أما سنتا 2012 و 2013 عرفنا انكماشاً في الناتج المحلي الإجمالي بنسب 17.1% و 10.9% بسبب خسارة بعض الأسواق التصديرية وتراجع الإنتاج في مختلف المواد المستخرجة، وعرف هذا القطاع سنة 2014 نمو بمقدار 27.6% نتيجة زيادة الطلب وزيادة الإنتاج في مادة البوتاس والفوسفات.

وفي ما يتعلق بقطاع الصناعات التحويلية عرف تطوراً سنة 2006 بمقدار 10.6% كنسبة نمو في الناتج المحلي الإجمالي بالرغم من انخفاض إنتاج بعض الصناعات كالإسمنت، الجير، الحديد والصلب والمنتجات النفطية مثل الزيوت والشحوم التي انخفضت صادراتها. وكان لسنتي 2007 و 2008 تباطؤ في الأداء ليبلغ معدل النمو 4.3% و 4.09% بسبب تأثير بعض من العوامل أهمها ارتفاع تكاليف الإنتاج المحلية والمستوردة وارتفاع أسعار الطاقة. أما خلال سنة 2009 شهد مرة أخرى هذا القطاع تباطؤاً ليبلغ معدل نموه 1.8%، وذلك نتيجة تراجع الإنتاج والطلب بسبب الأزمة المالية العالمية. وشهدت سنة 2010 تحسناً محدوداً بـ 2.3% كنسبة نمو في الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة، نتيجة تحسن الطلب الخارجي على المنتجات الأردنية. وعرفت أيضاً سنة 2011 تحسن في نمو هذا القطاع ليتراجع بعد ذلك إلى 2.3% ثم 1.9% ثم 1.5% خلال سنوات 2012، 2013 و 2014 بسبب الاضطرابات الإقليمية وارتفاع تكاليف الإنتاج.

أما قطاع الكهرباء والمياه فقد عرف تطورا خلال سنوات 2006، 2007 و 2008 بنسب 9.2%، 6.2% و 11.6% في الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة، وذلك نتيجة ارتفاع استهلاك المياه والكهرباء في المملكة. أما سنتا 2009 و 2010 تراجع نمو القطاع ليبلغ 11% و 0.2% كنسبة نمو في الناتج المحلي الإجمالي للقطاع، وذلك بسبب تراجع نمو قطاع الإنتاج السلعي، وانخفاض الاستهلاك المنزلي. وفي سنتي 2011 و 2012 يلاحظ زيادة نمو القطاع لـ 5.1% و 6.6% نتيجة تحسن الأوضاع الاقتصادية، وزيادة معدلات نمو الاقتصادي للاقتصاد ككل. أما سنة 2014 فقد بلغ فيها معدل نمو القطاع 3.3% كنسبة نمو في الناتج المحلي الإجمالي متأثرا بانخفاض أسعار الطاقة عالميا وانخفاض تكلفة توليد الكهرباء.

وعرف قطاع الإنشاءات سنة 2006 تطورا بنسبة 11.1% من الناتج المحلي الإجمالي نتيجة استمرار تدفق رؤوس الأموال الأجنبية بشكل كبير وتوجيه جزء كبير منها للمشاريع السكنية. وشهد هذا القطاع تباطؤا في النمو خلال سنتي 2007 و 2008 إذ بلغ معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة 7.9% و 2.3%، بسبب ارتفاع مستلزمات الإنتاج خاصة الحديد والإسمنت وزيادة المعروض من الشقق السكنية. أما في سنة 2009 ارتفع معدل النمو إلى 12.9% لينكمش بعدها بـ 8.1% ثم 4.3% و 1% كنسب في الناتج المحلي الإجمالي سنوات 2010، 2011 و 2012، ويعود هذا الانكماش في القطاع إلى استمرار ارتفاع مستلزمات الإنتاج من إسمنت وحديد وتراخي الطلب على العقارات. أما سنة 2013 شهد القطاع تعافيا في الأداء، مسجلا نموا نسبته 8.7% نتيجة التسهيلات الممنوحة للقطاع، وخلال 2014 عرف تباطؤا في النمو ليبلغ 6.7% كنسبة نمو في الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة، نتيجة بعض القيود التي فرضتها الدولة خاصة منها تقليص المساحات المخصصة للبناء.

وبخصوص قطاع الخدمات كان قد عرف قطاع التجارة والمطاعم والفنادق نموا في الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة مقداره 7.3% ساهم فيه بشكل أكبر قطاع الفنادق والمطاعم بينما شهدت تجارة الجملة والتجزئة تباطؤا خلال هذا العام. أما سنة 2007 عرف هذا القطاع نموا بمقدار 8.4%، وذلك لازدهار السياحة وزيادة الطلب في قطاع الفنادق والمطاعم. أما سنوات 2008، 2009، 2010 و 2011 شهدت تباطؤا في نمو الناتج المحلي الإجمالي لهذا القطاع حيث بلغ نسب 5.7%، 3.9%، 5.7% و 3.7% نتيجة لتراجع نشاط قطاع تجارة الجملة والتجزئة، أما قطاع الفنادق والمطاعم فقد عرف هذه السنوات نموا بسبب الحركة السياحية. أما سنة 2012 عرف القطاع نموا بمعدل 6.8% من الناتج المحلي الإجمالي نتيجة زيادة الطلب خاصة في قطاع تجارة الجملة والتجزئة كما عرف أيضا قطاع الفنادق والمطاعم نموا هو الآخر. والنسبة لعام 2013 لوحظ تراجع أداء القطاع إلى 3.2% كنسبة نمو نتيجة تباطؤ نمو تجارة الجملة والتجزئة ونشاط

المطاعم بسبب رفع الضرائب. وشهدت 2014 تحسن الأداء حيث بلغ فيها النمو 3.7% لتحسن معظم أنشطة هذا القطاع.

أما قطاع النقل والتخزين والاتصالات فإن معدل نموه لم يكن مستقرا خلال سنوات الدراسة، حيث عرف نموا في الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 6.7% خلال سنة 2006 ثم تباطؤ في النمو ليصل إلى 4.7% سنة 2007، بسبب تراجع أنشطة القطاع بصفة عامة ليرتفع بعد ذلك إلى 7.6% سنة 2008، ثم تباطؤ بعد ذلك من سنة 2009 إلى سنة 2014 بسبب تراجع بعض الأنشطة الخاصة بالقطاع منها التأثير بالأزمة السورية.

أما عن قطاع الخدمات المالية والعقارية والشخصية لم يعرف هو الآخر استقرارا في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، حيث عرف تزايدا في النمو خلال سنوات 2007، 2010، 2012، بنسب بلغت 6.6%، 4.6%، 5.2% على التوالي أما سنوات تباطؤ النمو فكانت 2006، 2008، 2011، 2013 و 2014 بنسب 5.1%، 5.7%، 3.4%، 4.0% و 2.5%. أما سنة 2009 كانت سنة انكماش في هذا القطاع وذلك بسبب الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على أنشطة الخدمات المالية والعقار.

أما قطاع منتجي الخدمات الحكومية، فقد شهد تباطؤا في النمو خلال كل السنوات تقريبا عدا سنتي 2007 و 2009، أين عرف تزايدا في نمو الناتج المحلي الإجمالي وذلك لأسباب تتعلق بنمو تعويضات العاملين في القطاع العام، وضبط الإنفاق وتقليص عجز الموازنة العامة خاصة سنة 2010، وكذلك تباطؤ نمو بعض الأجور والرواتب سنة 2006.

2- تطور الأسعار

شهد تطور الأسعار في الأردن خلال الفترة الممتدة ما بين 2006-2014 عدم استقرار يمكن تشخيصه، من خلال تحليل تغير التضخم المقاس بالتغير النسبي في الرقم القياسي لأسعار المستهلك، وكذلك معدل التضخم مقاس بالتغير النسبي في الناتج المحلي الإجمالي مثل ما هو موضح في الجدول أدناه:

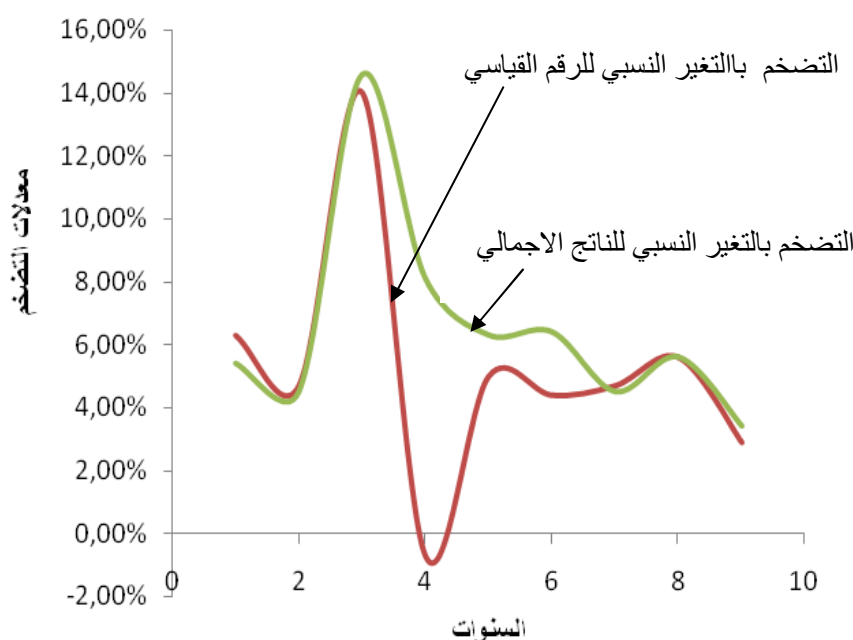
جدول 16: تطور معدل التضخم خلال الفترة 2006 - 2014

الوحدة: نسبة مئوية

2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	
2.9	5.6	4.7	4.4	5.0	0.7-	14.0	4.7	6.3	معدل التضخم مقياس بالتغير النسبي للرقم القياسي العام CPI
0.3	3.7	4.6	4.1	5.0	1.7	18.7	8.9	7.5	المواد الغذائية
4.8	8.3	3.5	3.8	4.1	1.7-	13.5	2.0	5.6	المساكن
9.3	5.7	4.7	6.2	1.9	5.8	7.4	6.2	2.8	الملابس والاحذية
1.3	5.8	5.7	5.1	6.3	3.9-	9.8	2.0	5.6	السلع والخدمات الأخرى
3.4	5.6	4.5	6.4	6.3	8.1	14.6	4.5	5.4	معدل التضخم مقياس بالتغير النسبي للنتائج المحلي الإجمالي

المصدر: التقارير السنوية للبنك المركزي الأردني لسنوات 2006، 2008، 2010، 2013 و 2014.

شكل 34: تطور معدل التضخم خلال الفترة 2006 - 2014



المصدر: تم إعداده من معطيات الجدول 16.

من خلال الجدول 16 والشكل 34 يتضح أن معدل التضخم مقياس بالتغير النسبي للرقم القياسي للأسعار عرف ارتفاع سنة 2006 لمستوى 6.3%، نتيجة جملة من العوامل أبرزها ارتفاع مستوى الطلب الكلي وقرار رفع أسعار المشتقات النفطية وكذلك قرار رفع الأجور الذي ساهم في رفع تكاليف الإنتاج، إلى جانب قرار

رفع الضرائب على بعض المنتجات الاستهلاكية مثل التبغ، السجائر والمشروبات الكحولية، إضافة إلى ارتفاع بعض أسعار السلع المستوردة في السوق العالمية. كما بلغ معدل التضخم المقاس بالتغير النسبي في الناتج المحلي الإجمالي نسبة 5.4% مسجلة ارتفاع على سنة 2005، نتيجة ارتفاع مخفض بند صافي الضرائب على المنتجات بنسبة 14.6%، ومخفض قطاعات الإنتاج السلعي بنسبة 4.8% ومخفض قطاعات الإنتاج الخدمي بنسبة 4.0%.

وفي سنة 2007 بلغ معدل التضخم المقاس بالتغير النسبي في الرقم القياسي للأسعار مستوى 4.7%، نتيجة ارتفاع أسعار بعض المواد الغذائية التي عرفت ارتفاع بمستوى 8.9% متأثرة بتراجع الإنتاج الزراعي، أما معدل التضخم المقاس بالتغير النسبي في الناتج المحلي الإجمالي بلغ مستوى 4.5%. وكانت سنة 2008 سنة لارتفاع قياسي لمعدل التضخم سواء المقاس بالتغير النسبي للرقم القياسي والذي بلغ 14% أو معدل التضخم المقاس بالتغير النسبي في الناتج المحلي الإجمالي الذي بلغ 14.6%، وذلك نتيجة النمو الكبير لأسعار المواد الأساسية وأهمها النفط والمواد الغذائية.

وشهدت سنة 2009 انكماشاً في الرقم القياسي بمعدل 0.7% بينما سجل معدل التضخم المقاس بالتغير النسبي للناتج المحلي الإجمالي انخفاضا لمستوى 8.1% مقارنة بما كان عليه سنة 2008، أما سنة 2010 سجل معدل التضخم المقاس بالتغير النسبي للرقم القياسي مستوى 5%، مقارنة بالانكماش الذي عرفه سنة 2009 متأثراً بارتفاع أسعار السلع الأولية وخصوصاً أسعار النفط الخام والمواد الغذائية، أما معدل التضخم المقاس بالتغير النسبي في الناتج المحلي الإجمالي بلغ نسبة 6.3%، وهي نسبة أقل من نسبة السنة السابقة.

وشهدت سنة 2011 ارتفاعاً ولكن بوتيرة متباطئة حيث بلغ معدل التضخم مقاساً بالتغير النسبي في الرقم القياسي للأسعار ما مقداره 4.4%، متأثراً بسياسة الدعم الحكومي لبعض السلع الأساسية وخصوصاً النفطية وأسعار السلع المستوردة. كما شهد أيضاً التضخم مقاساً بالتغير النسبي للناتج المحلي الإجمالي تباطؤاً في معدل يبلغ 6.4%، كمحصلة لتراخي الزيادة في الأسعار المحلية في معظم القطاعات الإنتاجية المكونة له خصوصاً الزراعة والتجارة والمطاعم والفنادق، اللذان سجلا تضخماً نسبته 2.6% و 3.2% للمعدلين خلال هذه السنة مقارنة بـ 14.2% و 8.8% في سنة 2010.

وارتفع معدل التضخم مقاساً بالتغير النسبي في الرقم القياسي بنسبتي 4.7% و 5.6% خلال سنتي 2012 و 2013 متأثراً بقرار الحكومة برفع أسعار بندي الوقود والإنارة والنقل. أما سنة 2014 فسجل فيها التضخم مقاساً بالتغير النسبي في الرقم القياسي للأسعار انخفاضا ليبلغ 2.9%، ويعزى هذا الانخفاض بشكل أساسي إلى هبوط أسعار النفط والسلع والخدمات المرتبطة به. كما تأثر أيضاً هذا المعدل بتراجع أسعار الغذاء

في الأسواق العالمية، إذ أظهر مؤشر أسعار الغذاء الصادر عن منظمة الأغذية والزراعة تراجعاً بنسبة 3.8% مقابل تراجع 1.6% خلال سنة 2013.

المطلب الثاني: تحليل القطاع النقدي

سيتم تناول تطور القطاع النقدي في الأردن خلال الفترة 2006-2014 وفق ما يلي:

1- تطور الكتلة النقدية

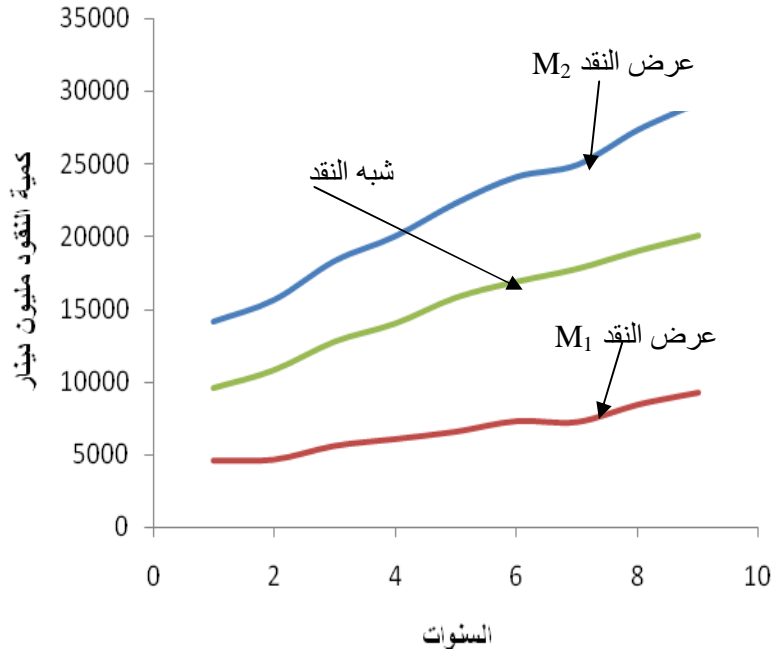
يمكن استعراض تطور الكتلة النقدية من خلال مكوناتها بالاعتماد على عرض النقد M1، الذي يعبر عن النقد المتداول مضافاً إليه ودائع تحت الطلب بالدينار لدى الجهاز المصرفي، وودائع المؤسسات المصرفية الأخرى تحت الطلب بالدينار لدى البنك المركزي. وكذلك اعتماد شبه النقد الذي يشمل الودائع تحت الطلب بالعملة الأجنبية مضافاً إليها ودائع التوفير بالدينار والعملة الأجنبية لكل القطاعات، وكذلك عرض النقد M2. والجدول الموالي يوضح ذلك:

جدول 17: تطور الكتلة النقدية في الأردن خلال الفترة 2006-2014

2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	
9231.7	8408.4	7211.1	7271.5	6550	6039.5	5573.0	4633.1	4566.5	عرض النقد M1 مليون دينار
823.3	1197.3	-60.4	721.5	510.5	466.5	779.9	266.6	505.2	التغير مليون دينار
10	17	-1	11	8	8	15	6	12	نسبة النمو %
20008.7	18955	17734	16847.4	15756.7	13973.8	12731.2	10773.7	9543.2	شبه النقد مليون دينار
1053.7	1221	886.6	1090.7	1782.9	1242.6	1957.5	1230.5	1240.5	التغير مليون دينار
6	7	5	7	13	10	18	13	15	نسبة النمو %
29240.4	27363.4	24945	24118.9	22306.7	20013.3	18304.2	15606.8	14109.7	عرض النقد M2 مليون دينار
1877	2418.3	826.2	1812.2	2293.4	1709.10	2697.4	1497.10	1745.7	التغير مليون دينار
7	10	3	8	11	9	17	11	14	النمو %

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على الموقع الرسمي للبنك المركزي الأردني www.cbj.gov.jo 01-04-2016 date de consultation

شكل 35: تطور الكتلة النقدية في الأردن خلال الفترة 2006-2014



المصدر: تم إعداده من معطيات الجدول 17.

يلاحظ من الجدول 17 والشكل 35 أن عرض النقد M1 في الأردن خلال الفترة الممتدة بين 2006-2014 عرف تغيره بمتوسط 9.53 % تراوح بين الارتفاع والانخفاض، حيث ارتفع عام 2006 بمقدار 505.20 مليون دينار أي بنسبة 12% مقابل ارتفاع نسبته 27.2 % سنة 2005، ويأتي هذا الارتفاع بفضل زيادة النقد المتداول بـ 370.2 مليون دينار وزيادة الودائع تحت الطلب بالدينار بمبلغ 135.0 مليون دينار.¹ أما سنة 2007 قدر ارتفاع عرض النقد M1 بـ 266.6 مليون دينار أي ما نسبته 6% وذلك بفضل ارتفاع الودائع حتى نهاية شهر نوفمبر بـ 1287.6 مليون دينار، وارتفاع النقد المتداول بـ 135.8 مليون دينار.² كما شهد أيضا عرض النقد M1 سنة 2008 ارتفاع بمقدار 739.9 مليون دينار حيث بلغ 5573.0 مليون دينار أردني، وتأتي هذا الارتفاع نتيجة زيادة كل من النقد المتداول والودائع تحت الطلب بالدينار بـ 492.4 مليون دينار و247.5 مليون دينار.³ وكان لسنة 2009 أن تشهد تباطؤ في نمو عرض النقد M1 حيث بلغ مستوى 6039.5 مليون دينار أي بزيادة مقدارها 466.5 مليون دينار مقارنة بـ 739.9 مليون دينار سنة 2008، وكان سبب هذا النمو ارتفاع الودائع تحت الطلب خلال العشر أشهر الأولى من العام بنسبة

¹ - (2006): التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني، مطبعة البنك المركزي الأردني، الأردن، ص: 31.

² - (نوفمبر 2007): أحدث التطورات النقدية والاقتصادية في الأردن، التقرير السنوي لدائرة الأبحاث(12)، المجلد 2، الاردن، ص: 6.

³ - (2010): التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني، مطبعة البنك المركزي الأردني، الأردن، ص: 29.

93% لتبلغ مقدار 1457.4 مليون دينار، وارتفاع النقد المتداول بمقدار 0.9% ليبلغ 2688.4 مليون دينار.¹ وسجلت سنة 2010 تغير مستوى عرض النقد M1 بنسبة 8% ليبلغ ما مقداره 6650 مليون دينار أردني نتيجة ارتفاع كل من الودائع تحت الطلب بالدينار والنقد المتداول بـ 346.4 مليون دينار و 164.1 مليون دينار على التوالي.² كما شهدت 2011 أيضا ارتفاع في عرض النقد M1 بـ 721.5 مليون دينار ليبلغ 7271.5 مليون دينار أي بنسبة نمو 11% نتيجة ارتفاع كل من الودائع تحت الطلب بالدينار والنقد المتداول بمقدار 545.8 مليون دينار و 175.7 مليون دينار على التوالي.³ وشهدت 2012 تراجع في النمو M1 بنسبة 1% أي بمقدار 604 مليون دينار وستقر عند مستوى 7211.1 مليون دينار أردني. أما 2013 ارتفع عرض النقد M1 بمقدار 1197.3 مليون دينار ليبلغ ما مقداره 8408.4 مليون دينار، كحصلة لارتفاع الودائع تحت الطلب بالدينار بـ 805.7 مليون دينار وارتفاع النقد المتداول بـ 391.6 مليون دينار.⁴ وشهدت 2014 هي الأخرى ارتفاع في M1 بمقدار 823.3 مليون دينار ليبلغ مستوى 923.17 مليون دينار.

أما عن شبه النقد، فقد عرفت هو الأخرى تطورا غير مستقر خلال الفترة 2006-2014، ففي سنة 2006 ارتفع بمبلغ 1240.5 مليون دينار ليستحوذ بذلك على ما نسبته 71.1% من إجمالي الزيادة المتحققة في السيولة المحلية M2، وكان لودائع التوفير لآجل الحصة الأكبر من الارتفاع المحقق والذي قدر بمبلغ 1177.6 مليون دينار أردني. أما سنة 2007، فقد شهدت هي الأخرى تطور شبه النقد ولكن بمقدار 1230.5 مليون دينار ليبلغ 10773.7 مليون دينار أردني. كما عرف في سنة 2008 ارتفاع بمقدار 1957.5 مليون دينار نتيجة ارتفاع ودايع التوفير لآجل بـ 1625.8 مليون دينار متأثرة بارتفاع الودائع بالدينار وانخفاضها بالعملة الأجنبية. وفي 2009 تطور بنسبة 10% ليصل لما مقداره 13973.8 مليون دينار، وفي 2010 عرف أيضا زيادة قدرت بـ 1782.9 مليون دينار ليصل إلى 15756.7 مليون دينار، وذلك نتيجة ارتفاع الودائع بالدينار بـ 1440,6 مليون دينار والودائع بالعملة الأجنبية بـ 119.8 مليون دينار أردني. أما سنة 2011 تباطؤ فيها نمو شبه النقد حيث حقق معدل تطور 7% وقدر بـ 16847.4 مليون دينار مستحوذا بذلك على ما نسبته 60.2% من إجمالي الزيادة المحققة في السيولة، وعرفت منه الودائع بالدينار ارتفاع بمبلغ 796.3 مليون دينار وودائع العملة الأجنبية ارتفاع بمبلغ 98.6 مليون دينار.⁵ وفي 2012 قدر شبه النقد بمبلغ 17734 مليون دينار وفي 2013 بمبلغ 18955 مليون دينار محققا ارتفاع بـ 1221 مليون دينار

¹ - (نوفمبر 2009): أحدث التطورات النقدية والاقتصادية في الأردن، التقرير السنوي لدائرة الأبحاث(11)، المجلد 4، الأردن، ص: 5- 6.

² - (2010): التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني، مطبعة البنك المركزي الأردني، الأردن، ص: 31.

³ - (2011): التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني، مطبعة البنك المركزي الأردني، الأردن، ص: 29.

⁴ - (2013): التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني، مطبعة البنك المركزي الأردني، الأردن، ص: 25.

⁵ - (2011): التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني، مطبعة البنك المركزي الأردني، الأردن، ص: 29.

كمحصلة لارتفاع ودائع التوفير لأجل، وبالتحديد الودائع بالدينار بـ 1981.3 مليون¹. و 2014 شهدت هي الأخرى ارتفاع في مقدار شبه النقد بـ 1053.7 مليون ليبلغ مستوى 20008.7 مليون دينار أردني كمحصلة لارتفاع الودائع بالدينار الأردني بـ 1225.50 مليون وارتفاع الودائع تحت الطلب بالعملة الأجنبية بـ 66.8 مليون دينار².

أما عن العرض النقدي M2 يلاحظ أنه عرف تغير خلال فترة دراسة بمتوسط 10.03 %، فقد حقق سنة 2006 نمو 14 % لتقدر قيمته 14109.7 مليون دينار مرتفعا بـ 1745.7 مليون دينار عن السنة السابقة، تحت تأثير عدة عوامل منها ارتفاع صافي الموجودات المحلية للجهاز المصرفي خلال العام بـ 337 مليون دينار، وكذلك ارتفاع بند صافي الموجودات الأجنبية للجهاز المصرفي بـ 1408.7 مليون دينار. أما سنة 2007 فقد شهدت هي الأخرى ارتفاع عرض النقد M2 بـ 1497.10 مليون دينار ليستقر عند 15606.8 مليون دينار أردني³. وفي سنة 2008 ارتفع عرض النقد إلى مستوى 18304.2 مليون دينار بتغير مقداره 2697.4 مليون دينار أردني نتيجة تأثير عامل ارتفاع بند صافي الموجودات المحلية للجهاز المصرفي بـ 3462.7 مليون دينار. أما سنة 2009 عرف M2 نمو بنسبة 9% إذ بلغ 20013.3، وخلال 2010 بلغ 22306.7 مليون دينار أردني مرتفعا بنسبة 11% نتيجة زيادة بند صافي الموجودات الأجنبية للجهاز المصرفي بـ 1197.1 مليون دينار مساهما بحوالي 6% من إجمالي التوسع في M2، وكذلك ارتفاع بند صافي الموجودات المحلية للجهاز المصرفي بـ 1096.3 مليون دينار⁴. واستقرت قيمة عرض النقد M2 سنة 2011 عند مستوى 24118.9 مليون دينار بارتفاع قيمته 1812.2 مليون دينار مقارنة بسنة 2010 وذلك بسبب ارتفاع صافي الموجودات المحلية بواقع 32.9%، كما عرفت هذه السنة أيضا انخفاض بـ 7.4 % في بند صافي الموجودات الأجنبية لدى البنك المركزي وارتفاعه 7.3 % لدى البنوك المرخصة⁵. وكان لسنة 2012 أن تشهد ارتفاع عرض النقد M2 بمبلغ 2418.3 مليون ليبلغ مقدار 27363.4 مليون دينار بسبب ارتفاع الودائع بالدينار الأردني بمبلغ 19813 مليون دينار⁶. وسجل مستوى عرض النقد في 2014 ارتفاع بمبلغ 1877 مليون دينار أردني ليستقر عند 29240.3 مليون دينار نتيجة الأثر التوسعي لكل من صافي الموجودات

¹ - (2006): التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني، مطبعة البنك المركزي الأردني، الأردن، ص: 25.

² - (2014): التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني، مطبعة البنك المركزي الأردني، الأردن، ص: 25.

³ - (2006): التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني، مطبعة البنك المركزي الأردني، الأردن، ص: 31-32.

⁴ - (2010): التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني، مطبعة البنك المركزي الأردني، الأردن، ص: 31-32.

⁵ - (2011): التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني، مطبعة البنك المركزي الأردني، الأردن، ص: 30.

⁶ - (2013): التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني، مطبعة البنك المركزي الأردني، الأردن، ص: 25.

الأجنبية بمبلغ 1008.9 مليون دينار وصافي الموجودات المحلية للجهاز المصرفي بمبلغ 868.1 مليون دينار.¹

2- أسعار الفائدة

للإحاطة بتغيرات أسعار الفائدة الأردنية خلال فترة 2006-2014 سيتم التطرق لتطور كل من سعر الفائدة على سعر إعادة الخصم وأسعار الفائدة على الودائع لأجل وسعر الفائدة على ودائع التوفير وفقاً لما هو مبين في الجدول أدناه:

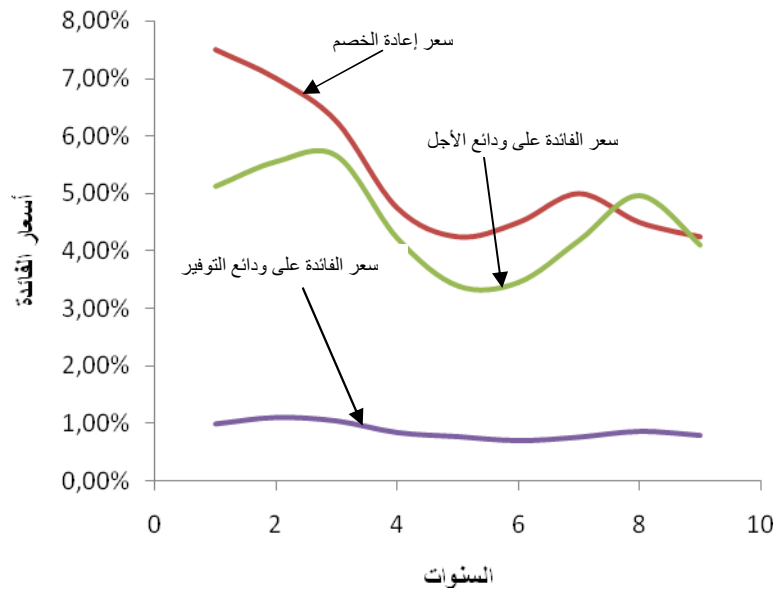
جدول 18: تطور أسعار الفائدة في الاقتصاد الأردني خلال الفترة 2006-2014

الوحدة: نسبة مئوية

2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	
4.25	4.5	5	4.5	4.25	4.75	6.25	7	7.5	سعر إعادة الخصم
4.11	4.97	4.19	3.46	3.4	4.23	5.66	5.56	5.13	سعر الفائدة على الودائع الأجل
0.79	0.87	0.76	0.7	0.77	0.84	1.04	1.1	0.99	سعر الفائدة على ودائع التوفير

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على الموقع الرسمي للبنك المركزي الأردني www.cbj.gov.jo 01-04-2016 date de consultation.

شكل 36: تطور أسعار الفائدة في الاقتصاد الأردني خلال الفترة 2006-2014



المصدر: تم إعداده من معطيات الجدول 18.

يلاحظ من الجدول 18 والشكل 36 أعلاه أن سعر إعادة خصم عرف انخفاض 0.5 % ما بين سنة 2006 و2007 أما سعر الفائدة على الودائع طويلة الأجل ارتفعت من 5.13% إلى 5.56% بواقع 0.43%،

¹ - (2014): التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني، مطبعة البنك المركزي الأردني، الأردن، ص: 23.

أما سعر الفائدة على الودائع ارتفع هو الآخر بـ 0.11% ليبلغ مستوى 1.1% سنة 2007 بعدما كان 0.99% سنة 2006. أما سنة 2009 عرف فيها معدل إعادة الخصم هو الأخرى انخفاضا إلى مستوى 4.75% بعدما ارتفع إلى 6.25% سنة 2008، كما أن سعر الفائدة على الودائع الآجل هو الآخر انخفض بـ 1.43% ليصبح 4.23% بعدما كان 5.66% سنة 2008، أما سعر الفائدة على وداائع التوفير عرف انخفاضا 0.2% % ليستقر عند نسبة 0.84% خلال عام 2009.

وخلال سنوات 2010، 2011 و 2012 سجل أيضا معدل إعادة الخصم عدم استقرار حيث بلغ مستويات 4.25%، 4.5% و 5% بشكل أثر في سعر الفائدة على الودائع لآجل لينخفض إلى 3.4%، 3.46% و 4.19% والسبب في ذلك يعود إلى الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على أسعار الفائدة في كل الأسواق المالية العالمية، حيث انخفض سعر الفائدة في بعض الاقتصاديات إلى مستوى 0.25% مثل الولايات المتحدة الأمريكية والاقتصاديات الأوروبية، كما بلغ سعر الفائدة على وداائع التوفير خلال هذه السنوات مستويات متدنية عند 0.77%، 0.70% و 0.76% على التوالي، وفي سنة 2013 عرف سعر إعادة الخصم انخفاضا بينما سجل سعر الفائدة على الودائع الآجل وودائع التوفير ارتفاع إلى مستوى 4.97% و 0.87% للسعرين على التوالي. كما شهدت أيضا سنة 2014 انخفاضا إلى مستوى 4.25% لسعر إعادة الخصم و 4.11% لسعر الفائدة على الودائع الآجل و 0.79% لسعر الفائدة على وداائع التوفير.

3- تطور سعر الصرف

يبين الجدول الموالي تطور سعر صرف الدينار الأردني بمجموعة من العملات لأهم الشركاء التجاريين:

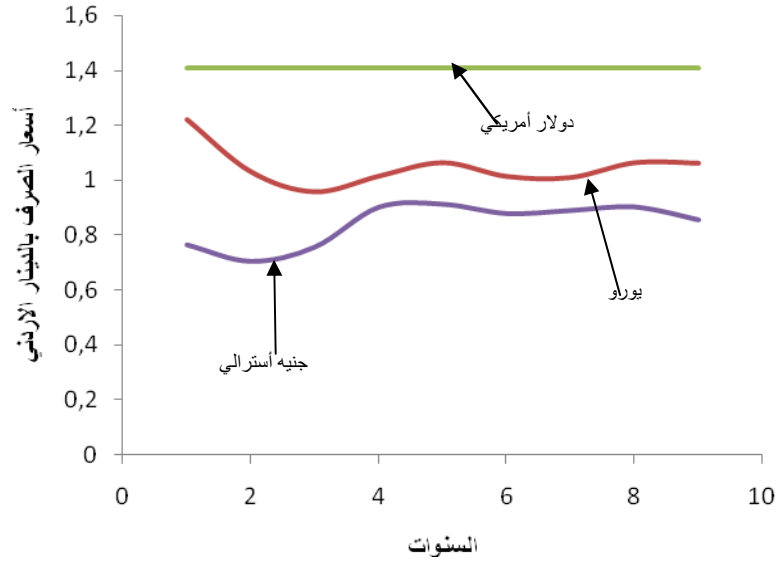
جدول 19: تطور أسعار الصرف في الاقتصاد الأردني خلال الفترة 2006-2014

الوحدة: نسبة مئوية

2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	
1.061	1.063	1009	1.013	1.063	1.014	0.957	1.030	1.22	يورو
1.410	1.410	1410	1.410	1.410	1.410	1.410	1.410	1.410	دولار أمريكي
0.856	0.903	0.890	0.879	0.913	0.902	0.757	0.705	0.765	دنيه استرليني
148.9	137.5	112.5	112.4	123.8	1319	145.80	166.00	163.9	ين ياباني

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على الموقع الرسمي للبنك المركزي الأردني www.cbj.gov.jo 01-04-2016 date de consultation.

شكل 37: تطور أسعار الصرف في الاقتصاد الأردني خلال الفترة 2006-2014



المصدر: تم إعداده من معطيات الجدول 19.

من خلال الجدول والشكل يتضح أن البنك المركزي الأردني ما زال ومنذ سنة 1995 يعتمد نظام سعر الصرف الثابت للدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي والذي اثبت أنه ما زال الأمثل والأنسب للاقتصاد ويشكل دعامة أساسية للاستقرار النقدي والمصرفي، ويؤدي دورا فاعلا في تعزيز الثقة بالدينار الأردني وزيادة تنافسية الصادرات الوطنية فضلا عن جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية.

وبالنظر إلى سعر الصرف مقابل العملات الرئيسية، يلاحظ ما بين سنة 2006 و 2007 انخفاض سعر صرف الدينار مقابل اليورو والجنيه الإسترليني 15.57% و 7.8% بالترتيب، أما الين الياباني فقد عرف ارتفاعا بـ 1.2%. أما سنوات 2009 و 2010 عرف سعر صرف الدينار مقابل اليورو ارتفاع بنسبة 5.9%، 4.8%، أما سعر صرف الدينار مقابل الجنيه الإسترليني عرف هو الآخر انخفاضا بنسب 9%، 6.14%، كما عرف الدينار كذلك انخفاضا مقابل اليورو في سنة 2012 بنسبة 0.3% كما ارتفع سعر الصرف مقابل الجنيه الإسترليني والين الياباني بنسبة 1.25%، 0.08%. أما في سنة 2013 فقد سجل سعر صرف الدينار بكل من اليورو والجنيه الإسترليني والين الياباني ارتفاعا بنسب 5.3%، 1.4% و 22.2% على التوالي، وسجل في سنة 2014 سعر صرف الدينار ارتفاعا مقابل الين الياباني بـ 8.3% وانخفاض سعر صرف الدينار بالجنيه الإسترليني 5.2% وبالبيورو 0.18%.

المطلب الثالث: تحليل قطاع المالية العامة

يمكن توضيح أهم التطورات التي عرفتتها متغيرات قطاع المالية العامة في الأردن من خلال الجدول

الآتي:

جدول 20: تطور الإيرادات والنفقات والعجز في الموازنة في الأردن

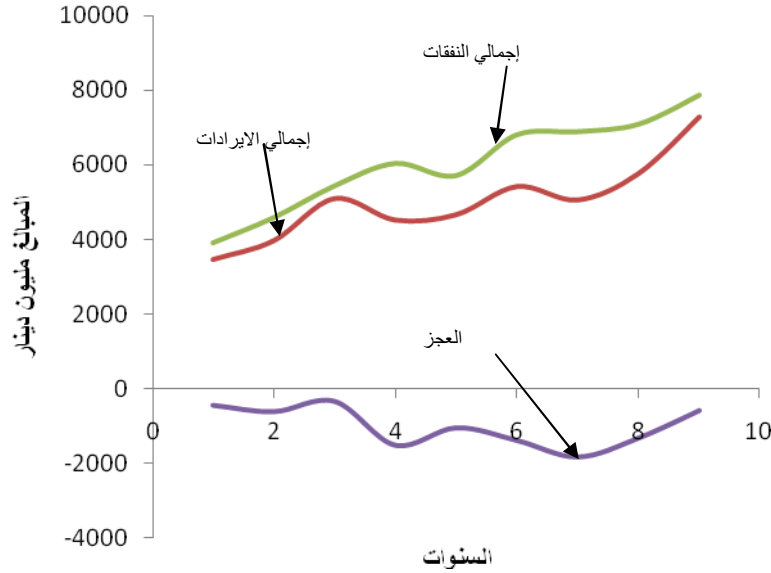
خلال الفترة 2006 - 2015

الوحدة: مليون دينار

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
الإيرادات المحلية	3164.4	3628.1	4375.4	4187.8	4261.1	4198.9	4726.9	5119.8	6031.1
المساعدات الخارجية	304.6	343.4	718.3	333.4	401.7	1215	327.3	639.1	1236.5
إجمالي الإيرادات	3469	3971.5	5093.7	4521.2	4662.8	5413.9	5054.2	5758.9	7267.6
نسبة الإيرادات إلى الناتج المحلي الإجمالي	33	31.5	32.7	26.7	24.9	26.4	23	24.1	28.6
النفقات الجارية	3118.1	3743.9	4473.4	4586	4746.6	5739.5	6202.8	6056.1	6716.6
النفقات الرأسمالية	794.1	842.6	958.5	1444.5	961.4	1057.1	675.4	1021	1136.3
إجمالي النفقات	3912.2	4586.5	5431.9	6030.5	5708.2	6796.6	6878.2	7077.1	7852.9
نسبة النفقات إلى الناتج المحلي الإجمالي	37.2	39.1	34.8	35.7	30.4	33.2	31.3	29.7	30.9
العجز / الوفرة في الميزانية	443.2-	615 -	-	-	-	-	1824-	-	585.3-
			338.2	1509.3	1045.2	1382.7		1318.2	
نسب العجز / وفرة في الناتج المحلي الإجمالي	4.4-	5.2-	4.9-	8.5-	5.4-	6.8-	8.3-	5.5-	2.3-

المصدر: التقارير السنوية للبنك المركزي الأردني لسنوات 2006، 2008، 2010، 2011، 2013 و 2014.

شكل 38: تطور الإيرادات والنفقات والعجز في الموازنة في الأردن خلال الفترة 2006 - 2015



المصدر: تم إعداده من معطيات الجدول 20.

يتضح من خلال الجدول 20 والشكل 38 أن أداء المتغيرات المالية أظهرت تحسناً طفيفاً خلال سنة 2006، وجاء هذا التحسن بفضل النمو في الإيرادات المحلية حيث بلغت ما مقداره 3164.4 مليون دينار، نتيجة تحسن مستوى الإنتاجية وزيادة حجم الاستهلاك والاستثمار الخاص. وشكلت هذه الإيرادات ما نسبته 33% من الناتج المحلي الإجمالي، وقد عرفت النفقات العامة هذه السنة تباطؤاً في النمو بلغ 0.7%، ويعزى ذلك بشكل أساسي إلى الإجراءات التي اتخذتها الحكومة والمتعلقة برفع أسعار المحروقات محلياً ورفع الدعم جزئياً عنها. ونجم عن هذه التطورات تسجيل الموازنة العامة عجزاً مالياً مقداره 443.6 مليون دينار أو ما نسبته 4.4% من الناتج المحلي الإجمالي، متراجعاً عن عجز سنة 2005 الذي قدر بـ 476.8 مليون دينار، وذلك نتيجة تحسن الإيرادات المحلية وتراجع بند دعم المحروقات كما ذكر سابقاً.

أما أداء المتغيرات لعام 2008 كان مرضياً بالمقارنة مع المستوى المحقق في 2007 وخاصة في ظل تحمل الخزينة العامة لجملة من الأعباء المالية الإضافية، سواء الناجمة عن صدمات سعرية خارجية تمثلت بالارتفاع الحاد في أسعار النفط الخام والغذاء والمواد الأساسية في السوق العالمية، فقد عرفت الإيرادات العامة ارتفاعاً بـ 1122.2 مليون دينار في سنة 2008 لتبلغ مستوى 5097.7 مليون دينار مقارنة بـ 3971.5 مليون دينار في 2007، كما سجلت أيضاً النفقات ارتفاعاً إلى مستوى 5431.9 مليون دينار بعدما كانت 4586.5

مليون دينار في 2007، وسجلت الموازنة العامة عجزا مقداره 338.2 مليون دينار مقارنة بـ 615 مليون دينار سنة 2007.

أما سنة 2010 حققت المتغيرات المالية العامة نتائج إيجابية إلى حد ما على صعيد تخفيض العجز في الموازنة ليبلغ مقدار 1045.2 مليون دينار أردني مقارنة بقيمة 1509.3 مليون دينار أردني سنة 2009، وعرفت أيضا إجمالي النفقات انخفاض إلى ما مقداره 5708.2 مليون دينار بعدما كان 6030.5 مليون دينار في سنة 2009 لتتمكن من تغطية ما نسبته 6.7% من النفقات العامة¹.

وكان لسنة 2011 أن تشهد ارتفاع عجز الموازنة ليصل إلى ما مقداره 1382.7 مليون دينار وما نسبته -6.8% من الناتج المحلي الإجمالي، متأثرا بظروف عدم اليقين التي سادت المنطقة العربية وبالارتفاع المستمر في الأسعار العالمية للسلع الأساسية، وتقلب إمدادات الغاز الطبيعي المستورد من مصر وزيادة المطالبات المالية من قبل فئات وقطاعات الاقتصاد، كما أظهرت أيضا المؤشرات انخفاض نسبة تغطية الإيرادات العامة للنفقات العامة بمقدار 2.1% حيث بلغت الإيرادات ما مقداره 5413.9 مليون دينار والنفقات 6796.6 مليون دينار² وعلى الرغم من استمرار تأثر المملكة بجملة من التحديات والظروف الخارجية والتحول الاقتصادي والسياسي في بعض دول الجوار وتدفق مئات الآلاف اللاجئين، إلا أن عجز الموازنة عرف تراجع في سنة 2013 إلى مستوى 1318.2 مليون دينار بعدما بلغ مستوى قياسي له في سنة 2011 عند مقدار 1824 مليون دينار وهذا بعد المساعدات الخارجية، لأنه إذا تم استثناء المساعدات الخارجية فإنه يرتفع ليصل مستوى 1946.3 مليون دينار. وهو مستوى أقل من العجز المحقق في سنة 2012 بعد استثناء المساعدات الخارجية الذي قدر بـ 2151.3 مليون دينار. وشهدت الإيرادات العامة ارتفاع بقيمة 703.9 مليون دينار سنة 2013 لتصل إلى 5758.2 مليون دينار، وذلك نتيجة ارتفاع كل من الإيرادات المحلية بمقدار 392.2 مليون دينار والمساعدات الخارجية بمقدار 311.8 مليون دينار. أما النفقات العامة سجلت نموا طفيفا سنة 2013 لتبلغ 7077.1 مليون دينار مقارنة بما كانت عليه سنة 2012 حيث بلغت 6878.2 مليون دينار، نتيجة ارتفاع لإنفاق الرأسمالي بما مقداره 345.6 مليون دينار بينما انخفضت النفقات الجارية بمقدار 146.7 مليون دينار.

وفي سنة 2014 شهد الوضع تحسنا في بعض متغيرات المالية العامة حيث انخفض العجز في الموازنة بحوالي 732.9 مليون دينار ليصل إلى 585.3 مليون دينار. ويعزى هذا التحسن إلى استمرار التزام الحكومة بالإصلاحات المالية. أما عند استثناء المساعدات الخارجية فإن العجز المالي يرتفع إلى مستوى 1821.8

¹ - (2010): التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني، مطبعة البنك المركزي الأردني، الأردن، ص:50-51.

² - (2006): التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني، مطبعة البنك المركزي الأردني، الأردن، ص:46-48.

مليون دينار وهو مستوى أقل من العجز المحقق خلال السنة السابقة إذ بلغ 1957.3 مليون دينار، أما عن باقي الإيرادات العامة عرفت هذه السنة ارتفاع قيمته 1508.7 مليون دينار لتصل إلى 7267.6 مليون دينار. وذلك نتيجة لارتفاع الإيرادات المحلية بمقدار 911.3 مليون دينار، وارتفاع المساعدات الخارجية بمقدار 597.4 مليون دينار. وارتفعت النفقات العامة في هذه السنة بمقدار 775.8 مليون دينار أي ما نسبته 11% لتبلغ 7852.9 مليون دينار نتيجة ارتفاع النفقات الجارية بمقدار 660.5 مليون دينار وارتفاع الإنفاق الرأسمالي بمقدار 115.3 مليون دينار.

خلاصة الفصل الثالث

تؤدي سوق الأوراق المالية الأردنية دورا هاما ووظيفة اقتصادية رئيسية من خلال حشد المدخرات وتشجيعها للاستثمار في الوحدات الاقتصادية، ففكرة سوق الأوراق المالية في الأردن بدأت بإنشاء الشركات المساهمة العامة في أوائل الثلاثينات حيث كانت أسهمها تتداول من خلال مكاتب غير متخصصة إلى أن تأسس سوق عمان المالي سنة 1977، ليتم بعد ذلك إنشاء هيئة الأوراق المالية لخلق قانون لهذه السوق وأنشئت بورصة عمان سنة 1999 كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في الأردن. وفي الوقت الحالي يتم فيها تداول أسهم وسندات الشركات الخاصة والعامة من خلال سوق أولية وسوق ثانوية مثل ما هو الحال في جميع البورصات العالمية الكبرى من خلال أوامر تنفذ خلال ساعات محددة، كما اعتمدت هذه السوق مؤخرا نظام تداول إلكتروني ساهم في رفع كفاءة وسرعة التعامل فيها وتوفير الشفافية والأمان للمتعاملين والمستثمرين.

أما عن واقع نشاطها فقد عرفت خلال فترة الدراسة الممتدة بين 2006 و2015 انخفاض في حجم التداول بمتوسط 17 % نتيجة انخفاض معدلات النمو الاقتصادي بسبب الأزمة المالية العالمية وأزمة دول الجوار، كما عرف عدد الأسهم المتداولة هو الآخر تراجع خلال الفترة نفسها بمتوسط 6 %، واتجهت القيمة السوقية نحو الانخفاض خلال نفس الفترة بمتوسط 1% نتيجة تراجع معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، بسبب التداعيات السالفة الذكر. أما الرقم القياسي المرجح للأسهم الحرة فقد عرف تذبذب خلال فترة الدراسة كان الغالب فيه التراجع، بسبب عدة عوامل منها تراجع أسعار الأسهم على مستوى السوق وتراجع معدلات النمو الاقتصادي، وهو نفس الشيء الذي حدث مع الرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية الذي عرف هو الآخر تراجع في قيمته.

أما عن الوضع الاقتصادي الكلي في المملكة فقد عرف أداء الاقتصاد الأردني ممثل بالناتج المحلي الإجمالي تراجع خلال فترة الدراسة بسبب عدة أحداث أهمها كما تم ذكره سابقا تداعيات الأزمة المالية العالمية وأحداث المنطقة. وبخصوص تطور الأسعار فقد تم تشخيصه من خلال تحليل تغير التضخم المقاس بالتغير النسبي في الرقم القياسي للأسعار والتغير النسبي للناتج المحلي الإجمالي، وقد عرفا هذين المتغيرين تذبذب في التغير خلال فترة الدراسة تراوح بين الارتفاع والانخفاض حيث بلغ مستويات قياسية في سنة 2008 نتيجة النمو الكبير لأسعار المواد الأساسية خاصة المستوردة منها مثل النفط والمواد الغذائية. كما عرفت الكتلة النقدية M1

هي الأخرى خلال فترة الدراسة تغير بمتوسط 9,53% تراوح بين الانخفاض والارتفاع وهو تقريبا نفس الشيء الذي حدث مع الكتلة النقدية M2 وشبه النقود. أما أسعار الفائدة بشكل عام فقد سيرت بها المملكة التغيرات في الوضع الاقتصادي، وقد عرف معدل الصرف لعملات أهم الشركاء التجاريين استقراراً، أما عن تطور النفقات العامة والإيرادات العامة فلم يكن مستقر خلال فترة الدراسة.

الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق

المالية الأردنية

يهدف هذا الفصل إلى قياس واختبار أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية المتمثلة في متغيرات القطاع الحقيقي، متغيرات القطاع النقدي ومتغيرات قطاع المالية العامة على بعض مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية الأردنية التي تم حصرها في مؤشر حجم التداول، مؤشر كمية التداول، مؤشر القيمة السوقية ومؤشر الرقم القياسي لأسعار الأسهم وذلك لما تمثله من شمولية في التعبير على نشاط سوق الأوراق المالية الأردنية خلال الفترة الممتدة من 2006-2015، وستعتمد هذه الدراسة على جانبيين من التحليل وهما التحليل الوصفي والتحليل الإحصائي القياسي الكمي.

في هذا الفصل سيتم تقديم عرض مفصل لنتائج التحليل القياسي لمتغيرات الدراسة من خلال إجراء اختبار إستقرارية السلاسل الزمنية للبيانات الشهرية لكل متغير خلال فترة الدراسة، لمعرفة مستوى استقرارها وفق اختبار ديكي- فولار ADF الموسع واختبار فليب بيرون PP، كما سيتم أيضا الاعتماد على اختبار جونسن Johansen للتكامل المشترك لتحديد العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين المتغيرات وتقدير المتجه العام، كما سيتم كذلك إجراء اختبار نموذج تصحيح الخطأ Vec لتحديد العلاقة التوازنية الطويلة والقصيرة الأجل بين المتغيرات، كما سيستعان كذلك باختبار جرنجر لسببية Granger Causality لتحديد اتجاه السببية بين المتغيرات، ليتم في الأخير دراسة دالة استجابة لرد الفعل بين متغيرات الدراسة.

ولتحقيق الأهداف المنشودة من الدراسة سيتم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث، حيث سهتم المبحث الأول بالجانب الوصفي للدراسة من خلال التعرض لمختلف الدراسات السابقة في هذا الموضوع، وكذلك التعريف بمتغيرات الدراسة وتبيان مختلف خصائصها الإحصائية وكذلك استعراض المنهجية المستخدمة. أما المبحث الثاني سيتم فيه قياس وتحليل أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على كل من حجم التداول وكمية التداول في سوق الأوراق المالية الأردنية، كما سيتم تخصيص المبحث الثالث لقياس وتحليل أثر نفس المتغيرات الاقتصادية الكلية على القيمة السوقية والرقم القياسي لأسعار الأسهم.

وفي مايلي استعراض لهذه المباحث:

- ❖ استعراض الدراسات السابقة وتوصيف المنهجية المستخدمة؛
- ❖ اختبار أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على حجم التداول وكمية التداول؛
- ❖ اختبار أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على القيمة السوقية ومؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة.

المبحث الأول: استعراض الدراسات السابقة وتوصيف المنهجية المستخدمة

ويتضمن هذا الجزء من البحث الجانب الوصفي لهذه الدراسة من خلال التعرض إلى مختلف الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين مختلف المتغيرات الاقتصادية الكلية ومؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية، وكما أنه سيتم أيضا التعريف بمختلف متغيرات الدراسة وكذلك جدولة وتصنيف البيانات وتحديد مختلف خصائصها الإحصائية، ليتم بعد ذلك التطرق للمنهجية التي ستستخدم في الدراسة وذلك من خلال إعطاء صورة توضيحية عن مختلف الاختبارات التي سيتم الاستعانة بها في التحليل.

وسيتم تقسيم هذا المبحث وفقا للعرض السابق إلى المطالب الآتية:

- الدراسات السابقة حول العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية ومؤشرات الأداء في أسواق الأوراق المالية؛
- تحديد متغيرات الدراسة؛
- المنهجية المستخدمة.

المطلب الأول: الدراسات السابقة حول العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية ومؤشرات الأداء في أسواق الأوراق المالية

يمكن استعراض البعض من هذه الدراسات الخاصة بالعلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وبعض من مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية من خلال الموالى:

1- دراسات تأثير المتغيرات الاقتصادية في شكل مجتمع

سيتم تناول البعض من هذه الدراسات من خلال مايلي:

1-1 - دراسة نورما بيلار وروبينز ريسل Norma Perales et Robins Russell¹

جاءت هذه الدراسة بعنوان العلاقة بين عوائد السوق البورصية المكسيكية والمتغيرات النقدية والاقتصادية الحقيقية، وركزت على بحث العلاقة بين النشاط المالي والنشاط الاقتصادي والمتغيرات النقدية باستعمال اختبار جرانجر Granger، واعتمدت الدراسة على البحث في العلاقة بين الرقم القياسي للإنتاج الصناعي، معدل البطالة

¹- N.Perales & R.Robins, (2002): The Relationships between Mexican Stock Market Returns and Real, Monetary and Economic Variables, in www.ssrn.com date de consultation 02-04-2016.

وكذلك الكتلة النقدية معبر عنها بـ M1 من جهة والقيمة المرجحة لمؤشر أسعار الأسهم في السوق البورصية المكسيكية خلال الفترة الممتدة من جانفي 1990 إلى ماي 2000 باستخدام البيانات الشهرية.

ولاختبار السببية وفق اختبار جرانجر ركزت هذه الدراسة على العلاقة الزوجية بين المتغيرات، حيث تم اختبار العلاقة بين مؤشر الإنتاج الصناعي والقيمة المرجحة لمؤشر أسعار الأسهم، وكذلك أيضا العلاقة بين M1 والقيمة المرجحة لمؤشر أسعار الأسهم. كما قامت هذه الدراسة أيضا بدراسة تأثير متغيرات الاقتصاد الأمريكي على مؤشر أسعار الأسهم في السوق المكسيكية، وذلك من خلال تأثير سعر الصرف البيزو Pésو بالدولار ومعدل الفائدة على آذونات الخزينة الأمريكية المستحقة بعد 28 يوم ومعدل آذونات الخزينة الأمريكية ومؤشر داوجونز Dawjones.

وبما أن اختبار جرانجر Granger يتطلب استقرار السلاسل فقد تم الاعتماد على اختبار الإستقرارية وفق إختبار لديكي فولر الموسع ADF. وقد توصلت الدراسة إلى أن المتغيرات مستقرة المستوى، كما أن اختبار جرانجر أعطى نتائج جيدة لكون هناك علاقة سببية من مؤشر أسعار الأسهم إلى الرقم القياسي للإنتاج الصناعي، وعلاقة سببية ثنائية الاتجاه بين المؤشر الأسعار الأسهم وM1، ومن ثم متغيرات الدراسة تتأثر ببعضها البعض وأقوى علاقة تأثير بين مؤشر السوق وM1 وكذلك الرقم القياسي للإنتاج الصناعي.

1-2- دراسة عبد الرحمان عيسه وآخرون أيضا Abdul Rahman Aisyah et autre¹

كانت هذه الدراسة بعنوان محددات الاقتصاد الكلي في سوق الأسهم الماليزية، وانطلقت من خلال اختبار التفاعل بين بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية وأسعار الأسهم في السوق الماليزية للأوراق المالية في إطار نموذج متجه الانحدار الذاتي VAR لتحديد العلاقة الطويلة والقصيرة الأجل بين كل من الرقم القياسي للإنتاج الصناعي، الكتلة النقدية M1، سعر الفائدة على آذونات الخزينة، سعر الصرف الحقيقي، الاحتياطات ومؤشر سوق الأوراق المالية الماليزية، كما تم اختبار التكامل المشترك واستخدام نموذج تصحيح الخطأ VEC للبيانات الشهرية للمتغيرات السابقة الذكر خلال الفترة 1986 - 2008.

وقد أثبتت النتائج أن هناك علاقة تكامل مشتركة بين المؤشر السوقي الماليزي، الكتلة النقدية، معدل الفائدة، معدل الصرف، الاحتياطات والرقم القياسي للإنتاج الصناعي. وأظهر اختبار ADF أن السلاسل مستقرة وأثبتت كذلك العلاقة القصيرة والطويلة المدى أن السوق الماليزي للأوراق المالية حساس اتجاه تغير المتغيرات الاقتصادية الكلية محل الدراسة، وأظهرت نتائج تحليل مكونات التباين أن هناك تفاعل ديناميكي قوي بين متغيرات الدراسة.

¹- A. Aisyah et autre, (MAR 2009): Macroeconomic determinants of Malaysian stock market, African Journal of Business Management (3), Vol3, pp: 95-106.

1-3- دراسة محنامي وسيفنياسيثي¹ Mohanamami.P & Sivagnanasithi.T

جاءت هذه الدراسة بعنوان سوق الأوراق المالية الهندية ومتغيرات الاقتصاد الكلي وبحثت في تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي على سلوك أسعار الأسهم، وقد تم الاعتماد على المتغيرات الاقتصادية كلية المتمثلة في الرقم القياسي لأسعار الجملة، عرض النقود، الإنتاج الصناعي، سعر الصرف، تدفق الاستثمار الأجنبي المؤسستي ومعدل الفائدة كمتغيرات مستقلة ومؤشر سوق مومباي الهندية كمتغير تابع خلال الفترة الممتدة من أبريل 2007 إلى ماي 2012 بيانات شهرية.

وقد استخدمت هذه الدراسة مجموعة من الأساليب الإحصائية تمثلت في مصفوفة الارتباط لبرسون وكذلك اختبار جذر الوحدة وفق اختبار ADF وكذلك اختبار علاقة السببية بين المتغيرات وفق اختبار جرانجر للسببية Granger Causality، وتوصلت أن السلاسل الزمنية للمتغيرات كانت مختلفة درجة الاستقرار مما يعني أنها غير متكاملة في نفس الدرجة، حيث كان مؤشر السوق BSE مستقر الفرق الأول وكذلك CMR معدل الفائدة وسعر الصرف INRU وعرض النقد MS أما تدفق الاستثمار الأجنبي FI كان مستقر المستوى والإنتاج الصناعي IP والرقم القياسي لأسعار الجملة WPI مستقرين الفرق الثاني. كما توصلت مصفوفة الارتباط أن هناك ارتباط قوي في الاتجاه الإيجابي بين مؤشر السوق BSE، الرقم القياسي لأسعار WPI، عرض النقد MS، الإنتاج الصناعي IP وتدفق الاستثمار الأجنبي FI. أما عن معدل الصرف INRU ومعدل الفائدة CMR ارتباطا بشكل ضعيف مع مؤشر السوق BSE. دل تحليل السببية وفق جرانجر Granger على أن الرقم القياسي لأسعار الجملة WPI والإنتاج الصناعي IP لهما تأثير كبير على مؤشر سوق الأسهم الهندية BSE.

2- دراسات تأثير المتغيرات الاقتصادية في شكل منفرد

سيتم التطرق لبعض من هذه الدراسات من خلال مايلي:

2-1- دراسة محمد ديل علام وغازي صلاح الدين Mahmudul Alam et Gazi Salah Uddin

وهذه الدراسة كانت بعنوان العلاقة بين معدل الفائدة وأسعار الأسهم - دراسة تجريبية لأدلة من البلدان المتقدمة والنامية. وتمحورت هذه الدراسة حول البحث عن أدلة داعمة لتحقيق فرضية كفاءة السوق، بالاستناد على البيانات الشهرية خلال الفترة الممتدة من 1988 إلى مارس 2003، وكذلك إظهار العلاقة بين المؤشر البورصي ومعدل الفائدة لخمسة عشر دولة نامية ومتقدمة، وهي أستراليا، بنغلاداش، كندا، شيلي، كولومبيا،

¹- P. Mohanamami & T. Sivagnanasithi, (May-Jun 2014): Indian Stock market and Aggregate macroeconomic variables: Time Series Analysis, IOSR Journal of Economics and Financ(6), Vol 3, pp: 68-74.

ألمانيا، إيطاليا، جميعا، اليابان، ماليزيا، المكسيك، الفلبين، إفريقيا الجنوبية، إسبانيا، وفنزويلا. وتوصلت هذه الدراسة إلى أن سعر الفائدة له علاقة ارتباط سلبية معنوية، مع أسعار الأسهم في كل البلدان.¹

2-2- دراسة دليك لبليس تيكرو واليك أيكاك Dilek Leblebici Teker et Elcin Aykac

حاولت هذه الدراسة تحليل العلاقة السببية جرنجر Granger بين أسعار الفائدة، وسوق الأوراق المالية لأربع أسواق ناشئة وهي تركيا، الصين، المجر والبرازيل. حيث اعتمدت على البيانات اليومية 2009-2013 لمؤشرات: BIST100 لسوق تركيا، IBOV لسوق البرازيل، SHCOMP لسوق الصين و BUX لسوق المجر. وتوصلت أن هناك علاقة سببية بين معدل الفائدة وأسعار الاسهم تختلف من دولة إلى أخرى أقواها في المجر، وذلك حسب اختبار سببية جرنجر Granger Causality Test.²

2-3- دراسة كنجيز تورمن وكقطاي بيزريس Cangiz Torman, Cagatay Busaris

هذه الدراسة كانت بعنوان علاقة المدى الطويل بين معدل رسملة سوق الأسهم وسعر الفائدة -مدخل التكامل المشترك. بحثت هذه الدراسة في العلاقة بين الرسملة البورصية، وأسعار الفائدة في تركيا خلال الفترة الممتدة من الثلاثي الأول 1998 إلى الثلاثي الثالث 2012، وذلك باستخدام جذر الوحدة وكذلك اختبار التكامل المشترك لجونسن.

وتوصلت هذه الدراسة أن السلسلة غير مستقرة المستوى ولكنها مستقرة الفرق الأول وفق اختبار دوكي فولر Dickey-Fuller واختبار فليب براون Philips-Peron، مما يعني أن المتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى. أما عن اختبار جونسن Jonhson للتكامل المشترك، أثبت أن هناك علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات.³

2-4- دراسة حسن علي خريوش وآخرون Husni Ali Khrawisk et autres

وكانت هذه الدراسة بعنوان العلاقة بين رسملة سوق الأسهم ومعدل الفائدة - أدلة من الأردن -. واهتمت هذه الدراسة بتحديد تأثير أسعار الفائدة على معدل الرسملة البورصية في سوق عمان للأوراق المالية، خلال الفترة الممتدة من 1999-2008 هناك بيانات سنوية بالاعتماد على نموذج الانحدار المتعدد ونموذج الانحدار البسيط. وتوصلت الدراسة إلى العلاقة العكسية المعنوية بين معدل الفائدة على السندات الحكومية ومعدل

1- M.Alam, (March 2009): Relationship between Interest Rate and Stock Price: Empirical Evidence from Developed and Developing Countries, International journal of economics and finance(3), vol 4, pp: 43-51.

2- D-L Teker and E.Aykac Alp, (January 2014): Granger causality relation between interest rates and stock markets: evidence from emerging markets, European Journal of Business and Social Sciences(10), Vol 2, pp: 63 - 73.

3- C.Toraman and Ç.Başarir, (2014):The long run relationship between stock market capitalization rate and interest rate: co-integration approach, Procedia - Social and Behavioral Sciences(143), pp: 1070 - 1073.

الرسمة البورصية، وهو ما يثبت أهمية تدخل الدولة من خلال أدوات السياسة النقدية لتشجيع الاستثمار في سوق الأوراق المالية.¹

2-5- دراسة برينو سولنيك Bruno solnik

كانت بعنوان العلاقة بين أسعار الأسهم والتوقعات التضخمية، حيث قدم فيها أدلة تجريبية للعلاقة بين عوائد الأسهم والتوقعات التضخمية لتسع دول خلال فترة 1971-1980، وتوصل فيها إلى وجود علاقة عكسية بين عوائد الأسهم، ومعدلات التضخم.

2-6- دراسة كرولين قرينا وآخرون Caroline Greetha et autres

هذه الدراسة بعنوان علاقة الارتباط بين التضخم وسوق الأسهم. قامت هذه الدراسة على التحقق من طبيعة العلاقة بين أسعار سوق الأسهم ومعدل التضخم المتوقع، معدل التضخم غير المتوقع، سعر الصرف، سعر الفائدة والنتاج المحلي الإجمالي في كل من ماليزيا، الولايات المتحدة الأمريكية والصين. وتوصلت لنتائج مفادها وجود علاقة طويلة المدى بين المتغيرات للدول الثلاث. بينما على المدى القصير لا تظهر أي علاقة بين سوق الأسهم والمتغيرات الاقتصادية سالفة الذكر في كل من ماليزيا والولايات المتحدة الأمريكية، بينما تظهر علاقة على المدى القصير بين معدلات التضخم المتوقع وسوق الأسهم في الصين.²

2-7- دراسة دوقلاسون أونطور Douglass Onator

كانت بعنوان العلاقة بين التضخم وعوائد سوق الأسهم، حيث تعرض فيها للربط بين أسعار الأسهم والتضخم في نيجيريا خلال الفترة 1985 و 2008. ليستنتج أن عوائد الأسهم قد توفر حماية (تحوط) اتجاه التضخم وهو ما تفسره العلاقة الايجابية.³

2-8- دراسة لليتيا وكيلابورن Lalita Rungsombudpornkul et Kullaporn Limpanithiwat

هذه الدراسة معنونة بالعلاقة بين التضخم وأسعار الأسهم في تيلاندا قامت هذه الدراسة بتحليل العلاقة بين أسعار الأسهم والتضخم في تايلاندا، ومدى تأثير أحداث تسونامي والركود الاقتصادي العالمي في ظل الأزمة المالية العالمية على هذه العلاقة. وتراوحت فترة الدراسة بين جانفي 2000 إلى مارس 2010،

¹- H-A. Khrawish, W. Zakaria Siam and M. Jaradat, (July 2010): The relationships between stock market capitalization rate and interest rate: Evidence from Jordan, BEH - Business and Economic Horizons(2), Vol 2, pp :60-66.

²- C.Geetha, R.Mohidin, V.Vincent Chandran and V.Chong, (2011):The Relationship between Inflation and Stock Market: Evidence From Malaysia, United States and China, International Journal of Economics and Management Sciences(2), Vol 1, pp: 01-16.

³- D. Omotor, Relationship between Inflation and Stock Market Returns: Evidence from Nigeria, Journal of Applied Statistics, Vol 1, N 1, pp:1-15.

واستخدمت نموذج VAR في تحليل العلاقة، لتتوصل إلى نتيجة مفادها لا وجود لعلاقة بين التضخم وسعر السهم في سوق تايلاندا للأوراق المالية خلال فترة الدراسة.¹

2-9- دراسة عبدو الراشد زوبير Abdulrasheed Zubair

دراسة كانت بعنوان العلاقة السببية بين مؤشر سوق الأوراق المالية وسعر الصرف دراسة حالة نيجيريا، وتمحورت هذه الدراسة حول اختبار التكامل المشترك وفق جونسن Jonhson وكذلك تحليل العلاقة السببية وفق جرنجر Granger، بين المؤشرات النقدية منها سعر الصرف وM2، قبل وخلال الأزمة المالية العالمية في نيجيريا، وذلك بالاعتماد على البيانات الشهرية للفترة الممتدة من 2001 إلى 2011. وتوصلت هذه الدراسة إلى عدم وجود علاقة طويلة المدى بين المتغيرات قبل وأثناء الأزمة، أي بمعنى عدم وجود تكامل مشترك. أما عن العلاقة السببية وفق جرانجر Granger فهي أحادية الاتجاه من M2 إلى مؤشر أسعار السوق قبل الأزمة، بينما خلال الأزمة كان هناك ثبات للعلاقة السببية بين المتغيرات. كما أنه لا توجد صلة مباشرة بين المؤشر وسعر الصرف.²

2-10- دراسة زاكري بيلو Zakri Bello

بعنوان العلاقة بين أسعار الصرف وعوائد الأسهم، واهتمت بأثر أربعة معدلات صرف لأربعة شركاء تجاريين للولايات المتحدة الأمريكية على سوق البورصة الأمريكية، وكذلك عشر قطاعات من الاقتصاد الأمريكي، خلال الفترة 2000 إلى 2012. وتوصلت هذه الدراسة لوجود علاقة عكسية بين معدل صرف الين الياباني وسوق الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية، بينما علاقة اليورو والجنيه واليوان إيجابية ومعنوية.³

2-11- دراسة سزالي عابدين وآخرون Sazali Abidin et autres

هذه الدراسة معنونة بالتكامل المشترك بين أسعار الأسهم وأسعار الصرف في بلدان آسيا والمحيط الهادئ. واعتمدت هذه الدراسة على عينة من سبع دول ذات أعلى ناتج محلي إجمالي عدا الصين وتايوان ذوي العملة غير المعومة. وهذه الدول هي نيوزيلاندا، هنكونغ، اليابان، كوريا الجنوبية، تايلاندا وأستراليا، خلال الفترة

¹- K. Limpanithwat and L. Rungsombudpornkul, (2010): Relationship between Inflation and Stock Prices in Thailand , Master Thesis in Finance, Umeå School of Business, Sweden, pp: 8-51.

²- A. Zubair, (December 2013): Causal Relationship between Stock Market Index and Exchange Rate:Evidence from Nigeria, CBN Journal of Applied Statistics(2),Vol 4, pp: 87-110.

³- Z. Bello, (2013): The association between exchange rates and stock returns, Investment Management and Financial Innovations(3), Vol 10, pp :40-45.

2006-2008. وتوصلت لعدم وجود دليل على التكامل المشترك أو العلاقة طويلة الأجل بين أسعار الأسهم وسعر الصرف.¹

2-12 - دراسة نوال دولريكشن وجون سيمبسون Noel Dilrukshan Richards & John Simpson

كانت هذه الدراسة بعنوان التفاعل بين أسعار الصرف وأسعار الأسهم دراسة حالة أستراليا. قامت هذه الدراسة بتحديد التفاعل بين أسعار الأسهم وسعر الصرف في أستراليا، خلال الفترة الممتدة من جانفي 2003 إلى جوان 2006 ببيانات يومية. وقد اعتمدت هذه الدراسة على اختبار التكامل المشترك وفق جونسن Jonhson، وكذلك تقدير علاقة السببية وفق اختبار جرنجر Granger. وقد استخلصت أن هناك تكاملاً مشتركاً بين المتغيرات، كما أن هناك علاقة سببية وفق اختبار جرنجر Granger تمتد من أسعار الأسهم إلى معدل الصرف.²

المطلب الثاني: تحديد متغيرات الدراسة

في هذه الدراسة سيتم استخدام أربعة متغيرات تابعة تمثل بعض من المتغيرات معبرة عن أداء سوق الأوراق المالية الأردنية، وسبعة متغيرات اقتصادية كلية للاقتصاد الأردني، وتتمثل هذه المتغيرات في:

1- المتغيرات التابعة

تم حصر المتغيرات التابعة التي ستستخدم في الدراسة، والمعبرة عن أداء سوق الأوراق المالية في الآتي:

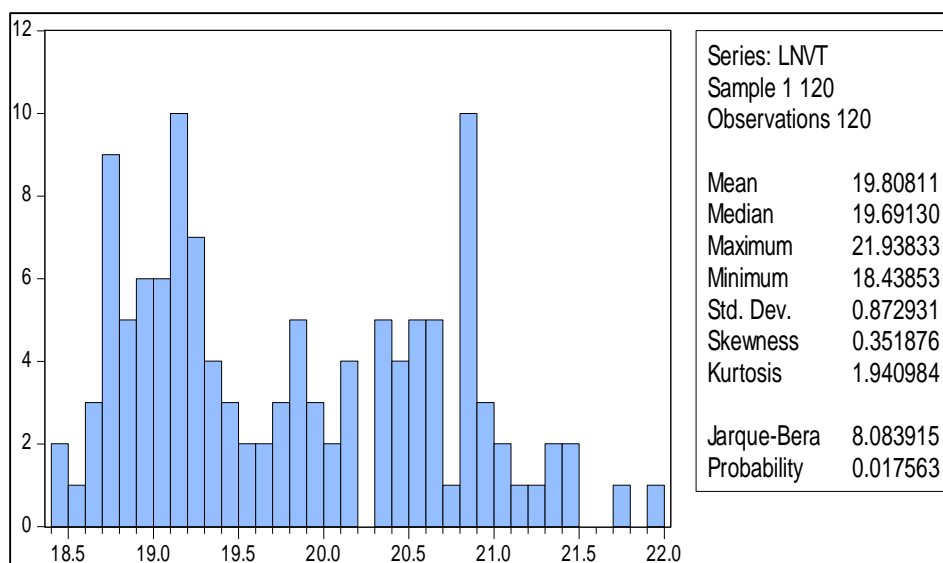
1-1 - حجم التداول VT

يعتبر حجم التداول مؤشر من مؤشرات قياس أداء السوق، وهو يعبر عن قوة السوق واحتمال صعودها أو هبوطها بالمستقبل، ويمثل عدد الأسهم المتداولة في السوق مضروباً في أسعارها السوقية، وقد تم اعتماده في الدراسة كمؤشر لتغيير أداء السوق خلال الفترة 2006-2015 تغيرات شهرية. وتم الحصول على قيمه من مختلف النشرات الشهرية لبورصة الأردن لهذه الفترة. ومن التحليل الوصفي لقيم هذا المتغير أظهر أنه يخضع لتوزيع طبيعي وله الخصائص الإحصائية المبينة في الشكل الآتي:

¹- S. Abidin, Chase Walters and Kwan-Lyn Lim, (2013) Cointegration between stock prices and exchange rates in Asia-Pacific countries, Investment Management and Financial Innovations(2), Vol 10, pp: 142-146.

²- N-D. Richards and John Simpson, (february 2009):The Interaction between Exchange Rates and Stock Prices: An Australian Context, International journal of economics and finance(1), vol 1, pp : 3-21.

شكل 39: الخصائص الإحصائية لمتغير حجم التداول VT

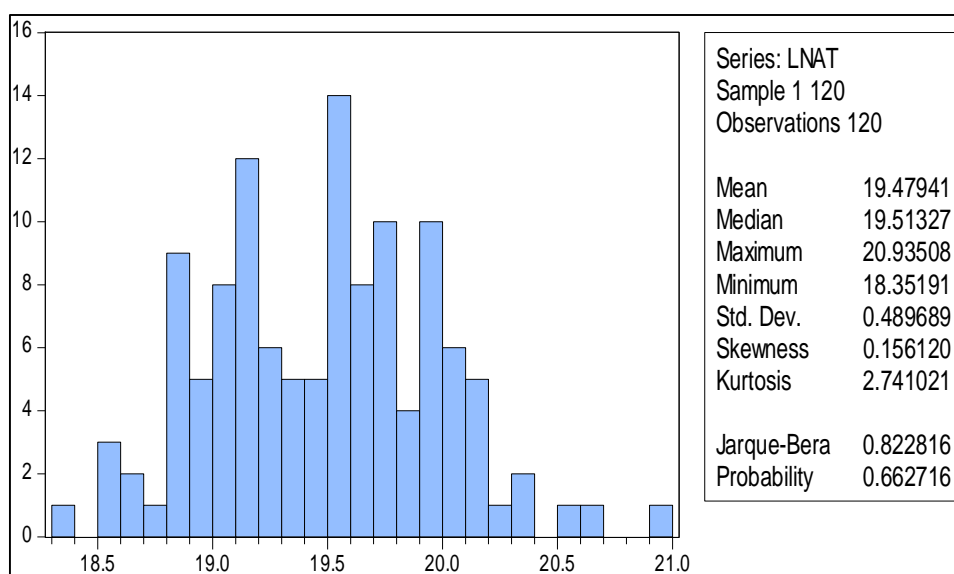


المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EViews.

1-2- عدد الأسهم المتداولة AT

يعبر عدد الأسهم المتداولة عن إجمالي أسهم الشركات المطروح للتداول والمعلن عنه في عمليات البيع والشراء داخل بورصة الأردن، كما أنه جاء في هذه الدراسة ليعبر عن تطور حركية البورصة الأردنية خلال الفترة الممتدة بين 2006-2015 تغيرات شهرية. وتم الحصول على قيمه من النشرات الشهرية لبورصة الأردن خلال فترة الدراسة، وما يلاحظ عن البيانات الخاصة بهذا المتغير أن لها الخصائص الإحصائية الموضحة في الشكل الآتية:

شكل 40: الخصائص الإحصائية لمتغير كمية التداول AT

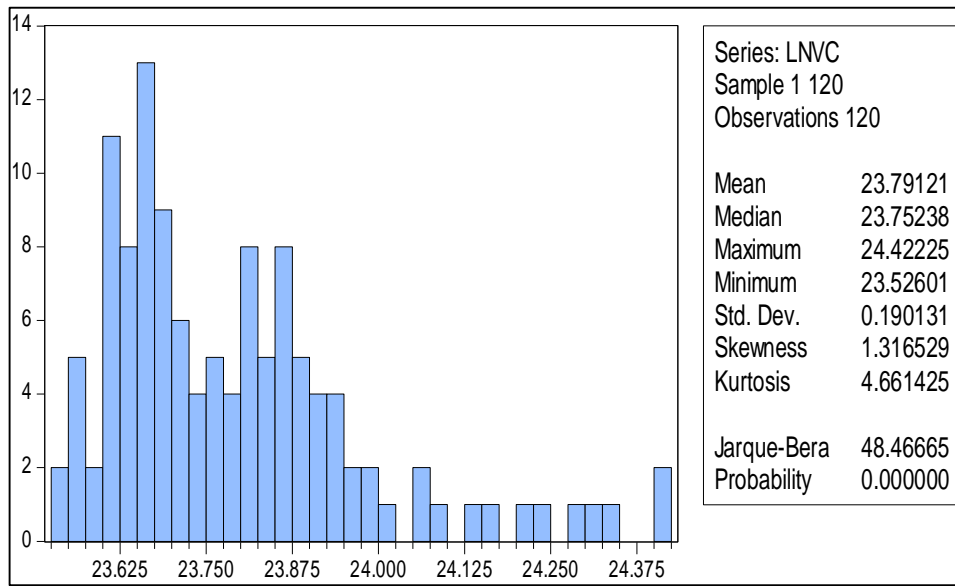


المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EViews.

1-3- القيمة السوقية VC

باعتبار القيمة السوقية هي رأس مال الشركات المدرجة في البورصة، وتحسب بضرب إجمالي عدد الأسهم المكتتب بها في أسعار الإغلاق لآخر يوم تداول، فقد تم اعتمادها في هذه الدراسة كمؤشر راصد لتطورات الأسعار التي شاهدها بورصة الأردن خلال الفترة 2006-2015 تغيرات شهرية، وتم الحصول على مختلف القيم السوقية من مختلف النشرات الخاصة بفترة الدراسة التي تم تجميعها من الموقع الرسمي للبورصة الأردنية. أما عن التحليل الوصفي لهذه المتغيرات فقد أظهر أن بياناته موزعة توزيع طبيعي ولها الخصائص الإحصائية المبينة في الشكل الآتي:

شكل 41: الخصائص الإحصائية لمتغير القيمة السوقية VC



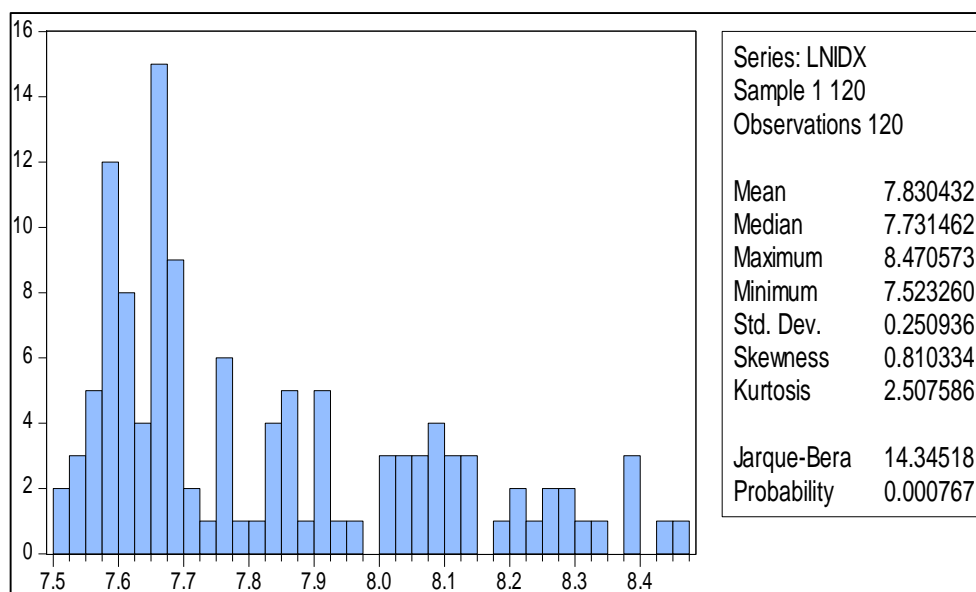
المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EViews.

1-4- مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX

كما عرف سابقاً أن هذا الرقم يعتمد به في البورصة لإعطاء أفضل صورة عن تحركات أسعار الأسهم في السوق، وهو يتحيز بشكل كبير للشركات ذات القيمة السوقية العالية، كما أنه يتوفر على التنوع في مكونات العينة، ولقد تم الأخذ به في هذه الدراسة كمتغير يعبر عن أداء السوق، لذلك اعتمد على تحركاته الشهرية خلال الفترة ما بين 2006-2015 لمعرفة مدى تأثيرها بتغير المتغيرات المستقلة التي سيتم ذكرها لاحقاً. وما لوحظ عن البيانات الشهرية لهذا المتغير أنها تتوزع توزيع طبيعي حول المركز وله الخصائص الإحصائية الآتية:

شكل 42: الخصائص الإحصائية لمتغير مؤشر الرقم القياسي

المرجح بالأسهم الحرة IDX



المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج .EViews

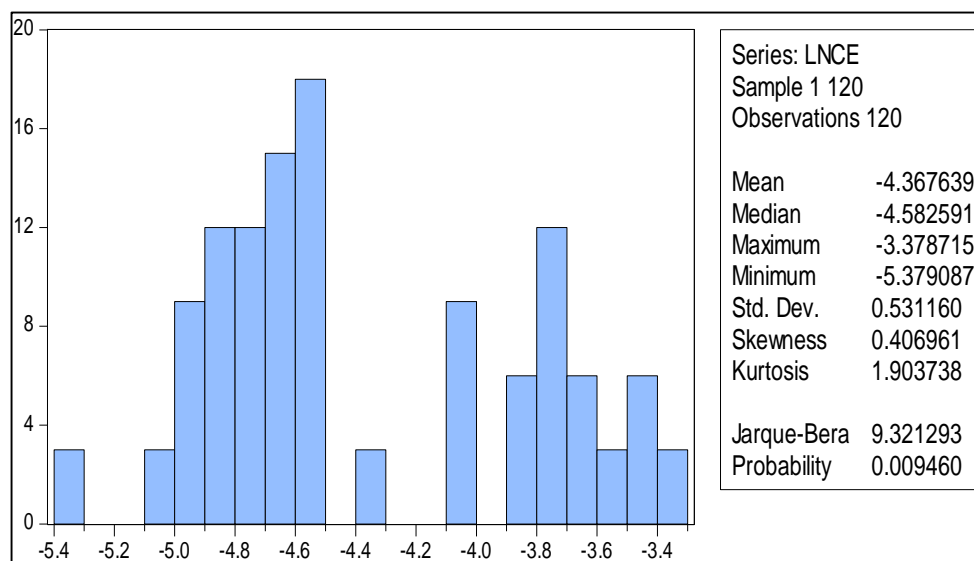
2- المتغيرات المستقلة

تم حصر المتغيرات المستقلة التي ستستخدم في الدراسة، والمعبرة عن بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية للاقتصاد الأردني في:

1-2- معدل النمو الاقتصادي CE

يدل الناتج المحلي الإجمالي بأسعار السوق على كمية الناتج التي تنتجها المشروعات باستخدام عوامل الإنتاج المحلية، ويعد متغيراً ممثلاً للنشاط الاقتصادي ويقاس حالة النمو والركود في الدولة، كما تم اعتماد معدلات نموه خلال فترة الدراسة لمعرفة مدى تأثيرها على مختلف مؤشرات الأداء لسوق الأوراق المالية الأردنية المعتمدة في الدراسة. أما عن طبيعة البيانات تم الأخذ بالتغيرات الشهرية لتطور الناتج المحلي الإجمالي بأسعار السوق كمعبر عن معدل النمو الاقتصادي للفترة 2006 -2015، وكانت هذه البيانات موزعة توزيعاً طبيعيًا ولها الخصائص الإحصائية المبينة في الشكل الآتي:

شكل 43: الخصائص الإحصائية لمتغير النمو الاقتصادي CE

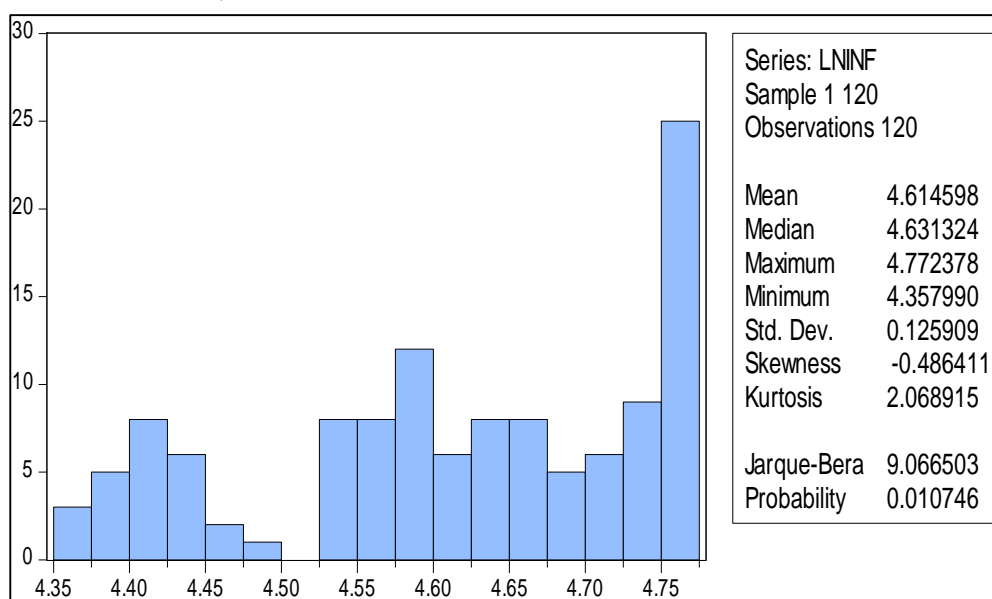


المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EViews.

2-2- معدل التضخم INF

يمثل معدل التضخم التغير النسبي في الرقم القياسي لأسعار المستهلك في المملكة، لذلك سيتم الاعتماد في الدراسة على التطور الشهري للرقم القياسي لأسعار المستهلك خلال الفترة 2006-2015، لقياس مدى تأثيرها على تغير مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية الأردنية، وقد أظهر التحليل الوصفي لبيانات هذا المتغير أنها موزعة توزيع طبيعي ولها الخصائص الإحصائية في الشكل الآتي:

شكل 44: الخصائص الإحصائية لمتغير معدل التضخم INF

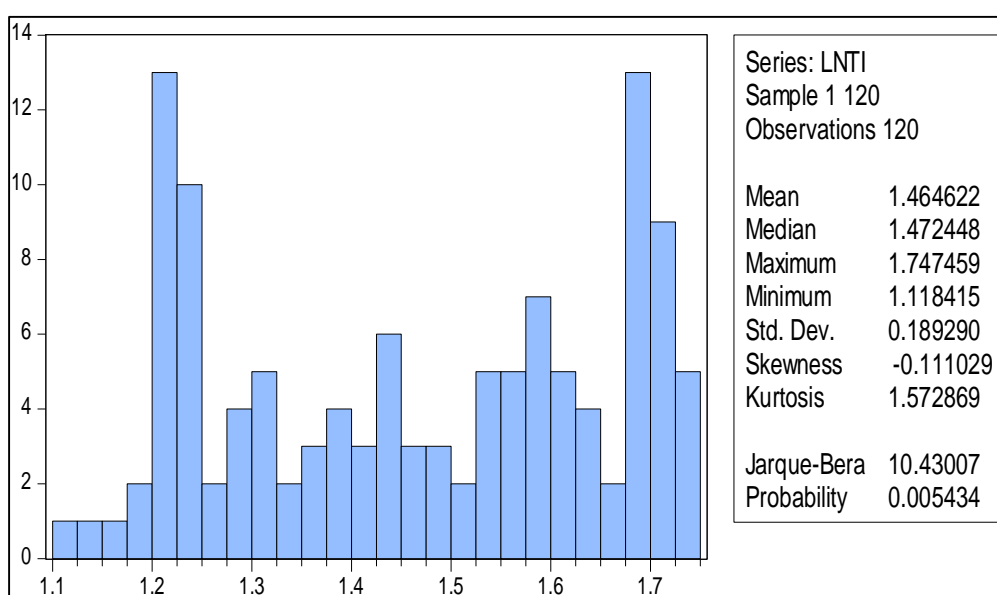


المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EViews.

2-3- معدل الفائدة TI

تم اعتماد معدل الفائدة على الإقراض طويل الأجل في المملكة خلال الفترة 2006-2015 بيانات شهرية، باعتباره معدلا يمكن أن يعتمد كقيمة استرشادية لتحديد معدلات الفائدة على باقي أدوات التوظيف طويلة الأجل الأخرى البديلة للأسهم وتم الحصول على هذا المعدل من الموقع الرسمي للبنك المركزي الأردني، أما عن التحليل الوصفي لبياناته قد دل على أنها تتوزع وفق توزيع طبيعي وأن لها الخصائص الإحصائية الموضحة في الشكل الموالي:

شكل 45: الخصائص الإحصائية لمتغير معدل الفائدة TI

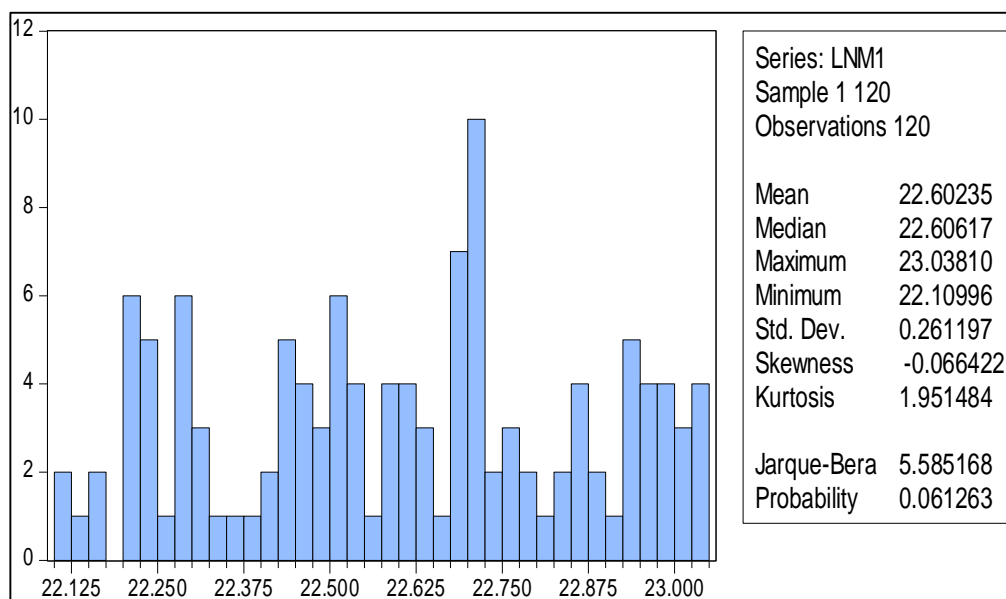


المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EViews.

2-4- الكتلة النقدية M1

وتعرف الكتلة النقدية بالمفهوم الضيق M1 في المملكة على أنها مجموع النقد المتداول مضافا إليه ودائع تحت الطلب بالدينار لدى الجهاز المصرفي لكل من القطاع الخاص والمؤسسات العامة والمؤسسات المالية غير المصرفية، مضافا إليه ودائع المؤسسات المصرفية الأخرى تحت الطلب بالدينار لدى البنك المركزي الأردني فقط، وقد تم الاعتماد على الكتلة النقدية M1 في شكل بيانات شهرية للفترة 2006-2015 لمعرفة شكل تأثيرها على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية الأردنية. أظهر التحليل الوصفي لهذه البيانات أنها تتوزع توزيع طبيعي لها الخصائص الآتية:

شكل 46: الخصائص الإحصائية لمتغير الكتلة النقدية M1



المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EViews.

2-5- سعر الصرف TC

يعد سعر الصرف من المتغيرات السياسية الاقتصادية التي تتبناها المملكة للتأثير على حجم الصادرات والواردات، وقد تم في هذه الدراسة استخدام سعر الصرف الحقيقي للدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي، وتم الوصول إليه باستخدام مؤشر أسعار المستهلك في كل من المملكة الأردنية والولايات المتحدة الأمريكية وذلك من خلال العلاقة الموالية:

$$TC = TC_n \times \frac{CPI_{usa}}{CPI_j}$$

حيث:

TC: معدل الصرف الحقيقي.

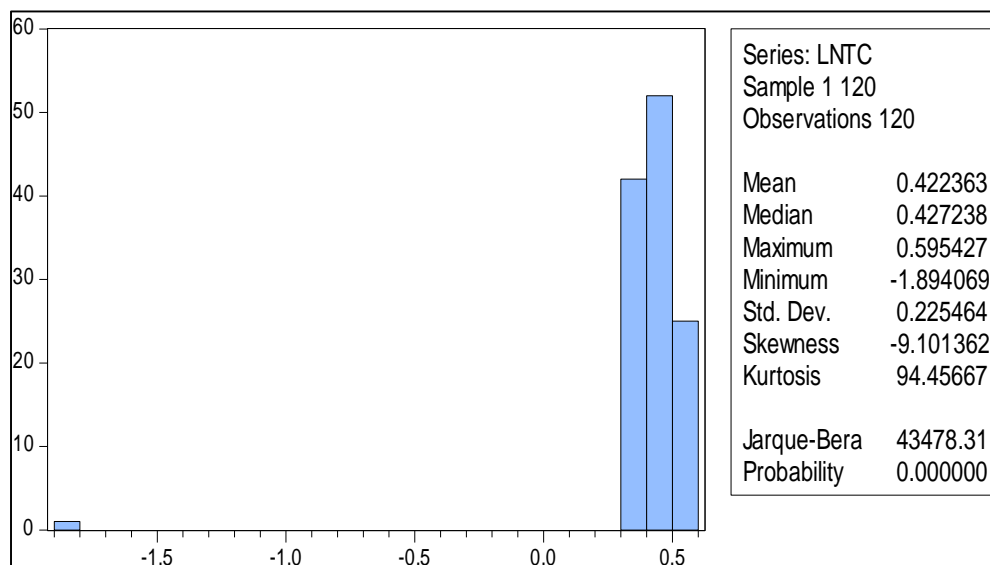
CPI_{usa}: الرقم القياسي لأسعار المستهلك في الولايات المتحدة الأمريكية.

CPI_j: الرقم القياسي لأسعار المستهلك في الأردن.

TC_n: معدل الصرف الاسمي.

أما عن البيانات التي سيتم استخدامها في الدراسة هي بيانات شهرية للفترة 2006-2015 وتم الحصول عليها من الموقع الرسمي للبنك المركزي الأردني بالإضافة إلى مواقع أخرى بالنسبة لمؤشر أسعار المستهلك في الولايات المتحدة الأمريكية، وقد دلت هذه البيانات على أنها موزعة توزيع طبيعي وأن لها الخصائص المبينة في الشكل الآتي:

شكل 47: الخصائص الإحصائية لمتغير سعر الصرف TC

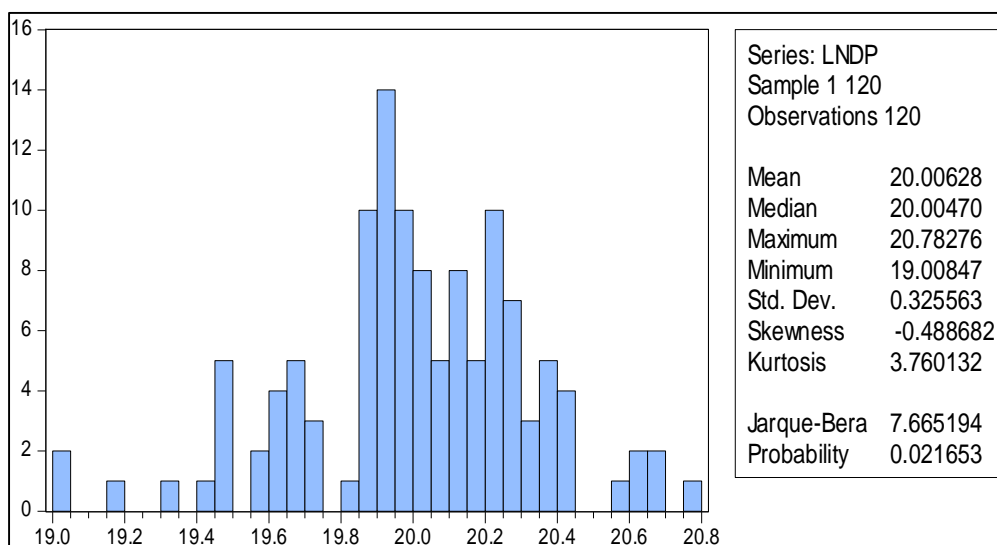


المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج .EViews

2-6- مجموع النفقات DP

تتمثل إجمالي النفقات في المملكة الأردنية في النفقات الرأسمالية ونفقات الدفاع والأمن وكذلك تعويضات الموظفين بالإضافة إلى نفقات دعم المحروقات ونفقات التقاعد وفوائد القروض بالإضافة إلى نفقات أخرى، وقد تم اعتماد إجمالي هذه النفقات بشكل شهري خلال الفترة 2006-2015 لمعرفة مدى تأثيرها على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية في الأردن، وتم الحصول على مختلف البيانات الخاصة لهذه النفقات من الموقع الرسمي للبنك المركزي الأردني، وأظهر التحليل الوصفي لها أنها تتوزع توزيع طبيعي كما أن لها الخصائص الإحصائية الآتية:

شكل 48: الخصائص الإحصائية لمتغير مجموع النفقات DP

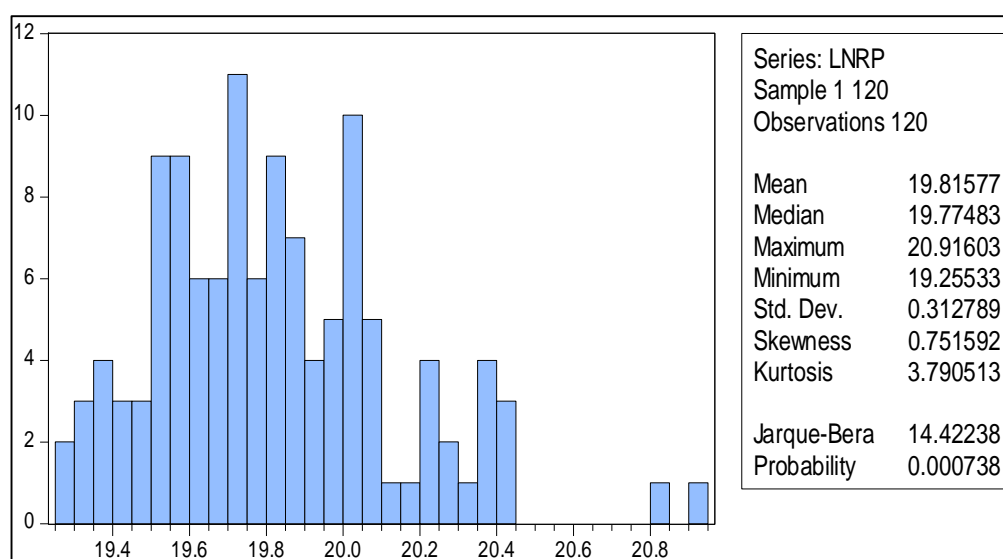


المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج .EViews

7-2- مجموع الإيرادات RP

تعتبر الإيرادات العامة في المملكة الأردنية عن إجمالي الإيرادات الضريبية والإيرادات الغير الضريبية بالإضافة إلى أقساط القروض المستردة مضاف لها مجموع المساعدات الخارجية، وقد تم اعتماد هذه الإيرادات كمتغير مستقل لمعرفة مقدار تأثيرها في مؤشرات أداء السوق الأردنية الشهرية خلال الفترة 2006 - 2015، وتم الحصول على مجموع هذه الإيرادات في شكل شهري من الموقع الرسمي للبنك المركزي الأردني كما أظهر تحليل بياناتها أنها تتوزع توزيع طبيعي ولها الخصائص الإحصائية الموضحة في الشكل الآتي:

شكل 49: الخصائص الإحصائية لمتغير مجموع الإيرادات RP



المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EViews.

المطلب الثالث: المنهجية المستخدمة

اعتمدت الدراسة على البيانات الشهرية الخاصة ببعض مؤشرات أداء سوق لأوراق المالية الأردنية كمتغيرات تابعة، وكذلك بعض متغيرات الاقتصاد الكلي في الأردن خلال الفترة 2006-2015 كمتغيرات مستقلة مثل ما ذكر سابقاً، ولقياس أثر المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة تم استخدام المنهجية المولية:

1- صياغة النموذج

لقياس الأثر تمت صياغة النماذج وفق الصيغة اللوغارتمية كالآتي:

$$\ln VT = C + b_1 \ln CE + b_2 \ln INF + b_3 \ln TI + b_4 \ln M1 + b_5 \ln TC + b_6 \ln DP + b_7 \ln RP$$

$$\ln AT = C + b_1 \ln CE + b_2 \ln INF + b_3 \ln TI + b_4 \ln M1 + b_5 \ln TC + b_6 \ln DP + b_7 \ln RP$$

$$\ln VC = C + b_1 \ln CE + b_2 \ln INF + b_3 \ln TI + b_4 \ln M1 + b_5 \ln TC + b_6 \ln DP + b_7 \ln RP$$

$$\ln IDX = C + b_1 \ln CE + b_2 \ln INF + b_3 \ln TI + b_4 \ln M1 + b_5 \ln TC + b_6 \ln DP + b_7 \ln RP$$

حيث:

VT: حجم التداول.

AT: عدد الأسهم المتداولة.

VC: القيمة السوقية.

IDX: مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة.

CE: النمو الاقتصادي.

INF: معدل التضخم.

TI: معدل الفائدة.

TC: معدل الصرف.

DP: النفقات العامة.

RP: الإيرادات العامة.

C: ثابت.

$b_1, b_2, b_3, b_4, b_5, b_6, b_7$: معاملات.

Ln: لوغريتم نيبيري.

ومن أجل الوقوف على طبيعة العلاقة وفق هذا النماذج سيتم إجراء الاختبارات التي ستذكر لاحقاً.

2- اختبار جذر الوحدة

يعتبر اختبار جذر الوحدة أساسياً لمعرفة استقرار السلاسل الزمنية موضع الدراسة وتحديد درجة تكامل هذه السلاسل، لما لها من أهمية قصوى للوصول إلى نتائج سليمة وتجنباً لظاهرة الانحراف الزائف، والذي يعني أن العلاقة بين متغيرات الدراسة تعبر عن علاقة زائفة، ومن بين الأساليب المستعملة هو اختبار لديكي فولر الموسع Augmented Dickey-Fuller واختبار فيلبس بيرون Phillips-Perron.

2-1- اختبار ديكي - فولر الموسع

كما ذكر يوجد هناك العديد من الاختبارات التي يمكن استخدامها لاختبار استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة، ومن ثم تحديد درجة تكامل كل سلسلة. ولعل أهم هذه الاختبارات هو اختبار ديكي - فولر

الموسع Augmented Dickey-Fuller، الذي هو تعديل لاختبار ديكي- فولار Dickey-Fuller. وقبل الحديث عن المنهجية التي يقوم عليها اختبار ADF لابد من الإحاطة بالمبدأ الذي يقوم عليه اختبار DF. فالطريقة الفعلية لاختبار DF تشمل العديد من القرارات، فطبيعة عملية جذر الوحدة ترى أن عملية السير العشوائي قد لا يكون لها اتجاه أو لها اتجاه عام محدود وعشوائي. وتقدير اختبار DF في الحالات الممكنة يتم في ثلاثة أشكال المختلفة:¹

$$\Delta VT_t = \lambda VT_{t-1} + \varepsilon_t \quad \text{هي سير عشوائي}$$

$$\Delta VT_t = (\beta_t + \lambda VT_{t-1}) = \varepsilon_t \quad \text{هي سير عشوائي باتجاه}$$

$$\Delta VT_t = \beta_t + \lambda VT_{t-1} + \varepsilon_t \quad \text{هي سير عشوائي باتجاه ولها اتجاه عام}$$

حيث إن: t هو الزمن أو متغير الاتجاه العام.

والفروض المراد اختبارها في DF هي:

فرض العدم H_0 :

$\lambda = 0$: وجود جذر وحدة -السلسلة الزمنية غير مستقرة.

فرض العدم H_1 :

$\lambda < 0$: عدم وجود جذر وحدة -السلسلة الزمنية مستقرة.

هذا في الحالة التي فيها مقدار الخطأ ε_t مرتبط، ولكن في الحالة التي يكون فيها الخطأ ε_t مرتبط لآبد من تعديل اختبار DF إلى مستوى اختبار ADF من خلال زيادة المعادلات الثلاث السابقة بإضافة قيم فترات زمنية متأخرة للمتغير التابع. وبذلك، فإن اختبار جذر الوحدة للسلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة يتم عن طريق تقدير الانحدارات أدناه:²

$$\Delta VT_t = \alpha_1 + \alpha_2 t + \lambda VT_{t-1} + \sum_{i=1}^n \beta_i VT_{t-i} + U_t$$

$$\Delta AT_t = \alpha_1 + \alpha_2 t + \lambda AT_{t-1} + \sum_{j=1}^m \beta_j AT_{t-j} + U_t$$

$$\Delta VC_t = \alpha_1 + \alpha_2 t + \lambda VC_{t-1} + \sum_{k=1}^l \beta_k VC_{t-k} + U_t$$

¹ - دامودار جوجارات، ترجمة: هند عبد الغفار عودة، (2015): الاقتصاد القياسي، دار المريخ، الرياض، ص: 1048.

² - تم الاعتماد في صياغة هذه النماذج على:

- عبد القادر محمد عبد القادر عطية، (2004): الحديث في الاقتصاد القياسي - بين النظرية والتطبيق -، الدار الجامعية، مصر، ص ص: 655-

$$\Delta IDX_t = \alpha_1 + \alpha_2 t + \lambda IDX_{t-1} + \sum_{r=1}^o \beta_r IDX_{t-r} + U_t$$

$$\Delta CE_t = \alpha_1 + \alpha_2 t + \lambda CE_{t-1} + \sum_{y=1}^p \beta_y CE_{t-y} + U_t$$

$$\Delta INF_t = \alpha_1 + \alpha_2 t + \lambda INF_{t-1} + \sum_{d=1}^f \beta_d INF_{t-d} + U_t$$

$$\Delta TI_t = \alpha_1 + \alpha_2 t + \lambda TI_{t-1} + \sum_{q=1}^s \beta_q TI_{t-q} + U_t$$

$$\Delta M1_t = \alpha_1 + \alpha_2 t + \lambda M1_{t-1} + \sum_{x=1}^w \beta_x M1_{t-x} + U_t$$

$$\Delta TC_t = \alpha_1 + \alpha_2 t + \lambda TC_{t-1} + \sum_{z=1}^v \beta_z TC_{t-z} + U_t$$

$$\Delta DP_t = \alpha_1 + \alpha_2 t + \lambda DP_{t-1} + \sum_{e=1}^h \beta_e DP_{t-e} + U_t$$

$$\Delta RP_t = \alpha_1 + \alpha_2 t + \lambda RP_{t-1} + \sum_{b=1}^c \beta_b RP_{t-b} + U_t$$

حيث أن: $c, r, v, w, s, f, p, d, l, m, n$ طول فترات الإبطاء.

هذه الصيغ تتضمن حدا ثابتا واتجاها زمنيا، كما أن U_t هو مقدار الخطأ العشوائي الصافي

و $\Delta VT_{t-1} = VT_{t-1} + VT_{t-2}$ ، $\Delta VT_{t-2} = VT_{t-2} + VT_{t-3}$ وهكذا عدد فروق الفترات الزمنية المتأخرة والذي يجب

احتواؤه في هذا الانحدار يتم اختباره عادة عمليا. وتتمثل الفروض المراد اختبارها في:

فرض العدم:

H_0

$$\lambda = 0 \text{ or } \beta = 1 \quad \alpha = 0$$

الفرضان البديلان:

H_1

2-2 - اختبار فيلب بيرون

اختبار جذر الوحدة لفيلب بيرون Phillips-Perron يختلف على الاختبار السابق في أنه يستخدم طرق

إحصائية لا معلمية ليتعامل مع مشكلة الارتباط المتسلسل في مقادير الخطأ دون إضافة مقادير الفروق في

الفترات الزمنية المتأخرة¹. فهو يحتوي على قيم متباطئة ويأخذ بعين الاعتبار الارتباط في الفروق الأولى في

¹ - دامودار جوجارات ترجمة: هند عبد الغفار عودة، المصدر سبق ذكره، ص: 1052.

السلسلة الزمنية باستخدام التصحيح غير المعلمي، ويسمح بوجود متوسط لا يساوي صفراً واتجاه خطي للزمن، إلا أنه يقوم على نفس صيغ اختبار ديكي فولر الموسع كما يتم استخدام نفس القيم الحرجة.

3- تحليل التكامل المشترك

تركز نظرية التكامل المشترك على تحليل السلاسل الزمنية غير الساكنة، حيث تشير الدراسات إلى إمكانية توليد مزيج خطي يتصف بالسكون انطلاقاً من السلاسل الزمنية غير الساكنة، وإذا أمكن توليد هذا المزيج الخطي الساكن فإن هذه السلاسل الزمنية غير الساكنة في هذه الحالة تعتبر متكاملة من نفس الرتبة، وبالتالي فإنه يمكن استخدام مستوى المتغيرات في الانحدار ولا يكون الانحدار في هذه الحالة زائفاً.

فالتكامل المشترك تعبير إحصائي على العلاقة المستقرة الطويلة الأجل بين المتغيرات، ومن أجل اختباره يتم اعتماد اختبار التكامل المشترك لجونسن *Johanson cointegration* الذي يتناسب مع حجم عينة الدراسة وكذلك حالة وجود أكثر من متغيرين. والاهم من ذلك أن هذا الاختبار يكشف عن ما إذا كان هناك تكاملاً مشتركاً فريداً أي يتحقق التكامل المشترك فقط في حالة انحدار المتغير التابع على المتغيرات المستقلة، وهذا له أهمية في نظرية التكامل المشترك، كما يشير الاختبار أنه في حالة عدم وجود تكامل مشترك فريد فإن العلاقة التوازنية بين المتغيرات تظل مثار للشك والتساؤل¹.

ولتحديد عدد اتجاهات التكامل المشترك أو رتبته يقترح جونسن إجراء اختبارين هما:

- اختبار الأثر $trace\ value$:²

حيث: n عدد المشاهدات k عدد المتغيرات r رتبة المصفوفة

$$H_0 : r = 0$$

$$H_1 : r > 1$$

- وكذلك اختبار القيمة المميزة العظمى $Max\ eigen\ statistic$:³

$$\lambda_{max}(r, r + 1) = -n \ln(1 - \lambda_{r+1})$$

$$H_0 : r = 0$$

$$H_1 : r = 1$$

¹ - عابد بن عابد العبدلي، (1428هـ - 2007م): محددات الطلب علي ودرات المملكة العربية السعودية في إطار التكامل المشترك وتصحيح الخطأ، مجلة مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي(32)، جامعة الأزهر، مصر، ص ص: 21-24.

² - R. Bourbonnais, (2015): Économétrie: cours et exercices corrigés, 9^e édition Dunod, Paris, p: 311.

³ - عابد بن عابد العبدلي، المصدر سبق ذكره، ص: 24.

ويقوم هذا الاختبار على اختبار فرضية عدم القائلة بأن هناك r متجه للتكامل المشترك مقابل الفرض البديل بوجود $r+1$ متجه للتكامل المشترك.

4- تحديد معلمات نموذج تصحيح الخطأ

بعد إثبات أن المتغيرات بينها تكامل مشترك بمعنى أنه توجد علاقة توازنية على المدى الطويل، يبدأ التفكير في صياغة تصحيح الخطأ Vector error correction. وقيل الحديث عن هذا النموذج لا بد من الإشارة أنه يمكن أن يوجد عدم توازن في المدى القصير، وبالتالي يمكن التعامل مع مقدار الخطأ كأنه خطأ التوازن، ويمكن أن يستخدم مقدار الخطأ لربط السلوك في المدى القصير للمتغير التابع مع قيمته في المدى البعيد، ولربط هذا بأسلوب تصحيح الخطأ Vec فلا بد من الإشارة أن أول من استخدم هذا الأسلوب هو سارقون Sargon ثم شهره بعد ذلك خرانجر وأنجل Engel & Granger عندما استخدماه في تصحيح التوازن وفق لنظرية مهمة معروفة بنظرية التمثيل لخرنجر Granger، والتي تنص على أنه إذا كانت المتغيرات التابعة والمستقلة بينهما تكامل مشترك، فإن العلاقة بينها يمكن التعبير عليها بنموذج تصحيح الخطأ Vec^1 .

أما عن الدراسة التي سنجرها فإن نموذج تصحيح الخطأ Vector error correction سيعبر مثل ما ذكر سابقا على العلاقة طويلة الأجل التي تحتوي على متغيرات ذات فجوة زمنية، وكذا العلاقة قصيرة الأجل بإدخال فروق السلاسل الزمنية التي تعبر عن التغير بين القيم من فترة إلى أخرى.

وتصاغ نماذج تصحيح الخطأ للمتغيرات التابعة كالآتي:

$$\Delta \ln VT = C + b_1 \Delta \ln CE + b_2 \Delta \ln INF + b_3 \Delta \ln TI + b_4 \Delta \ln M1 + b_5 \Delta \ln TC + b_6 \Delta \ln DP + b_7 \Delta \ln RP + b_8 \Delta U_{t-1} + E_t$$

$$\Delta \ln AT = C + b_1 \Delta \ln CE + b_2 \Delta \ln INF + b_3 \Delta \ln TI + b_4 \Delta \ln M1 + b_5 \Delta \ln TC + b_6 \Delta \ln DP + b_7 \Delta \ln RP + b_8 \Delta U_{t-1} + E_t$$

$$\Delta \ln VC = C + b_1 \Delta \ln CE + b_2 \Delta \ln INF + b_3 \Delta \ln TI + b_4 \Delta \ln M1 + b_5 \Delta \ln TC + b_6 \Delta \ln DP + b_7 \Delta \ln RP + b_8 \Delta U_{t-1} + E_t$$

$$\Delta \ln IDX = C + b_1 \Delta \ln CE + b_2 \Delta \ln INF + b_3 \Delta \ln TI + b_4 \Delta \ln M1 + b_5 \Delta \ln TC + b_6 \Delta \ln DP + b_7 \Delta \ln RP + b_8 \Delta U_{t-1} + E_t$$

حيث Δ ترمز إلى الفرق الأول

U_{t-1} قيم الإبطاء للفترة الواحدة للخطأ عن انحدار التكامل المشترك.

¹ - دامودار جوجارات ترجمة: هند عبد الغفار عودة، المصدر سبق ذكره، ص: 1061.

5- اختبار السببية

يقوم اختبار السببية لخرانجر Granger causality test بفحص العلاقة السببية بين المتغيرات، من خلال الاعتماد على اختبار F، فعند اختبار فيما إذا كان متغير TC يسبب المتغير VT فإن الفرضية H_0 تكون أن TC لا يسبب VT، والفرضية H_1 أن TC يسبب VT، فمثلاً إذا كان عدد فترات التباطؤ الزمن هو K فإنه لإجراء هذا الاختبار يجب انحدارين هما:¹

- الانحدار غير المقيد الذي يشمل VT_t كمتغير تابع وقيمها في فترات التباطؤ الزمني، بالإضافة إلى المتغير TC في نفس الفترات التباطؤ الزمني كمتغير مستقل مثلاً كما مبين في المعادلة الموالية:

$$VT_t = \sum_{i=0}^K \alpha VT_{t-i} + \sum B_i TC_{t-i} + \varepsilon_{it}$$

- الانحدار المقيد الذي يشمل على قيم TC في فترات التباطؤ الزمني في الانحدار للمعادلة السابقة، وبذلك تكون المعادلة الآتية:

$$VT_t = \sum_{i=0}^K \alpha VT_{t-i} + \varepsilon_{it}$$

ثم يتم مقارنة قيمة F المحسوبة مع قيمة F الجدولية عند مستوى معين، فإذا كانت قيمة F المحسوبة أكبر من الجدولية، فإنه يتم رفض الفرضية H_0 وقبول الفرضية H_1 .

6- اختبار دالة الاستجابة لردة الفعل² Impulse Réponse Fonction

يظهر دور دالة الاستجابة لتتبع التفاعل بين المتغيرات. فإذا كانت المتغيرات مستقرة ومتكاملة، فإنها تكون في حالة توازن في فترة زمنية معينة، وأن أية صدمة لأي من المتغيرات المستخدمة ستعمل على التأثير على وضعية التوازن لفترة زمنية معينة ثم تعود المتغيرات إلى التوازن شريطة عدم حدوث أي صدمة أخرى في نفس الوقت. وتواجه دالة الاستجابة الفورية مشكلة ترتيب المتغيرات الداخلة في النموذج، فعند حدوث صدمة مقدارها انحراف معياري واحد في متغير ما نتيجة لسياسة اقتصادية معينة -أو لسبب آخر- فإن دالة الاستجابة تقيس تأثير ذلك على القيمة الحالية والمستقبلية لذلك المتغير والمتغيرات الأخرى، هذا في حال افتراض عدم وجود ترابط بين المتغيرات العشوائية، ولكن في حالة وجود ترابط بين المتغيرات العشوائية، فهذا يعني أنهما مشتركان في قيمة غير معرفة أو محددة. ويبرز دور هذه الدالة في تتبع المسار الزمني لمختلف التغيرات المفاجئة التي يمكن أن تتعرض لها مختلف المتغيرات المتضمنة في النموذج، كما تعكس أيضاً، كيفية استجابة

¹ - إياد خالد شلائش المجالي، المصدر سبق ذكره، ص ص: 119-120.

² - المصدر نفسه، ص: 122.

كل متغير من هذه المتغيرات لأي تغير عشوائي، أو صدمة مفاجئة في أي متغير من متغيرات النموذج مع مرور الزمن.

المبحث الثاني: اختبار أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على حجم التداول وكمية التداول

بعد أن تم استعراض مختلف الدراسات السابقة في هذا الصدد وكذلك التعريف بمختلف متغيرات الدراسة والخصائص الإحصائية، وكذلك منهجية الدراسة والنماذج القياسية التي سيتم تطبيق طرق التحليل القياسي عليها، فإنه سيتم على مستوى هذا الجزء من البحث اختبار أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية للاقتصاد الأردني المحصورة في ومعدل النمو الاقتصادي، معدل التضخم، معدل الفائدة، الكتلة النقدية، سعر الصرف، الإنفاق الحكومي والإيرادات العامة كمتغيرات مستقلة على كل من حجم التداول وكمية التداول في سوق الأوراق المالية الأردنية كمتغيرات تابعة وذلك وفق نموذجين قياسييين.

وفي التحليل القياسي للأثر، فإنه سيتم الاعتماد في البداية على اختبار الاستقرار وفق اختبار ديكي- فولار ADF الموسع واختبار فليب بيرون PP لتحديد مستوى استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة، ليتم بعد ذلك إجراء اختبار جونسن Johansen للتكامل المشترك لتحديد فيما إذا كانت هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات، كما ستتم صياغة النموذج المعبر عن العلاقة التوازنية الطويلة الأجل والنموذج المعبر عن العلاقة التوازنية القصيرة الأجل وفقاً لنموذج تصحيح الخطأ Vec، كما أنه ستتم أيضاً دراسة العلاقة السببية بين المتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة وفق اختبار جرنجر لسببية Granger Causality، ليتم في الأخير دراسة دالة استجابة المتغيرات التابعة للتغير في المتغيرات المستقلة. ووفقاً لما سبق سيتم تقسيم المبحث إلى المطلوبين الموالين:

- اختبار أثر المتغيرات المستقلة على حجم التداول؛
- اختبار أثر المتغيرات المستقلة على كمية التداول

المطلب الأول: اختبار أثر المتغيرات المستقلة على حجم التداول

يتم في هذا المطلب إجراء الاختبارات على المتغيرات وتحليل النتائج الخاصة بالنموذج الذي يقيس مدى تأثير المتغيرات المستقلة المتمثلة في النمو الاقتصادي، التضخم، معدل الفائدة، الكتلة النقدية، سعر الصرف، الإنفاق الحكومي والإيرادات العامة على حجم التداول، وفق لمايلي:

1- اختبار الاستقرار

سيتم اختبار الاستقرار وفقاً للاختبارات الآتية:

1-1 اختبار ديكي - فولار الموسع

يقوم هذا الاختبار على فحص استقرارية المتغيرات مع مرور الزمن حيث يتعين في البداية التأكد من استقرارية متغيرات النموذج التابعة والمستقلة وهي حجم التداول VT ومعدل النمو الاقتصادي CE، معدل التضخم INF، معدل الفائدة TI، الكتلة النقدية M1، سعر الصرف TC، الإنفاق الحكومي DP، والإيرادات العامة RP، وبتطبيق اختبار ديكي فولار - الموسع ADF فقد تم الحصول على النتائج في الجدول الموالي:

جدول 21: نتائج اختبار ديكي - فولار الموسع

ADF Test of unit Root								
series	Lags	Levels			Lags	1 st Differencial		
		Mac Val	ADF	Prob		Mac Val	ADF	Prob
		5%				5%		
lnVT	0	-2.885863	-2.095924	0.2468	0	-2.886074	-13.21008	0,000
lnCE	0	-2.885863	-1.812762	0.3728	8	-2.887909	-7.020795	0.0000
lnINF	1	-2.886074	-2.127951	0.2342	0	-2.886074	-8.013300	0.0000
lnTI	3	-2.886509	-1.524644	0.5177	1	-2.886290	-4.406541	0.0005
lnM1	0	-2.885863	-0.924825	0.7773	0	-2.886074	-11.94027	0.0000
lnTC	0	-2.885863	-9.889148	0.0000	2	-2.886509	-10.55320	0.0000
lnDP	11	-2.888411	-2.045687	0.2672	10	-2.888411	-8.188480	0.0000
lnRP	2	-2.886290	-3.467163	0.0106	2	-2.886509	-11.28824	0.0000

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EViews وفق تطبيق Augmented dickey-fuller TEST.

أشارت نتائج اختبار ADF الواردة في الجدول أعلاه أن هناك بعض المتغيرات مستقرة المستوى والبعض الآخر مستقر الفرق الأول وأن عدد فترات التباطؤ Lags حسب معيار Akiak كانت مختلفة من متغير إلى آخر حسب ما هو موضح في الجدول. فالمتغيرات المستقرة المستوى تمثلت في سعر الصرف TC وكذلك الإيرادات العامة RP لكون t المحسوبة أكبر من t الجدولية وهو ما يعني رفض الفرض العدمي H_0 الذي يقضي بوجود جذر الوحدة عند مستوى معنوية 5 %، وبما أنها مستقرة المستوى فإنها ستكون مستقرة الفرق الأول ويمكن القول أنها متكاملة من الدرجة الأولى I(1) أيضاً. أما المتغيرات الغير مستقرة المستوى، فقد تم إجراء اختبار ADF بعد أخذ الفرق الأول وأظهرت أنها مستقرة الفرق الأول لكون t المحسوبة أكبر من t الجدولية، وبذلك يتم رفض الفرض العدمي H_0 الذي يقضي بوجود جذر الوحدة عند مستوى المعنوية 5%، وتمثلت هذه المتغيرات في حجم

التداول VT، النمو الاقتصادي CE، التضخم INF، سعر الفائدة TI، الكتلة النقدية M1 والنفقات العامة DP وبما أن هذه المتغيرات أظهرت أنها مستقرة الفرق الأول فهذا يعني أنها متكاملة من الدرجة الأولى I(1) كل على حده.

1-2- اختبار فليب بيرون

يقوم هذا الاختبار هو الآخر بفحص الاستقرار لمتغيرات نموذج الدراسة مع مرور الزمن، وبتطبيق اختبار فليب بيرون PP على السلاسل الزمنية للمتغيرات تم الحصول على النتائج الآتية:

جدول 22: نتائج اختبار فليب بيرون

PP Test of unit Root								
series	Band width	Levels			Band width	1 st Differencial		
		Mac Val	PP	Prob		Mac Val	PP	Prob
		5%				5%		
lnVT	4	-2.885863	-1.776122	0.3907	9	-2.886074	-16.14428	0.0000
lnCE	3	-2.885863	-1.823437	0.3676	1	-2.886074	-10.81660	0.0000
lnINF	4	-2.885863	-1.928684	0.3182	2	-2.886074	-8.044450	0.0000
lnTI	8	-2.885863	-1.127154	0.7034	8	-2.886074	-7.379385	0.0000
lnM1	3	-2.885863	-0.926625	0.7767	5	-2.886074	-11.88640	0.0000
lnTC	5	-2.885863	-10.02384	0.0000	117	-2.886074	-110.3074	0.0001
lnDP	7	-2.885863	-7.737396	0.0000	30	-2.886074	-55.17691	0.0001
lnRP	7	-2.885863	-8.429941	0.0000	28	-2.886074	-51.21629	0.0001

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EViews وفق تطبيق Phillips-Perron TEST.

أشارت نتائج اختبار PP المدونة في الجدول أعلاه أن بعض المتغيرات مستقرة المستوى والبعض الآخر مستقر الفرق الأول، فالمتغيرات المستقرة المستوى تمثلت في سعر الصرف TC والإنفاق العام DP والإيرادات العامة RP حيث كانت t المحسوبة أكبر من t الجدولية وهو ما يعني رفض العدمي H₀ بوجود جذر الوحدة عند مستوى معنوية 5% ولكنها مستقرة المستوى فإنها حتما ستكون مستقرة الفرق الأول وتكون متكاملة من الدرجة الأولى I(1). أما عن المتغيرات الغير مستقرة المستوى فقد أظهرت أنها مستقرة الفرق الأول وذلك بعد الأخذ بفرقها الأول وفق اختبار PP وكانت لها t المحسوبة أكبر من t الجدولية، وهذا ما يعني قبول الفرض البديل H₁ بعدم وجود جذر الوحدة عند مستوى معنوية 5%، وتمثلت هذه المتغيرات في حجم التداول VT، النمو الاقتصادي CE، التضخم INF، معدل الفائدة TI والكتلة النقدية M1 وبذلك يمكن القول أن المتغيرات كلها مستقرة الفرق الأول مما يعني أنها متكاملة من نفس الدرجة أي متكاملة من الدرجة الأولى I(1) كل على حده.

2- اختبار جونسن لتكامل المشترك

بعدما تم إثبات أن السلاسل الزمنية لمتغيرات النموذج مستقرة الفرق الأول أي بمعنى متكاملة من الدرجة الأولى كل على حده، فإنه يمكن إجراء اختبار التكامل المشترك لجونسن، وقد أشارت نتائج هذا الاختبار إلى المعطيات المدونة في الجدول الموالي:

جدول 23: نتائج اختبار جونسن لتكامل المشترك

Johansen Cointegration test				
Hypothesized No. of CE(s)	Trace value test			
	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob
None *	0.445733	218.9110	159.5297	0.0000
At most 1 *	0.398611	151.0485	125.6154	0.0006
At most 2	0.225891	92.56941	95.75366	0.0812
At most 3	0.173209	63.12450	69.81889	0.1522
At most 4	0.146626	41.25106	47.85613	0.1808
At most 5	0.101915	23.01692	29.79707	0.2452
At most 6	0.052815	10.65552	15.49471	0.2336
At most 7 *	0.037668	4.415562	3.841466	0.0356
Hypothesized No. of CE(s)	Max-eigen test			
	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.
None *	0.445733	67.86250	52.36261	0.0007
At most 1 *	0.398611	58.47909	46.23142	0.0016
At most 2	0.225891	29.44491	40.07757	0.4609
At most 3	0.173209	21.87345	33.87687	0.6174
At most 4	0.146626	18.23413	27.58434	0.4757
At most 5	0.101915	12.36140	21.13162	0.5124
At most 6	0.052815	6.239961	14.26460	0.5826
At most 7 *	0.037668	4.415562	3.841466	0.0356

* تشير لرفض فرض عدم وقبول الفرض البديل بوجود متجه تكامل مشترك واحد عند مستوى معنوية 5%.

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EViews وفق تطبيق Johansen Cointegration test.

تشير نتائج اختبار جونسن للتكامل المشترك الواردة في الجدول أعلاه إلى رفض الفرضية الصفرية H_0 القائلة بعدم وجود تكامل مشترك بمستوى معنوية 5% وقبول البديلة H_1 بوجود تكامل مشترك بين متغيرات نموذج الدراسة، الأمر الذي يؤكد وجود علاقة توازنية في المدى الطويل بين المتغيرات، وتشير هذه النتائج إلى

وجود علاقة سببية بين هذه المتغيرات ويمكن كتابة المتجه التكاملية الأول الذي تم الحصول عليه، على الشكل الموالي:

$$\ln VT = -0,0011 \ln CE - 0,0001 \ln INF - 0,0001 \ln TI + 0,0003 \ln M1 - 0,0013 \ln TC + 0,0047 \ln DP - 0,0026 \ln RP$$

وتبين نتائج المتجه التكاملية أن معدل حجم التداول VT يتأثر إيجابياً بمعدل نمو عرض النقد M1 ومعدل نمو النفقات العامة DP وهذا كما يظهر من إشارة معاملات المتجه، ويتأثر أيضاً بمعدل نمو كل من النمو الاقتصادي CE، التضخم INF، معدل الفائدة TI، سعر الصرف TC والإيرادات العامة RP تأثر سلبياً، وهو ما يتماشى مع النظرية الاقتصادية التي ترى أنه كلما زاد حجم الإنفاق وزادت الكتلة النقدية وانخفض معدل التضخم ومعدل الفائدة وكذلك سياسة تحصيل الإيرادات من الدولة زاد حجم التداول في السوق خاصة منه الأسهم.

3- نموذج تصحيح الخطأ

بعد إثبات أن المتغيرات بينها تكامل مشترك بمعنى أنه توجد علاقة توازنية على الآجال الطويلة، ومن أجل التعبير على هذه العلاقة التوازنية طويلة الأجل التي تحتوي على متغيرات الدراسة، فإنه سيتم استخدام نموذج تصحيح الخطأ Vector error correction وباستخدام برنامج Eviews فإنه تم التوصل على العلاقة الدالية المبينة في الجدول الآتي:

جدول 24: العلاقة التوازنية طويلة الأجل

$\ln VT = 397.406 - 2.777 \ln CE + 69.888 \ln INF + 2.928 \ln TI - 8.378867 \ln M1 + 12.495 \ln TC - 25.399 \ln DP - 3.220 \ln RP$							
CE	INF	TI	M1	TC	DP	RP	T
-2.06442	5.68133	1.17447	-1.52584	4.61966	-10.1779	-1.63937	

t المجدولة عند 5% = 1.96.

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EViews وفق التطبيق Vector error correction estimates.

يتضح من خلال هذه العلاقة الدالية:

- وجود علاقة عكسية ذات معنوية بين معدل النمو الاقتصادي وحجم التداول في سوق الأوراق المالية الأردنية حيث تشير النتائج إلى أن ارتفاع معدل النمو الاقتصادي بنسبة 1% يؤدي إلى تراجع حجم التداول بـ 2.77%، وهذا ما يتنافى مع معظم النظريات الاقتصادية التي تم التعرض إليها في الدراسة النظرية، والتي تتفق حول العلاقة الطردية بين معدل النمو الاقتصادي ونشاط سوق الأوراق المالية. وربما سبب العلاقة العكسية في

السوق الأردنية يرجع لكون معدلات النمو الاقتصادي في الأردن لم تعرف استقرار خلال فترة الدراسة، وعرفت زيادات بشكل ضئيل كما تراجعت بسبب الأزمة المالية العالمية وانعكاسات الأوضاع السياسية والاقتصادية في المنطقة، وهو ما يمكن القول أنه خلق جو من عدم الثقة بين المستثمر والقطاع الحقيقي، ما جعله كل مرة يتجه نحو الاستثمار المالي كبديل، بشكل عزز الطلب في سوق الأوراق المالية خاصة في فترات تراجع معدلات النمو الاقتصادي وانخفاضها.

- وجود علاقة طردية ذات معنوية بين معدل التضخم وحجم التداول في سوق الأوراق المالية الأردنية حيث أشارت النتائج إلى أن زيادة معدل التضخم معبر عنه بالرقم القياسي لأسعار المستهلك بنسبة 1% يؤدي إلى زيادة حجم التداول بـ 69.88%، وهو ما يتفق مع وجهة نظر فيشر Fisher وليفر Leffer حول العلاقة الطردية بين معدل التضخم وأسعار الأسهم ومن ثم حجم تداولها حيث يمكن اعتبارها توفر حماية-تحوط-اتجاه التضخم في السوق.

- وجود علاقة طردية بين معدلات الفائدة وحجم التداول في السوق الأردنية للأوراق المالية، إذ أن زيادة معدلات الفائدة خلال فترة الدراسة بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة حجم التداول بنسبة 2.928% وهو ما يتنافى مع مبدأ النظرية الاقتصادية التي تم التعرض لها على مستوى الفصل الثاني من هذا البحث، والتي ترى أن هناك علاقة عكسية بين معدلات الفائدة والطلب على الأوراق المالية خاصة منها الأسهم في السوق، وسبب هذه العلاقة العكسية على مستوى السوق الأردنية يمكن إرجاعه لوفرة الفوائض المالية واتخاذ المستثمرين سوق الأوراق المالية ملاذاً آمناً لتوجيهه أو توظيف تلك الفوائض في ظل تقلب الأداء الاقتصادي.

- وجود علاقة عكسية بين الكتلة النقدية M1 وحجم التداول في السوق الأردنية إذ أن زيادة الكتلة النقدية M1 بنسبة 1% ينتج عنه انخفاض في حجم التداول بمقدار 1.52% وفق علاقة عكسية، وهو ما يتفق مع وجهة نظر ميشال كيران Michael Keran التي تم التعرض لها في فصل سابق حيث ناقش فيها العوامل المحددة لمستوى أسعار الأسهم، وتوصل إلى أن التأثير كان سلبي لحجم الكتلة النقدية على أسعار الأسهم لاعتبار أن زيادة الكتلة النقدية يؤدي إلى زيادة الحد الأدنى المطلوب من المستثمرين الشيء الذي يؤدي إلى انخفاض أسعارها.

- وجود علاقة طردية معنوية بين سعر الصرف الدينار الأردني بالدولار الأمريكي وحجم التداول في السوق الأردنية للأوراق المالية خلال فترة الدراسة، وهو ما يشير أن أسعار الصرف لها تأثير إيجابي مقبول على حجم التداول، حيث إن زيادة سعر الصرف بنسبة 1% يؤدي إلى ارتفاع حجم التداول بنسبة 12.49%.

- وجود علاقة سلبية معنوية بين النفقات العامة وحجم التداول في سوق الأوراق المالية الأردنية، حيث دلت النتائج إلى أن التغيير في حجم النفقات العامة بـ 1% يؤدي إلى تغيير حجم التداول بمقدار 25.39% في

الاتجاه العكسي وهو ما لا يتفق مع وجهات النظر الاقتصادية التي ترى أن زيادة الإنفاق العام تؤدي إلى زيادة تراكمية في الدخل الوطني، الذي من شأنه أن يؤدي إلى زيادة الاستهلاك والطلب على منتجات الشركات مما يحفز الطلب على أسهمها بشكل يؤدي إلى ارتفاع أسعارها. وهذا دائما مقرون بفكرة اقتصاد لم يصل إلى مستوى التشغيل الكامل وهو ما لم يحصل في الاقتصاد الأردني، حيث يلاحظ فيه أن زيادة الإنفاق الحكومي لا تعزز الطلب على مستوى سوق الأوراق المالية.

- وجود علاقة عكسية بين الإيرادات العامة وحجم التداول في سوق الأوراق المالية الأردنية وهو ما يعني أن سياسة تحصيل الإيرادات في المملكة الأردنية تؤثر سلبا على الطلب في سوق الأوراق المالية ومن ثم حجم التداول، إذ جاءت النتائج لتدل على أن ازيادة حجم الإيرادات العامة بـ 1% يؤدي إلى تراجع حجم التداول بـ 3.22%.

أما عن متجه تصحيح الخطأ Vector error correction estimates والمعبر عن العلاقة القصيرة الأجل، فقد كان كالآتي:

$$D(\ln VT) = -0,257\Delta \ln VT_{t-1} - 0,234\Delta \ln VT_{t-2} + 0,038\Delta \ln CE_{t-1} + 0,079\Delta \ln CE_{t-2} + 4,581\Delta \ln INF_{t-1} \\ - 1,514\Delta \ln INF_{t-2} - 1,380\Delta \ln Ti_{t-1} + 1,670\Delta \ln Ti_{t-2} - 3,938\Delta \ln M1_{t-1} - 1,913\Delta \ln M1_{t-2} \\ - 0,001\Delta \ln TC_{t-1} + 0,029\Delta \ln TC_{t-2} + 0,019\Delta \ln DP_{t-1} - 0,109\Delta \ln DP_{t-2} - 0,051\Delta \ln RP_{t-1} \\ + 0,0181\Delta \ln RP_{t-2} + 0,013305 + 0,0037(397,406 - 2,777\ln CE + 69,888\ln INF \\ + 2,928\ln Ti - 8,378\ln M1 + 12,495\ln TC + 25,399\ln DP - 3,220\ln RP).$$

وكانت نتائج جاه تصحيح الخطأ كالآتي:

جدول 25: نتائج اتجاه تصحيح الخطأ

المتغير	معدل سرعة التعديل	t الإحصائية
$\ln VT_{t-1}$	-0.257445	-2.51501
$\ln VT_{t-2}$	-0.234833	-2.26977
$\ln CE_{t-1}$	0.038051	0.18046
$\ln CE_{t-2}$	0.079826	0.37859
$\ln INF_{t-1}$	4.581020	1.25551
$\ln INF_{t-2}$	-1.514009	-0.41482
$\ln TI_{t-1}$	-1.380132	-0.97633
$\ln TI_{t-2}$	1.670473	1.23653
$\ln M1_{t-1}$	-3.938016	-2.33017
$\ln M1_{t-2}$	-1.913029	-1.10430
$\ln TC_{t-1}$	-0.000958	-0.00633
$\ln TC_{t-2}$	0.029493	0.22694
$\ln DP_{t-1}$	0.019654	0.09587
$\ln DP_{t-2}$	-0.109067	-0.78984
$\ln RP_{t-1}$	-0.051665	-0.49070
$\ln RP_{t-1}$	0.018194	0.17901
C	0.013365	0.35838
CoInt Eq1	0.003743	0.35805
R-Squared	0.196674	
Adj R-Squared	0.058729	
F Statistic	1.425739	
Akai C/A	0.671609	
Schwarz SC	1.096559	

t الجدولة عند 5% = 1.96.

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EViews وفق التطبيق Vector error correction estimates.

يتضح من هذا النموذج أيضا أن معامل سرعة الضبط CoInt Eq1 يساوي 0.003743 وهو رقم موجب وأقل من الواحد، مما يعني أن الانحرافات بين المتغيرات عن الاتجاه العام في الآجال الطويلة يتم تصحيحها في كل فترة زمنية من خلال العلاقة قصيرة الأجل بنسبة 0.37%.

4- اختبار جرانجر للسببية بين المتغير تابع VT والمتغيرات المستقلة

يستخدم هذه الاختبار كما تم تناوله في المبحث السابق من أجل تحديد السببية بين متغيرات نموذج الدراسة، حيث يظهر اتجاه السببية فيما إذا كان أحاديا أو تبادليا أو بعبارة أخرى من المتغير الذي يسبب الآخر VT أو CE مثلا فإذا كان التباطؤ الزمني للمتغير VT له طاقة تنبؤية إضافية أكبر من الطاقة التنبؤية الإضافية

للتباطؤ الزمني للمتغير CE فإن هنا يمكن القول أن VT يسبب CE، ويتم تحديد وجود علاقة من عدمها من خلال مقارنة F المحسوبة وفقا لتطبيق اختبار جرانجر Granger في برنامج Eviews مع F الجدولية، ويتم رفض الفرضية H_0 بعدم وجود علاقة سببية بين المتغيرات إذا كانت F المحسوبة أكبر من F الجدولية. أما عن نتائج الاختبار Granger Causality Test لمتغيرات النموذج فقد أظهرت:

جدول 26: نتائج اختبار جرانجر للسببية بين المتغير التابع VT والمتغيرات المستقلة

Direction of relation	Lags	F-Statistic	F-Tabletes	Prob	Results	Relation
VT and CE						
CE to VT	2	2.33465	3.09	0.1015	No Cause	Mono
VT to CE		4.26149	3.09	0.0164	Cause	Mono
VT and DP						
DP to VT	2	2.23185	3.09	0.1120	No Cause	Mono
VT to DP		6.79128	3.09	0.0016	Cause	Mono
VT and INF						
INF to VT	2	4.46361	3.09	0.0136	Cause	Mono
VT to INF		0.29904	3.09	0.7421	No Cause	Mono
VT and M1						
M1 to VT	2	5.63174	3.09	0.0047	Cause	Mono
VT to M1		2.79042	3.09	0.0656	No Cause	Mono
VT and RP						
RP to VT	2	0.68491	3.09	0.5062	No Cause	Mono
VT to RP		6.85426	3.09	0.0016	Cause	Mono
VT and TC						
TC to VT	2	3.06586	3.09	0.0505	No Cause	Mono
VT to TC		4.39262	3.09	0.0145	Cause	Mono
VT and TI						
TI to VT	2	1.45730	3.09	0.2372	No Cause	NC
VT to TI		0.73424	3.09	0.4821	No Cause	NC

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EViews وفق التطبيق Granger Causality test.

يتضح من خلال الجدول أعلاه حول نتائج اختبار السببية بين حجم التداول في سوق الأوراق المالية الأردنية VT ومعدل النمو الاقتصادي CE، معدل التضخم INF، معدل الفائدة TI، الكتلة النقدية M1، سعر الصرف TC، النفقات العامة DP والإيرادات العامة RP أن هناك علاقة سببية من حجم التداول VT في اتجاه واحد إلى كل من معدل النمو الاقتصادي CE، النفقات العامة DP، الإيرادات العامة RP، معدل الصرف TC، كما أن هناك علاقة سببية من معدل التضخم INF إلى حجم التداول VT وكذلك علاقة سببية من الكتلة النقدية

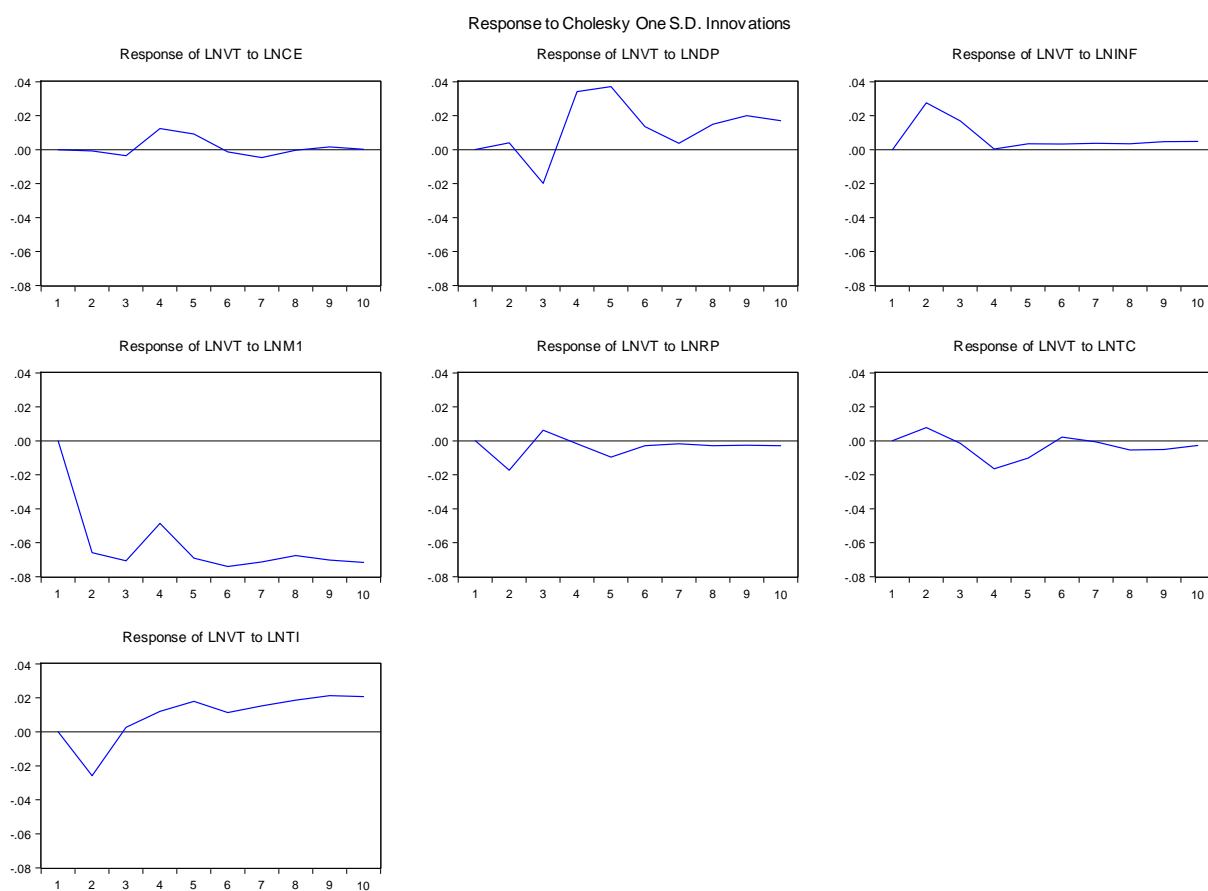
M1 إلى حجم التداول VT، كما أنه لا توجد علاقة سببية بين معدل الفائدة TC وحجم التداول VT بمعنى أن حجم التداول ومعدل الفائدة لا يسببان لبعضهما البعض.

5- دالة استجابة لرد الفعل للمتغير التابع حجم التداول VT مع المتغيرات المستقلة

يمكن استعراض نتائج اختبار دالة استجابة لرد الفعل للمتغير التابع حجم التداول VT مع المتغيرات

المستقلة وفق الآتي:

شكل 50: تمثيل دالة استجابة المتغير التابع VT مع المتغيرات المستقلة



المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EViews وفق التطبيق Vector error correction estimates-Impulse

جدول 27: مقدار استجابة المتغير التابع VT مع المتغيرات المستقلة خلال عشرة أشهر

Period	lnCE	lnDP	lnINF	lnM1	lnRP	lnTC	lnTI
1	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	-0.000826	0.004033	0.027529	-0.065856	-0.017342	0.007822	-0.025836
3	-0.003554	-0.019927	0.016916	-0.070729	0.006260	-0.001497	0.002704
4	0.012447	0.034109	0.000319	-0.048667	-0.001733	-0.016544	0.012055
5	0.009227	0.037123	0.003448	-0.069053	-0.009663	-0.010245	0.017894
6	-0.001372	0.013589	0.003254	-0.073965	-0.002938	0.002220	0.011285
7	-0.004711	0.003662	0.003712	-0.071327	-0.001785	-0.000678	0.015294
8	-0.000371	0.015006	0.003496	-0.067545	-0.002875	-0.005375	0.018594
9	0.001664	0.019958	0.004752	-0.070249	-0.002645	-0.005189	0.021321
10	0.000242	0.017039	0.004796	-0.071633	-0.002910	-0.002738	0.020690

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EViews وفق التطبيق Vector error correction estimates-Impulse

يتضح من نتائج دالة الاستجابة لرد الفعل:

- حدوث أي صدمة عشوائية في معدل النمو الاقتصادي CE لا يكون لها أي تأثير في حجم التداول VT في الشهر الأول بمعنى هناك تأخر في الاستجابة بشهر، ثم يصبح ذلك التأثير سلبي وبشكل ضعيف في الشهر الثاني والثالث، ليتحول تأثير الصدمة في معدل النمو إلى إيجابي بشكل ضعيف في الشهر الرابع والخامس ليتحول إلى تأثير سلبي في الشهر السادس والسابع والثامن ليتحول بعد ذلك إلى تأثير إيجابي وبشكل أقوى في الشهر التاسع والعاشر.

- حدوث أي صدمة عشوائية في حجم النفقات العامة DP لا يكون لها تأثير في حجم التداول في الشهر الأول مما يدل على وجود تأخر في الاستجابة. أما حدوث تلك الصدمة يكون لها تأثير بشكل إيجابي وضعيف في الشهر الثاني، ثم سلبي في الشهر الثالث، ليصبح بعد ذلك إيجابي وبشكل أقوى في الشهر الرابع والخامس والسادس وبشكل إيجابي أيضا وأقل قوة في الأشهر الأخرى.

- حدوث أي صدمة عشوائية في معدل التضخم INF لا يكون لها أي تأثير في حجم التداول في الشهر الأول بمعنى هناك تأخر في الاستجابة بشهر. ثم يصبح بعد ذلك إيجابي خلال السنوات التسع الموالية وبشكل ضعيف.

- حدوث أي صدمة عشوائية في حجم الكتلة النقدية M1 لا يكون لها تأثير على حجم التداول خلال الشهر الأول بمعنى يوجد تأخر في الاستجابة بشهر، ثم يصبح ذلك التأثير سلبيا وبشكل قوي خلال السنوات الموالية ويستمر هذا التأثير السلبي لمدة تسع سنوات.

- حدوث أي صدمة عشوائية في الإيرادات العامة RP لا يكون له أي تأثير في حجم التداول في الشهر الأول مما يعني هناك تأخر بشهر في الاستجابة، ثم تكون استجابة بشكل سلبي خلال الشهر الثاني ثم تصبح إيجابية التأثير في الشهر الثالث، لتصبح بعد ذلك سلبية خلال الأشهر السبعة الموالية.

- حدوث أي صدمة عشوائية في سعر الصرف TC لا يكون لها تأثير على حجم التداول خلال الشهر الأول بمعنى هناك تأخر بشهر في الاستجابة، بينما التأثير يكون متقلب بين السالب والإيجابي خلال الأشهر التسع الأخرى، فقد كان إيجابيا بشكل ضعيف في الشهر الثاني ثم سلبيا بشكل ضعيف خلال الشهر الثالث والرابع والخامس ثم إيجابيا بشكل ضعيف في الشهر السادس ثم يتحول التأثير بشكل سلبي خلال الشهر السابع والثامن والتاسع والعاشر لكن دائما بشكل ضعيف.

- حدوث أي صدمة عشوائية في سعر الفائدة TI لا يكون لها تأثير على حجم التداول في الشهر الأول مما يعني أن هناك تأخر في الاستجابة لمدة شهر، ثم يكون تأثير بشكل سلبي في الشهر الثاني ليتحول التأثير إلى إيجابي ومنتزاد القوة بشكل تدريجي خلال الشهور الثمانية الموالية.

المطلب الثاني: اختبار أثر المتغيرات المستقلة على كمية التداول

بعدما تم على مستوى المطلب السابق اختبار أثر المتغيرات المستقلة على حجم التداول، سيتم في هذا المطلب أيضا إجراء الاختبارات الخاصة بالنموذج الذي يقيس علاقة تأثير المتغيرات المستقلة المتمثلة ومعدل النمو الاقتصادي، معدل التضخم، معدل الفائدة، الكتلة النقدية، سعر الصرف، الإنفاق الحكومي والإيرادات العامة على كمية التداول، وفق للآتي:

1- اختبار الاستقرار

سيتم اختبار الاستقرار وفقا للاختبارات الموالية:

1-1- اختبار ديكي- فولار الموسع

سيتم من خلال هذا الاختبار فحص الاستقرار عبر الزمن للمتغيرات المستقلة والمتغير التابع لنموذج الدراسة، الذي يقيس مقدار أثر كمية التداول للأسهم AT في سوق الأوراق الأردنية كمتغير تابع بالمتغيرات المستقلة المتمثلة في النمو الاقتصادي CE، معدل التضخم INF، ومعدل الفائدة TI، معدل الصرف TC، الكتلة النقدية M1، والإيرادات العامة RP والإنفاق العام DP في المملكة. وقد كانت نتائج هذا الاختبار كالآتي:

جدول 28: نتائج اختبار ديكي - فولار الموسع

ADF Test of unit Root								
Series	Lags	Levels			Lags	1 st Differencial		
		Mac Val	ADF	Prob		Mac Val	ADF	Prob
		5%				5%		
LnAT	0	-2.885863	-3.658440	0.0060	0	-2.886074	-12.94206	0.0000
LnCE	0	-2.885863	-1.812762	0.3728	8	-2.887909	-7.020795	0.0000
lnINF	1	-2.886074	-2.127951	0.2342	0	-2.886074	-8.013300	0.0000
lnTI	3	-2.886509	-1.524644	0.5177	1	-2.886290	-4.406541	0.0005
lnM1	0	-2.885863	-0.924825	0.7773	0	-2.886074	-11.94027	0.0000
lnTC	0	-2.885863	-9.889148	0.0000	2	-2.886509	-10.55320	0.0000
lnDP	11	-2.888411	-2.045687	0.2672	10	-2.888411	-8.188480	0.0000
lnRP	2	-2.886290	-3.467163	0.0106	2	-2.886509	-11.28824	0.0000

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EViews وفق تطبيق Augmented dickey-fuller TEST.

أظهرت نتائج اختبار ADF المبينة في الجدول أن هناك بعض المتغيرات مستقرة المستوى ومثل كمية التداول AT وسعر الصرف TC وكذلك الإيرادات العامة RP حيث أظهرت t المحسوبة أكبر من t الجدولية وهو ما يعني رفض فرض العدم H_0 الذي يقضي بوجود جذر الوحدة عند مستوى معنوية 5% وبذلك يمكن القول أن السلاسل الزمنية لهذه المتغيرات مستقرة المستوى وأنها متكاملة في الدرجة صفر $I(0)$ وبما أنها متكاملة من الدرجة صفر، فإنه يمكن القول أنها متكاملة من الدرجة الأولى أيضا $I(1)$ لكونها ستكون مستقرة عند الفرق الأول كذلك. أما عن المتغيرات الأخرى والمتمثلة في النمو الاقتصادي CE ومعدل التضخم INF، سعر الفائدة TI، الكتلة النقدية M1، والإنفاق العام DP فقد كانت غير مستقرة المستوى حيث كانت قيم t المحسوبة لها أقل من t الجدولية، وعند إجراء الفرق الأول فقد كانت السلاسل الخاصة بالمتغيرات مستقرة لكون t المحسوبة أكبر من t الجدولية عند مستوى معنوية 5% مما يعني رفض الفرض العدمي H_0 قبول الفرض البديل H_1 الذي يشير إلى عدم وجود جذر وحدة ومن هنا يمكن القول أن السلاسل الزمنية لهذه المتغيرات مستقرة الفرق الأول ومن ثم فإنها متكاملة من الدرجة الأولى $I(1)$.

1-2- اختبار فليب بيرون

كما عرف سابقا أن هذا الاختبار هو الآخر يقوم بفحص استقرارية السلاسل الزمنية الخاصة بمتغيرات النموذج المتمثلة في كمية التداول AT كمتغير تابع والنمو الاقتصادي CE، التضخم INF، الكتلة النقدية M1، سعر الفائدة TI، سعر الصرف TC، الإيرادات العامة DP، والإنفاق العام RP كمتغيرات تابعة وتطبيق اختبار PP وفق برنامج Eviews تم التحصل على النتائج الموالية المبينة في الجدول أدناه:

جدول 29: نتائج اختبار فليب بيرون

PP Test of unit Root								
Series	Band width	Levels			Band width	1 st Differencial		
		Mac Val	PP	Prob		Mac Val	PP	Prob
		5%				5%		
InVT	2	-2.885863	-3.494852	0.0097	15	-2.886074	-17.15790	0.0000
InCE	3	-2.885863	-1.823437	0.3676	1	-2.886074	-10.81660	0.0000
InINF	4	-2.885863	-1.928684	0.3182	2	-2.886074	-8.044450	0.0000
InTI	8	-2.885863	-1.127154	0.7034	8	-2.886074	-7.379385	0.0000
InM1	3	-2.885863	-0.926625	0.7767	5	-2.886074	-11.88640	0.0000
InTC	5	-2.885863	-10.02384	0.0000	117	-2.886074	-110.3074	0.0001
InDP	7	-2.885863	-7.737396	0.0000	30	-2.886074	-55.17691	0.0001
InRP	7	-2.885863	-8.429941	0.0000	28	-2.886074	-51.21629	0.0001

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EViews وفق تطبيق Phillips-Perron TEST.

أشارت نتائج الاختبار المبينة في الجدول أن السلاسل الزمنية لكل من كمية التداول AT، سعر الصرف TC، الإيرادات العامة RP والنفقات العامة RP كانت مستقرة المستوى حيث أعطت النتائج قيم t المحسوبة أكبر من t الجدولية مما يعني رفض الفرض العدمي H₀ وقبول الفرض البديل H₁ الذي يشير إلى عدم وجود جذر الوحدة، ومن ثم، فإن السلاسل مستقرة المستوى ومتكاملة من الدرجة صفر I(0) كل على حده، وبذلك فإنها ستكون متكاملة من الدرجة الأولى أيضا لكونها ستكون مستقرة أيضا عند الفرق الأول. أما عن السلاسل الزمنية للمتغيرات المتمثلة في النمو الاقتصادي CE، التضخم INF، سعر الفائدة TI، الكتلة النقدية M1، فقد أظهرت أنها غير مستقرة المستوى ومستقرة الفرق الأول لكون t المحسوبة أكبر من t الجدولية مما يعني قبول الفرض البديل H₁ الذي يشير إلى عدم وجود جذر الوحدة، مما يعني فإن السلاسل مستقرة الفرق الأول ومتكاملة من الدرجة الأولى I(1).

2- اختبار جونسون لتكامل المشترك

بعدما تم إثبات على مستوى اختبار ADF واختبار PP أن السلاسل الزمنية لمتغيرات النموذج الذي يتضمن كمية التداول AT كمتغير تابع والنمو الاقتصادي CE، سعر الفائدة TI، معدل التضخم INF، الكتلة النقدية M1، سعر الصرف TC، الإنفاق العام DP والإيرادات العامة RP كمتغيرات مستقلة أنها متكاملة من الدرجة الأولى I(1) كل على حده، فإنه تم إجراء اختبار جونسون للتكامل المشترك للوقوف على العلاقة التوازنية طويلة الأجل وكانت النتائج على النحو المبين في الجدول:

جدول 30: نتائج اختبار جونسن لتكامل المشترك

Johansen Cointegration test				
Hypothesized No. of CE(s)	Trace value test			
	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob
None *	0.448943	227.4303	159.5297	0.0000
At most 1 *	0.390777	158.8997	125.6154	0.0001
At most 2 *	0.261159	101.9091	95.75366	0.0176
At most 3	0.227625	67.10178	69.81889	0.0808
At most 4	0.147077	37.39907	47.85613	0.3289
At most 5	0.089940	19.10421	29.79707	0.4854
At most 6	0.044580	8.266054	15.49471	0.4374
At most 7	0.025933	3.021605	3.841466	0.0822
Hypothesized No. of CE(s)	Max-eigen test			
	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.
None *	0.448943	68.53053	52.36261	0.0006
At most 1 *	0.390777	56.99065	46.23142	0.0025
At most 2	0.261159	34.80730	40.07757	0.1742
At most 3	0.227625	29.70271	33.87687	0.1454
At most 4	0.147077	18.29486	27.58434	0.4707
At most 5	0.089940	10.83816	21.13162	0.6634
At most 6	0.044580	5.244448	14.26460	0.7107
At most 7	0.025933	3.021605	3.841466	0.0822

* تشير لرفض فرض عدم وقبول الفرض البديل بوجود متجه تكامل مشترك واحد عند مستوى معنوية 5%.

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EViews وفق تطبيق Johansen Cointegration test .

تشير نتائج اختبار جونسن للتكامل المشترك المبينة في الجدول إلى رفض الفرض العدمي H_0 بعدم وجود تكامل مشترك عند مستوى معنوية 5% وقبول الفرض البديل H_1 الذي يقضي بوجود تكامل مشترك بين متغيرات النموذج، الأمر الذي يؤكد على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات. ويمكن صياغة المتجه التكامل الأول على النحو الآتي:

$$\ln AT = -0,0048 \ln CE - 0,00004 \ln INF - 0,00056 \ln TI + 0,00158 \ln M1 - 0,01271 \ln TC \\ + 0,0265 \ln DP - 0,0132 \ln RP$$

تبين نتائج المتجه التكامل أن معدل كمية التداول AT يتأثر إيجاباً بمعدل نمو عرض النقود M1 ومعدل نمو النفقات العامة DP وهذا ما يظهر من إشارة معاملات المتجه، ويتأثر سلباً بمعدل نمو كل من النمو

الاقتصادي CE، التضخم INF، معدل الفائدة TI، سعر الصرف TC، الإيرادات العامة DP وهو ما يتماشى مع النظرية الاقتصادية التي تتوافق مع فكرة تفعيل نشاط سوق الأوراق المالية بزيادة حجم الإنفاق العام واتجاه سياسة تحصيل الإيرادات إلى التراجع، وكذلك انخفاض معدلات التضخم.

3- العلاقة التوازنية طويلة الأجل

بعد إثبات أن متغيرات هذا النموذج أيضا بينها تكامل مشترك بمعنى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل، فسيتم الذهاب إلى التعبير على هذه العلاقة التوازنية طويلة الأجل وفق نموذج تصحيح الخطأ Vector error correction وباستخدام برنامج Eviews فقد تم التوصل إلى العلاقة الدالية المبينة في الجدول الآتي:

جدول 31: العلاقة التوازنية طويلة الأجل

$\ln AT = 102.5216 - 0.577 \ln CE + 24.519 \ln INF + 1.918 \ln TI - 0.012 \ln M1 + 3.941 \ln TC - 10.848 \ln DP - 1.251 \ln RP$							
CE	INF	TI	M1	TC	DP	RP	T
-1.07042	4.89560	1.91611	-0.00581	3.58525	-10.4845	-1.56063	

المجدولة عند 5% = 1.96.

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EIEWS وفق التطبيق Vector error correction estimates.

يتضح من خلال هذه العلاقة الدالية:

- وجود علاقة عكسية بين معدل النمو الاقتصادي TC وكمية التداول AT حيث تشير النتائج إلى أن ارتفاع معدل النمو الاقتصادي بـ 1% يؤدي إلى تراجع كمية التداول AT بـ 0.577%، وهذا ما يتنافى مع معظم النظريات الاقتصادية التي تم التعرض إليها في الدراسة النظرية، والتي تتفق حول العلاقة الطردية بين معدل النمو الاقتصادي ونشاط سوق الأوراق المالية. ويمكن إرجاع سبب العلاقة العكسية في السوق الأردنية إلى فقدان الثقة من طرف المستثمرين في الاستثمار الحقيقي وتوجههم إلى الاستثمار المالي.

- وجود علاقة طردية ذات معنوية بين معدل التضخم INF وكمية التداول AT في سوق الأوراق المالية الأردنية حيث أشارت النتائج إلى أن زيادة معدل التضخم معبر عنه بالرقم القياسي لأسعار المستهلك بنسبة 1% يؤدي إلى زيادة كمية التداول AT بـ 24.519%، وهو ما يتفق مع وجهة نظر فيشر Fisher وليفر Leffer حول العلاقة الطردية بين معدل التضخم وأسعار الأسهم.

- وجود علاقة طردية بين معدلات الفائدة TI وكمية التداول AT في السوق الأردنية للأوراق المالية، إذ أن زيادة معدلات الفائدة خلال فترة الدراسة بـ 1% تؤدي إلى زيادة كمية التداول AT بـ 1.918% وهو ما يتنافى مع مبدأ النظرية الاقتصادية، وسبب هذه العلاقة العكسية على مستوى السوق الأردنية يمكن إرجاعه لوفرة الفوائض

المالية واتخاذ المستثمرين سوق الأوراق المالية ملاذاً آمناً لتوظيف تلك الفوائض مثل ما تم التوصل إليه في الاختبارات السابقة الخاصة بالعلاقة بين معدل الفائدة ومؤشرات أداء السوق الأردنية.

- وجود علاقة عكسية بين الكتلة النقدية M1 وكمية التداول AT في السوق الأردنية إذ أن زيادة الكتلة النقدية M1 بـ 1% ينتج عنه انخفاض في كمية التداول AT بمقدار 0.012% وفق علاقة عكسية، وهو ما يتفق مع وجهة نظر ميشال كيران Michael Keran التي تم التعرض لها سابقاً.

- وجود علاقة طردية معنوية بين سعر الصرف الدينار الأردني TC وكمية التداول AT في السوق الأردنية للأوراق المالية خلال فترة الدراسة، وهو ما يشير أن أسعار الصرف لها تأثير إيجابي مقبول على كمية التداول AT حيث إن زيادة سعر الصرف بنسبة 1% يؤدي إلى ارتفاع كمية التداول AT بـ 3.941%.

- وجود علاقة عكسية معنوية بين النفقات العامة DP وكمية التداول AT في سوق الأوراق المالية الأردنية، حيث أشارت النتائج إلى أن التغير في حجم النفقات العامة بنسبة 1% يؤدي إلى زيادة كمية التداول AT بمقدار 10.848% في الاتجاه العكسي وهو ما لا يتفق مع وجهات النظر الاقتصادية التي تم التعرض إليها على مستوى الدراسة النظرية.

- وجود علاقة عكسية بين الإيرادات العامة RP وكمية التداول AT في سوق الأوراق المالية الأردنية، وهو ما يعني أن سياسة تحصيل الإيرادات في الأردن تؤثر سلباً على نشاط سوق الأوراق المالية ومن ثم كمية التداول AT، حيث تدل النتائج على أن زيادة حجم الإيرادات العامة بنسبة 1% يؤدي إلى تراجع كمية التداول AT بـ 1.251%.

أما عن متجه تصحيح الخطأ Vector error correction estimates والمعبر عن العلاقة القصيرة الأجل، فقد كان كالاتي:

$$D(\ln AT) = -0,243\Delta \ln AT_{t-1} - 0,162\Delta \ln AT_{t-2} - 0,084\Delta \ln CE_{t-1} + 0,097\Delta \ln CE_{t-2} + 2,215\Delta \ln INF_{t-1} \\ - 1,772\Delta \ln INF_{t-2} - 0,290\Delta \ln TI_{t-1} + 0,921\Delta \ln TI_{t-2} - 2,904\Delta \ln M1_{t-1} - 2,134\Delta \ln M1_{t-2} \\ + 0,088\Delta \ln TC_{t-1} + 0,107\Delta \ln TC_{t-2} - 0,094\Delta \ln DP_{t-1} - 0,163\Delta \ln DP_{t-2} - 0,068\Delta \ln RP_{t-1} \\ - 0,002\Delta \ln RP_{t-2} + 0,035 - 0,0023(102.52160.577\ln CE + 24.519\ln INF \\ + 1.918\ln TI - 0.012\ln M1 + 3.941\ln TC - 10.848\ln DP - 1.251\ln RP).$$

جدول 32: نتائج اتجاه تصحيح الخطأ

المتغير	معدل سرعة التعديل	t الإحصائية
$\ln VT_{t-1}$	-0.243748	-2.25771
$\ln VT_{t-2}$	-0.162530	-1.44480
$\ln CE_{t-1}$	-0.084055	-0.40143
$\ln CE_{t-2}$	0.097373	0.47001
$\ln INF_{t-1}$	2.215952	0.62128
$\ln INF_{t-2}$	-1.772285	-0.49924
$\ln TI_{t-1}$	-0.290876	-0.21130
$\ln TI_{t-2}$	0.921881	0.69945
$\ln M1_{t-1}$	-2.904636	-1.70565
$\ln M1_{t-2}$	-2.134736	-1.22317
$\ln TC_{t-1}$	0.088277	0.61225
$\ln TC_{t-2}$	0.107699	0.83635
$\ln DP_{t-1}$	-0.094553	-0.45724
$\ln DP_{t-2}$	-0.163725	-1.18916
$\ln RP_{t-1}$	-0.068350	-0.66493
$\ln RP_{t-1}$	-0.002789	-0.02803
C	0.035502	0.96632
Coint Eq1	-0.002335	-0.09290
R-Squared	0.157360	
Adj R-Squared	0.012664	
F Statistic	1.087524	
Akaik A/C	0.641445	
Schwazr SC	1.066395	

t المجدولة عند 5% = 1.96.

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EViews وفق التطبيق Vector error correction estimates.

يتضح من هذا النموذج أيضا أن معامل سرعة الضبط Coint Eq1 يساوي -0.002335 وهو رقم سالب وأقل من الواحد، مما يعني أن الانحرافات بين المتغيرات عن الاتجاه العام في الأجل الطويلة يتم تصحيحها في كل فترة زمنية من خلال العلاقة قصيرة الأجل بنسبة 0.23%.

4- اختبار جرانجر للسببية بين المتغير تابع AT والمتغيرات المستقلة

سيتم الاعتماد على هذا الاختبار لتحديد السببية بين متغيرات نموذج الدراسة حيث إنه سيظهر اتجاه السببية فيما إذا كان أحاديا أو تبادليا ومن يسبب آخر، وقد دلت نتائج هذا الاختبار على ما يلي:

جدول 33: نتائج اختبار جرانجر للسببية بين المتغير التابع AT والمتغيرات المستقلة

Direction of relation	Lags	F-Statistic	F-Tabletes	Prob	Results	Relation
AT and CE						
CE to AT	2	1.24198	3.09	0.2927	No Cause	Mono
AT to CE		3.34870	3.09	0.0386	Cause	Mono
AT and DP						
DP to AT	2	3.75699	3.09	0.0263	Cause	Mono
AT to DP		1.55968	3.09	0.2147	No Cause	Mono
AT and INF						
INF to AT	2	4.27224	3.09	0.0163	Cause	Mono
AT to INF		0.12151	3.09	0.8857	No Cause	Mono
AT and M1						
M1 to AT	2	6.10664	3.09	0.0030	Cause	DUO
AT to M1		3.57898	3.09	0.0311	Cause	DUO
AT and RP						
RP to AT	2	1.44417	3.09	0.2403	No Cause	Mono
AT to RP		3.88941	3.09	0.0233	Cause	Mono
AT and TC						
TC to AT	2	2.81578	3.09	0.0641	No Cause	Mono
AT to TC		4.20064	3.09	0.0174	Cause	Mono
AT and TI						
TI to AT	2	0.46767	3.09	0.6277	No Cause	NC
AT to TI		0.83766	3.09	0.4354	No Cause	NC

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EViews وفق التطبيق Granger Causality test.

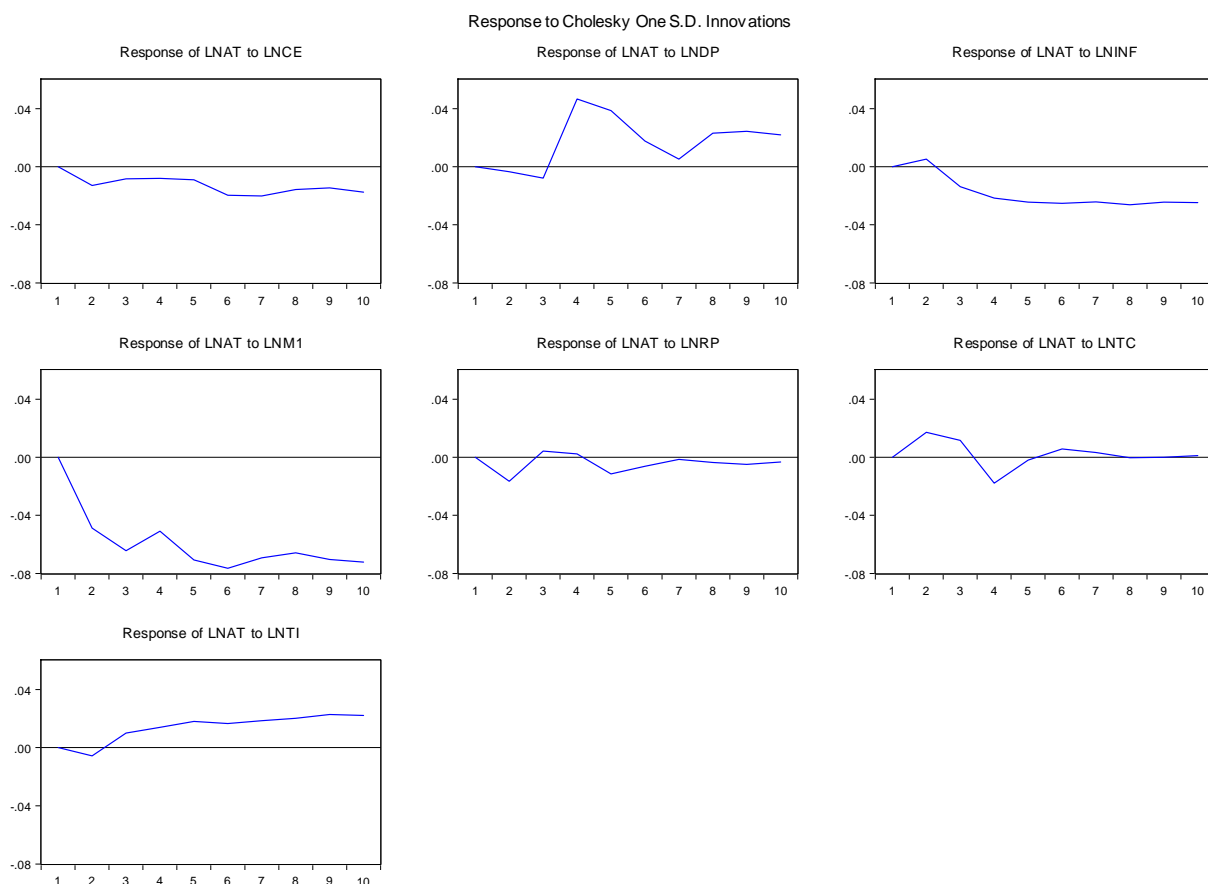
يتضح من الجدول أن هناك علاقة سببية بين كمية التداول AT في سوق الأوراق المالية الأردنية في اتجاه واحد إلى كل من معدل النمو الاقتصادي CE، الإيرادات العامة RP وسعر الصرف TC، بمعنى أن كمية التداول تسبب النمو الاقتصادي CE، وتسبب سعر الصرف TC وتسبب أيضا الإيرادات العامة RP. كما توجد أيضا علاقة سببية في الاتجاهين بين كمية التداول AT والكتلة النقدية M1 بمعنى أنهما يسببان بعضهما البعض، أما عن النفقات العامة DP فإنها تسبب كمية التداول AT وكذلك التضخم INF يسبب كمية التداول AT بمعنى توجد علاقة سببية في اتجاه واحد من المتغير المستقل إلى المتغير التابع. أما سعر الفائدة TI فلا تربطه علاقة سببية في أي اتجاه مع كمية التداول AT.

5- دالة استجابة المتغير التابع كمية التداول AT مع المتغيرات المستقلة

يمكن استعراض نتائج اختبار دالة استجابة لرد الفعل للمتغير التابع كمية التداول AT مع المتغيرات

المستقلة وفقا للآتي:

شكل 51: تمثيل دالة استجابة المتغير التابع AT مع المتغيرات المستقلة



المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EViews وفق التطبيق Vector error correction estimates-Impulse

جدول 34: مقدار استجابة المتغير التابع AT مع المتغيرات المستقلة خلال عشرة أشهر

Period	lnCE	lnDP	lnINF	lnM1	lnRP	lnTC	lnTI
1	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	-0.012985	-0.003525	0.005248	-0.048784	-0.016567	0.017168	-0.005601
3	-0.008330	-0.007919	-0.013724	-0.064335	0.004277	0.011567	0.010106
4	-0.008016	0.046689	-0.021656	-0.050885	0.002210	-0.017781	0.013927
5	-0.008946	0.038703	-0.024363	-0.070671	-0.011550	-0.002026	0.018083
6	-0.019623	0.017603	-0.025231	-0.076404	-0.006266	0.005674	0.016590
7	-0.020214	0.005148	-0.024318	-0.069243	-0.001406	0.003202	0.018594
8	-0.015761	0.023153	-0.026146	-0.065893	-0.003594	-0.000342	0.020133
9	-0.014602	0.024427	-0.024413	-0.070345	-0.004974	-7.96E-05	0.022861
10	-0.017482	0.021979	-0.024748	-0.072230	-0.003296	0.001212	0.022071

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EViews وفق التطبيق Vector error correction estimates-Impulse

يتضح من نتائج دالة الاستجابة لرد الفعل:

- حدوث أي صدمة عشوائية في معدل النمو الاقتصادي CE لا يكون لها أي تأثير في كمية التداول AT في الشهر الأول بمعنى هناك تأخر في الاستجابة بشهر، ثم يصبح ذلك التأثير سلبيا وبشكل متفاوت القوة في الأشهر التسعة الموالية.
- حدوث أي صدمة عشوائية في حجم النفقات العامة DP لا يكون لها تأثير في كمية التداول AT في الشهر الأول مما يدل على وجود تأخر في الاستجابة، أما حدوث تلك الصدمة يكون لها تأثير بشكل سلبي وضعيف في الشهر الثاني والثالث، ليصبح بعد ذلك إيجابيا وبشكل أقوى في الأشهر السبعة الموالية.
- حدوث أي صدمة عشوائية في معدل التضخم INF لا يكون لها أي تأثير في كمية التداول AT في الشهر الأول بمعنى هناك تأخر في الاستجابة بشهر، ثم يصبح بعد ذلك التأثير إيجابيا بشكل ضعيف في الشهر الثاني، ليتحول بعد ذلك إلى سلبي قوي خلال السنوات الثماني الموالية.
- حدوث أي صدمة عشوائية في حجم الكتلة النقدية M1 لا يكون لها تأثير على كمية التداول AT خلال الشهر الأول بمعنى يوجد تأخر في الاستجابة بشهر، ثم يصبح ذلك التأثير سلبيا وبشكل قوي خلال السنوات الموالية ويستمر هذا التأثير السلبي لمدة تسع سنوات.
- حدوث أي صدمة عشوائية في الإيرادات العامة RP لا يكون له أي تأثير في كمية التداول AT في الشهر الأول مما يعني هناك تأخر لشهر في الاستجابة، ثم تكون استجابة بشكل سلبي خلال الشهر الثاني ثم تصبح إيجابية التأثير في الشهر الثالث والرابع، لتصبح بعد ذلك سلبية خلال الأشهر الستة الموالية.
- حدوث أي صدمة عشوائية في سعر الصرف TC لا يكون لها تأثير على كمية التداول AT خلال الشهر الأول بمعنى هناك تأخر بشهر في الاستجابة، بينما التأثير يكون متقلب بين السالب والإيجابي خلال الأشهر التسع الأخرى، فقد كان إيجابيا بشكل قوي في الشهر الثاني والثالث ثم سلبيا خلال الشهر الرابع والخامس ثم إيجابيا ضعيفا في الشهر السادس والسابع، ثم يتحول التأثير بشكل سلبي خلال الشهر الثامن والتاسع ثم إيجابي في الشهر العاشر.
- حدوث أي صدمة عشوائية في سعر الفائدة TI لا يكون لها تأثير على كمية التداول AT في الشهر الأول مما يعني أن هناك تأخرا في الاستجابة لمدة شهر، ثم يكون التأثير بشكل سلبي في الشهر الثاني ليتحول التأثير إلى إيجابي ومرتزايد القوة بشكل تدريجي خلال الشهور الثمانية الموالية.

المبحث الثالث: اختبار أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على القيمة السوقية ومؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة

بعدما تم استعراض نتائج تقدير النموذج الأول الخاص بتأثير متغيرات الاقتصاد الكلي على حجم التداول والثاني الخاص بتأثير نفس المتغيرات على كمية التداول، سيتم في هذا المبحث أيضا اختبار أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية للاقتصاد الأردني المحصورة في ومعدل النمو الاقتصادي، معدل التضخم، معدل الفائدة، الكتلة النقدية، سعر الصرف، الإنفاق الحكومي والإيرادات العامة كمتغيرات مستقلة على كل من القيمة السوقية ومؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة في سوق الأوراق المالية الأردنية كمتغيرات تابعة وذلك وفق نموذجين قياسييين أيضا. وفي التحليل القياسي للأثر، فإنه سيتم الاعتماد كذلك في البداية على اختبار الاستقرارية وفق اختبار ديكي- فولار ADF الموسع واختبار فليب بيرون PP لتحديد مستوى استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة، ثم اختبار جونسن Johansen للتكامل المشترك لتحديد فيما إذا كانت هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات، ليتم بعد ذلك صياغة النموذجين المعبرين عن العلاقة التوازنية الطويلة والقصيرة الأجل وفقا لنموذج تصحيح الخطأ Vec، كما أنه سيتم أيضا دراسة العلاقة السببية بين المتغيرتين التابعين والمتغيرات المستقلة وفق اختبار جرنجر لسببية Granger Causality، ليتم في الأخير دراسة دالة استجابة المتغيرات التابعة للتغير في المتغيرات المستقلة.

ووفقا لهذا الطرح فإنه سيتم تقسيم المبحث إلى المطلبين الآتيين:

- اختبار أثر المتغيرات المستقلة على القيمة السوقية؛
- اختبار أثر المتغيرات المستقلة على مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة.

المطلب الأول: اختبار أثر المتغيرات المستقلة على القيمة السوقية

يتم في هذا المطلب إجراء الاختبارات وتحليل النتائج الخاصة بالنموذج الذي يقيس مدى تأثير المتغيرات المستقلة المتمثلة ومعدل النمو الاقتصادي، معدل التضخم، معدل الفائدة، الكتلة النقدية، سعر الصرف، الإنفاق الحكومي والإيرادات العامة على القيمة السوقية، وفقا لما يلي:

1- اختبار الاستقرارية

سيتم اختبار الاستقرارية وفقا للاختبارات الآتية:

1-1 - اختبار ديكي - فولار الموسع

سيقوم هذا الاختبار بفحص الاستقرار عبر الزمن للمتغيرات المستقلة والمتغير التابع لنموذج الدراسة والذي يقيس مدى تأثير كلا من النمو الاقتصادي CE، التضخم INF، الكتلة النقدية M1، سعر الفائدة TI، سعر الصرف TC، النفقات العامة DP والإيرادات الحكومية RP على القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية الأردنية VC وكانت نتائج اختبار ديكي فولار الموسع ADF للسلاسل الزمنية لهذه المتغيرات على النحو التالي:

جدول رقم 35: نتائج اختبار ديكي - فولار الموسع

ADF Test of unit Root								
series	Lags	Levels			Lags	1 st Differencial		
		Mac Val	ADF	Prob		Mac Val	ADF	Prob
		5%				5%		
lnVC	1	-2.886074	-1.806409	0.3759	0	-2.886074	-8.278395	0.0000
lnCE	0	-2.885863	-1.812762	0.3728	8	-2.887909	-7.020795	0.0000
lnINF	1	-2.886074	-2.127951	0.2342	0	-2.886074	-8.013300	0.0000
lnTI	3	-2.886509	-1.524644	0.5177	1	-2.886290	-4.406541	0.0005
lnM1	0	-2.885863	-0.924825	0.7773	0	-2.886074	-11.94027	0.0000
lnTC	0	-2.885863	-9.889148	0.0000	2	-2.886509	-10.55320	0.0000
lnDP	11	-2.888411	-2.045687	0.2672	10	-2.888411	-8.188480	0.0000
lnRP	2	-2.886290	-3.467163	0.0106	2	-2.886509	-11.28824	0.0000

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EVIEWS وفق تطبيق Augmented dickey-fuller TEST.

أظهرت نتائج اختبار ADF أن السلاسل الزمنية لمتغير سعر الصرف والإيرادات العامة أنها مستقرة المستوى بمعنى أن t المحسوبة الخاصة بهذين المتغيرين كانت أكبر من t الجدولية مما يعني رفض فرض العدم H_0 الذي يقضي بوجود جذر الوحدة في السلاسل الزمنية، وقبول الفرض البديل H_1 الذي يفيد بعدم وجود جذر وحدة عند مستوى 5% وهذا ما يعني أن السلسلتين متكاملتين من الدرجة 0 ومن ثم من الدرجة 1 كل على حده.

أما باقي السلاسل الزمنية الخاصة بمتغيرات النمو الاقتصادي، التضخم، معدل الفائدة، الكتلة النقدية، والنفقات العامة فقد أظهرت أنها غير مستقرة المستوى وبإجراء الفرق الأول عليها تبين أنها مستقرة الفرق الأول بمعنى أن t المحسوبة كانت أكبر من t الجدولية وهو ما أدى إلى رفض فرض العدم H_0 وقبول الفرض البديل H_1 الذي يقضي بعدم وجود جذر الوحدة في السلاسل عند الفرق الأول ومن هنا يمكن القول أن هذه السلاسل الزمنية متكاملة من الدرجة الأولى (1).ا.

1-2- اختبار فليب بيرون

من خلال اختبار فليب بيرون PP سيتم اختبار السلاسل الزمنية عبر الزمن للمتغيرات الاقتصادية الكلية المتمثلة في النمو الاقتصادي CE، التضخم INF، سعر الفائدة TI، الكتلة النقدية M1، سعر الصرف TC، النفقات العامة DP والإيرادات العامة RP التي يتم قياس مدى تأثيرها على المتغير التابع، المتمثل في القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية الأردنية VC، وبعد إجراء الاختبار تم التوصل إلى النتائج دناه:

جدول 36: نتائج اختبار فليب بيرون

PP Test of unit Root								
series	Band width	Levels			Band width	1 st Differencial		
		Mac Val	PP	Prob		Mac Val	PP	Prob
		5%				5%		
lnVC	4	-2.885863	-1.850344	0.3547	0	-2.886074	-8.278395	0.0000
lnCE	3	-2.885863	-1.823437	0.3676	1	-2.886074	-10.81660	0.0000
lnINF	4	-2.885863	-1.928684	0.3182	2	-2.886074	-8.044450	0.0000
lnTI	8	-2.885863	-1.127154	0.7034	8	-2.886074	-7.379385	0.0000
lnM1	3	-2.885863	-0.926625	0.7767	5	-2.886074	-11.88640	0.0000
lnTC	5	-2.885863	-10.02384	0.0000	117	-2.886074	-110.3074	0.0001
lnDP	7	-2.885863	-7.737396	0.0000	30	-2.886074	-55.17691	0.0001
lnRP	7	-2.885863	-8.429941	0.0000	28	-2.886074	-51.21629	0.0001

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EViews وفق تطبيق Phillips-Perron TEST.

أشارت نتائج اختبار PP المبينة في الجدول أن السلاسل الزمنية الخاصة بالمتغيرات سعر الصرف، الإيرادات العامة والنفقات العامة مستقرة المستوى لكون t المحسوبة أقل من t الجدولية وهو ما يعني رفض فرض العدم H_0 الذي يقضي بوجود جذر الوحدة وقبول الفرض البديل H_1 الذي يفيد بعدم وجود جذر الوحدة عند مستوى معنوية 5%، وهذا ما يعني أن المتغيرات السابقة مستقرة المستوى ومن ثم فهي متكاملة من الدرجة (0) I(0) الصفر وحتما ستكون مستقرة الفرق الأول ومن ثم متكاملة من الدرجة الأولى I(1).

أما باقي المتغيرات المتمثلة في القيمة السوقية، معدل النمو الاقتصادي، التضخم، الكتلة النقدية ومعدل الفائدة فإنها غير مستقرة المستوى ولكن بعد إجراء الفرق الأول عليها اتضح أنها مستقرة الفرق الأول حيث كانت t المحسوبة أكبر من t الجدولية مما أدى إلى رفض H_0 وقبول الفرض البديل H_1 الذي يقضي بعدم وجود جذر الوحدة عند مستوى معنوية 5%، وهذا ما يعني أن كل متغير من هذه المتغيرات هو متكامل من الدرجة الأولى I(1) على حده.

2- اختبار جونسن لتكامل المشترك

بعدما تم إثبات أن المتغيرات المتمثلة في القيمة السوقية VC، النمو الاقتصادي CE، معدل التضخم INF، معدل الفائدة TI، الكتلة النقدية M1، سعر الصرف TC، النفقات العامة DP والإيرادات العامة RP سلاسلها مستقرة الفرق الأول ومن ثم فهي متكاملة من الدرجة الأولى (1) كل على حده، فإنه تم إجراء اختبار جونسن للتكامل المشترك للوقوف على العلاقة التوازنية الطويلة الأجل، وكانت النتائج على النحو المبين في الجدول الموالي:

جدول 37: نتائج اختبار جونسن لتكامل المشترك

Johansen Cointegration test				
Hypothesized No. of CE(s)	Trace value test			
	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob
None *	0.424348	221.1429	159.5297	0.0000
At most 1 *	0.398639	157.6339	125.6154	0.0001
At most 2 *	0.256579	99.14952	95.75366	0.0286
At most 3	0.192568	65.05284	69.81889	0.1132
At most 4	0.151257	40.45476	47.85613	0.2066
At most 5	0.087809	21.59488	29.79707	0.3216
At most 6	0.053683	11.02574	15.49471	0.2099
At most 7 *	0.039881	4.680325	3.841466	0.0305
Hypothesized No. of CE(s)	Max-eigen test			
	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.
None *	0.424348	63.50898	52.36261	0.0025
At most 1 *	0.398639	58.48440	46.23142	0.0016
At most 2	0.256579	34.09668	40.07757	0.2021
At most 3	0.192568	24.59808	33.87687	0.4127
At most 4	0.151257	18.85988	27.58434	0.4254
At most 5	0.087809	10.56915	21.13162	0.6900
At most 6	0.053683	6.345411	14.26460	0.5693
At most 7 *	0.039881	4.680325	3.841466	0.0305

*تشير لرفض فرض العدم وقبول الفرض البديل بوجود متجه تكامل مشترك واحد عند مستوى معنوية 5%.

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EVIEWS وفق تطبيق Johansen Cointegration test .

تشير نتائج اختبار جونسن للتكامل المشترك المبينة في الجدول إلى رفض الفرض العدمي H_0 بعدم وجود تكامل مشترك عند مستوى معنوية 5%، وقبول الفرض البديل H_1 الذي يدل على وجود تكامل مشترك بين

متغيرات النموذج، وهو ما يؤكد وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات، ويمكن صياغة المتجه التكاملية الأول لهذه العلاقة على النحو الآتي:

$$\ln VC = 0,006 \ln CE + 0,0007 \ln INF + 0,00062 \ln TI - 0,00429 \ln M1 + 0,02492 \ln TC - 0,0522 \ln DP + 0,02767 \ln RP$$

تبين نتائج المتجه التكاملية الأول أن معدل القيمة السوقية VC يتأثر إيجاباً بمعدل النمو الاقتصادي CE ومعدل نمو التضخم INF ومعدل نمو معدل الفائدة TI ومعدل نمو سعر الصرف TC ومعدل نمو الإيرادات العامة RP ويتأثر سلباً بمعدل نمو الكتلة النقدية M1 ومعدل نمو النفقات العمومية DP.

3- اختبار جونسون لتكامل المشترك

بعدما تم إثبات استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات الداخلة في النموذج وفق اختبار ADF و PP، واعتبار أن هناك تكاملاً مشتركاً بين المتغيرات مما يعني أن هناك علاقة توازنية طويلة الأجل وفق ما جاءت به نتائج اختبار جونسون، فسيتم الآن التعبير عن تلك العلاقة وفق نموذج تصحيح الخطأ Vector error correction باستخدام برنامج Eviews الذي أعطى النتائج الآتية:

جدول 38: العلاقة التوازنية طويلة الأجل

$\ln VC = 36.21458 - 0.718162 \ln CE + 9.277006 \ln INF + 0.744113 \ln TI - 0.328125 \ln M1 + 2.290257 \ln TC - 4.538218 \ln DP - 0.493740 \ln RP$							
CE	INF	TI	M1	TC	DP	RP	T
-3.07656	4.33458	1.72159	-0.34694	4.96788	-10.8187	-1.48618	

المجدولة عند 5% = 1,96.

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EIEWS وفق التطبيق Vector error correction estimates.

يتضح من العلاقة الدالية المبينة في الجدول الآتي:

- وجود علاقة عكسية ذات معنوية بين معدل النمو الاقتصادي CE و القيمة السوقية VC حيث تدل النتائج على أن ارتفاع معدل النمو الاقتصادي بنسبة 1% يؤدي إلى تراجع القيمة السوقية VC بـ 71.81%، وهذا ما يتنافى مع معظم النظريات الاقتصادية مثل ما تم ذكره سابقاً، ويمكن إيعاز سبب العلاقة العكسية في السوق الأردنية إلى تراجع معدلات النمو الاقتصادي في الأردن بسبب الأزمة المالية العالمية وانعكاسات الأوضاع السياسية والاقتصادية في المنطقة على هذا الاقتصاد، وانعدام الثقة بين المستثمرين والقطاع الحقيقي ما جعلهم يتجهون إلى الاستثمار المالي كبديل، بشكل يعزز الطلب في سوق الأوراق المالية خاصة في فترات تراجع معدلات النمو الاقتصادي وانخفاضها.

- وجود علاقة طردية ذات معنوية بين معدل التضخم INF والقيمة السوقية VC في سوق الأوراق المالية الأردنية وهو ما يتفق مع وجهة نظر فيشر Fisher وليفر Leffer حول العلاقة الطردية بين معدل التضخم وأسعار الأسهم ومن ثم القيمة السوقية VC .

- وجود علاقة طردية معنوية بين معدلات الفائدة TI والقيمة السوقية VC في السوق الأردنية للأوراق المالية، إذ أن زيادة معدلات الفائدة خلال فترة الدراسة بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة القيمة السوقية VC بنسبة 0.744%، وهو ما يتنافى مع مبدأ النظرية الاقتصادية التي ترى أن هناك علاقة عكسية بين معدلات الفائدة والطلب على الأوراق المالية خاصة منها الأسهم في السوق، وسبب هذه العلاقة العكسية على مستوى السوق الأردنية يمكن أن إرجاعه لوفرة الفوائض المالية واتخاذ المستثمرين سوق الأوراق المالية ملاذاً آمناً لتوظيفها في ظل تقلبات الأداء الاقتصادي.

- وجود علاقة عكسية بين الكتلة النقدية $M1$ والقيمة السوقية VC في السوق الأردنية إذ أن زيادة الكتلة النقدية $M1$ بنسبة 1% ينتج عنه انخفاض في القيمة السوقية VC بمقدار 0.328% وفق علاقة عكسية، وهو ما يتفق مع وجهة نظر ميشال كيران Michael Keran والتي توصل فيها أن التأثير كان سلبياً لحجم الكتلة النقدية على أسعار الأسهم.

- وجود علاقة طردية معنوية بين سعر الصرف الدينار الأردني TC بالدولار الأمريكي والقيمة السوقية في السوق الأردنية للأوراق المالية خلال فترة الدراسة، وهو ما يشير أن أسعار الصرف لها تأثير إيجابي على القيمة السوقية لكون زيادة سعر الصرف بنسبة 1% تؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية VC بنسبة 2.290%.

- وجود علاقة سلبية معنوية بين النفقات العامة DP والقيمة السوقية VC في سوق الأوراق المالية الأردنية، وهو ما لا يتفق مع وجهات النظر الاقتصادية التي ترى أن زيادة الإنفاق العام تؤدي إلى زيادة تراكمية في الدخل الوطني، والذي من شأنه أن يؤدي إلى زيادة الاستهلاك والطلب على منتجات الشركات مما يحفز الطلب على أسهمها في سوق الأوراق المالية بشكل يؤدي إلى ارتفاع الأسعار.

- وجود علاقة عكسية بين الإيرادات العامة RP والقيمة السوقية VC في سوق الأوراق المالية الأردنية وهو ما يعني أن سياسة تحصيل الإيرادات في المملكة الأردنية تؤثر سلباً على الطلب في سوق الأوراق المالية ومن ثم القيمة السوقية VC ، إذ جاءت النتائج لتدل على زيادة حجم الإيرادات العامة بـ 1% يؤدي إلى تراجع القيمة السوقية VC بنسبة 0.493%.

أما عن متجه تصحيح الخطأ $Vector\ error\ correction\ estimates$ والمعبر عن العلاقة القصيرة الأجل

فقد كان كالآتي:

$$D(\ln VC) = 0,283\Delta \ln VC_{t-1} + 0,006\Delta \ln VC_{t-2} + 0,007\Delta \ln CE_{t-1} + 0,014\Delta \ln CE_{t-2} - 0,354\Delta \ln INF_{t-1} \\ + 0,326\Delta \ln INF_{t-2} - 0,326\Delta \ln TI_{t-1} + 0,193\Delta \ln TI_{t-2} - 0,217\Delta \ln M1_{t-1} - 0,483\Delta \ln M1_{t-2} \\ + 0,015\Delta \ln TC_{t-1} + 0,008\Delta \ln TC_{t-2} + 0,006\Delta \ln DP_{t-1} + 0,024\Delta \ln DP_{t-2} + 0,003\Delta \ln RP_{t-1} \\ - 0,009\Delta \ln RP_{t-2} + 0,00281 + 0,0031(36.214580.718162\ln CE + 9.277006\ln INF \\ + 0.744113\ln TI - 0.328125\ln M1 + 2.290257\ln TC - 4.538218\ln DP \\ - 0.493740\ln RP).$$

جدول 39: نتائج اتجاه تصحيح الخطأ

المتغير	معدل سرعة التعديل	t الإحصائية
$\ln VC_{t-1}$	0.283219	2.72375
$\ln VC_{t-2}$	0.006111	0.05858
$\ln CE_{t-1}$	0.007516	0.24102
$\ln CE_{t-2}$	0.014771	0.47043
$\ln INF_{t-1}$	-0.354512	-0.63081
$\ln INF_{t-2}$	0.543381	0.99645
$\ln TI_{t-1}$	-0.326151	-1.5517
$\ln TI_{t-2}$	0.193769	0.96647
$\ln M1_{t-1}$	-0.217227	-0.87055
$\ln M1_{t-2}$	-0.483377	-1.93627
$\ln TC_{t-1}$	0.015049	0.68700
$\ln TC_{t-2}$	0.008326	0.44137
$\ln DP_{t-1}$	0.006348	0.20420
$\ln DP_{t-2}$	0.024782	1.18508
$\ln RP_{t-1}$	0.003891	0.24711
$\ln RP_{t-2}$	-0.009853	-0.64780
C	0.002810	0.49605
Coint Eq1	0.003103	0.35208
R-Squared	0.151879	
Adj R-Squared	0.006242	
F Statistic	1.042860	
Akaik A/C	-3.144903	
Schwazr SC	-2.719953	

t الجدولة عند 5% = 1.96.

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EViews وفق التطبيق Vector error correction estimates.

يتضح من هذا النموذج أيضا أن معامل سرعة الضبط Coint Eq1 يساوي 0,003103 وهو رقم موجب وأقل من الواحد، مما يعني أن الانحرافات بين المتغيرات عن الاتجاه العام في الآجال الطويلة يتم تصحيحها في كل فترة زمنية من خلال العلاقة القصيرة الأجل بنسبة 0.31%.

4- اختبار جرانجر للسببية بين المتغير التابع القيمة السوقية VC والمتغيرات المستقلة

وفقا لهذا الاختبار سيتم تحديد السببية بين المتغيرات الداخلة في نموذج علاقة التأثير، كما سيتم تحديد اتجاه السببية وتحديد أيضا فيما إذا كانت أحادية أو ثنائية، ومن المتغير الذي يسبب الآخر، وقد أظهرت نتائج هذا الاختبار ما يلي:

جدول 40: نتائج اختبار جرانجر للسببية بين المتغير تابع VC والمتغيرات المستقلة

Direction of relation	Lags	F-Statistic	F-Tabletes	Prob	Results	Relation
VC and CE						
CE to VC	2	0.81772	3.09	0.4440	No Cause	NC
V to CE		0.92357	3.09	0.4001	No Cause	NC
VC and DP						
DP to VC	2	0.41873	3.09	0.6589	No Cause	NC
VC to DP		2.78022	3.09	0.0663	No Cause	NC
VC and INF						
INF to VC	2	2.05928	3.09	0.1323	No Cause	NC
VC to INF		2.91632	3.09	0.0582	No Cause	NC
VC and M1						
M1 to VC	2	2.33160	3.09	0.1018	No Cause	NC
VC to M1		1.04278	3.09	0.3558	No Cause	NC
VC and RP						
RP to VC	2	2.01476	3.09	0.1381	No Cause	Mono
VC to RP		3.09649	3.09	0.0495	Cause	Mono
VC and TC						
TC to VC	2	1.70783	3.09	0.1859	No Cause	Mono
VC to TC		1.34572	3.09	0.2645	Cause	Mono
VC and TI						
TI to VC	2	1.44949	3.09	0.2390	No Cause	NC
VC to TI		0.86060	3.09	0.4257	No Cause	NC

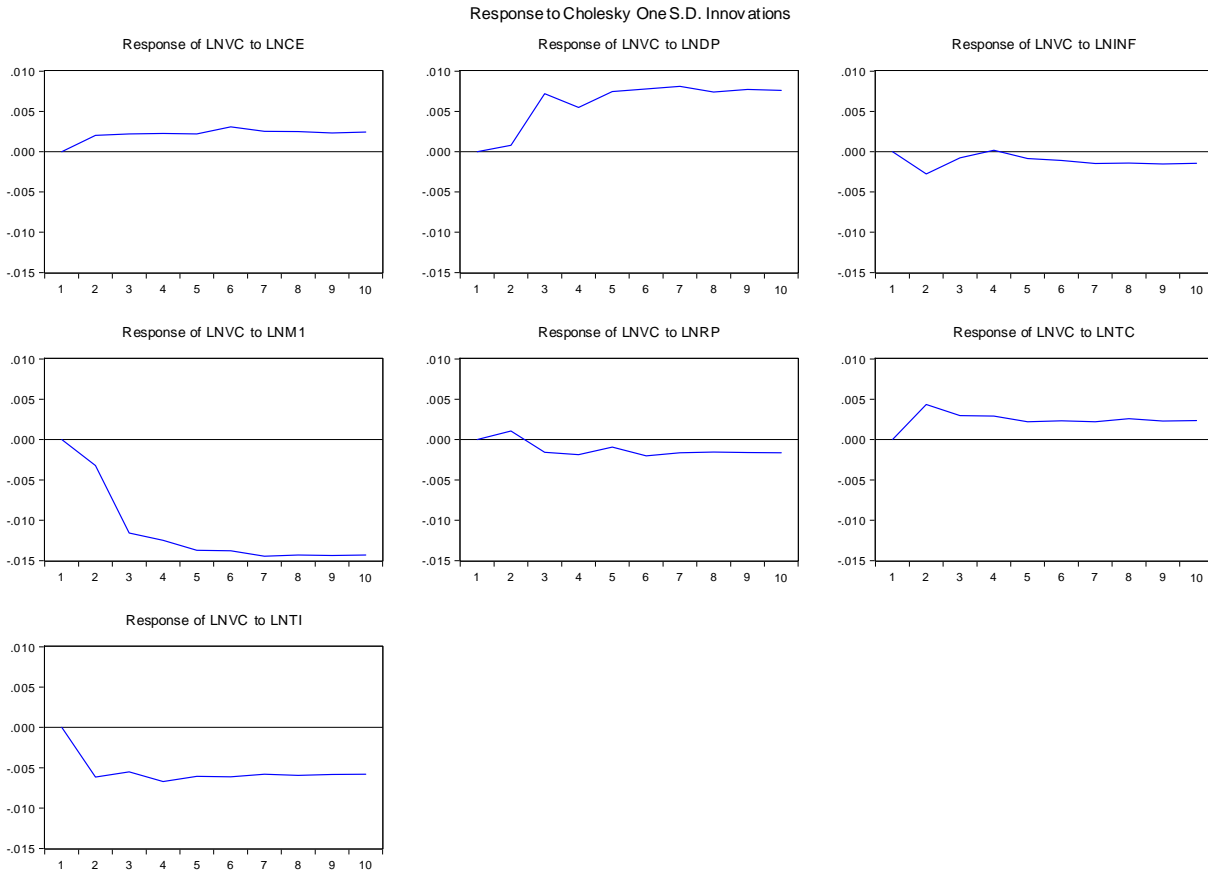
المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EViews وفق التطبيق Granger Causality test.

يتضح من هذا الجدول أن هناك علاقة سببية في اتجاه واحد من القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية الأردنية VC إلى كل من الإيرادات العامة RP وكذلك سعر الصرف TC، بينما باقي المتغيرات المتمثلة في النمو الاقتصادي CE، معدل التضخم INF، معدل الفائدة TI، الكتلة النقدية M1 والنفقات العامة DP لا توجد بينها وبين القيمة السوقية VC لسوق الأوراق المالية الأردنية أي علاقة سببية.

5- دالة استجابة المتغير التابع القيمة السوقية VC مع المتغيرات المستقلة

يمكن استعراض نتائج اختبار دالة الاستجابة لرد الفعل للمتغير التابع القيمة السوقية VC مع المتغيرات المستقلة وفقاً للآتي:

شكل 52: تمثيل دالة استجابة المتغير التابع VC مع المتغيرات المستقلة



المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EViews وفق التطبيق Vector error correction estimates-Impulse.

جدول 41: مقدار استجابة المتغير التابع VC مع المتغيرات المستقلة خلال عشرة أشهر

Period	lnCE	lnDP	lnINF	lnM1	lnRP	lnTC	lnTI
1	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.002032	0.000779	-0.002770	-0.003225	0.001062	0.004358	-0.006144
3	0.002195	0.007194	-0.000759	-0.011586	-0.001572	0.002966	-0.005496
4	0.002273	0.005483	0.000163	-0.012481	-0.001879	0.002900	-0.006701
5	0.002200	0.007455	-0.000849	-0.013733	-0.000941	0.002200	-0.006073
6	0.003068	0.007793	-0.001098	-0.013788	-0.002021	0.002317	-0.006119
7	0.002519	0.008098	-0.001477	-0.014462	-0.001626	0.002205	-0.005813
8	0.002501	0.007413	-0.001402	-0.014325	-0.001548	0.002579	-0.005953
9	0.002320	0.007711	-0.001532	-0.014373	-0.001607	0.002295	-0.005834
10	0.002440	0.007603	-0.001438	-0.014314	-0.001636	0.002345	-0.005791

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EViews وفق التطبيق Vector error correction estimates-Impulse

يتضح من نتائج دالة الاستجابة لرد الفعل:

- حدوث أي صدمة عشوائية في معدل النمو الاقتصادي CE لا يكون لها أي تأثير في القيمة السوقية VC في الشهر الأول بمعنى هناك تأخر في الاستجابة بشهر، ثم يصبح ذلك التأثير إيجابيا بشكل ضعيف في الأشهر التسعة الموالية.
- حدوث أي صدمة عشوائية في حجم النفقات العامة DP لا يكون لها تأثير في القيمة السوقية في الشهر الأول مما يدل على وجود تأخر في الاستجابة، ثم يصبح ذلك التأثير إيجابيا بشكل ضعيف في الأشهر التسعة الموالية.
- حدوث أي صدمة عشوائية في معدل التضخم INF لا يكون لها أي تأثير في القيمة السوقية في الشهر الأول بمعنى هناك تأخر في الاستجابة بشهر، ثم يصبح بعد ذلك التأثير سلبيا خلال السنة الثانية والثالثة ثم يتحول إلى تأثير إيجابي ضعيف خلال السنة الرابعة ليصبح بعد ذلك تأثيرا سلبيا ضعيفا في السنوات الموالية.
- حدوث أي صدمة عشوائية في حجم الكتلة النقدية M1 لا يكون لها تأثير على القيمة السوقية خلال الشهر الأول بمعنى يوجد تأخر في الاستجابة بشهر، ثم يصبح ذلك التأثير سلبيا وبشكل قوي خلال السنوات الموالية ويستمر هذا التأثير السلبى لمدة تسع سنوات.
- حدوث أي صدمة عشوائية في الإيرادات العامة RP لا يكون له أي تأثير في القيمة السوقية في الشهر الأول مما يعني هناك تأخر بشهر في الاستجابة، ثم تكون استجابة بشكل إيجابي خلال الشهر الثاني ثم تصبح سلبية التأثير خلال الأشهر التسعة الموالية.

- حدوث أي صدمة عشوائية في سعر الصرف TC لا يكون لها تأثير على القيمة السوقية خلال الشهر الأول بمعنى هناك تأخر بشهر في الاستجابة، ثم يصبح ذلك التأثير إيجابياً بشكل ضعيف في الأشهر التسعة الموالية.

- حدوث أي صدمة عشوائية في سعر الفائدة TI لا يكون لها تأثير على حجم التداول في الشهر الأول مما يعني أن هناك تأخر في الاستجابة لمدة شهر، ثم يكون تأثيره سلبياً ضعيفاً خلال الشهور التسعة الموالية.

المطلب الثاني: اختبار أثر المتغيرات المستقلة على مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة

يتم في هذا المطلب أيضاً إجراء الاختبارات وتحليل النتائج الخاصة بالنموذج الذي يقيس مدى تأثير المتغيرات المستقلة والمتمثلة ومعدل النمو الاقتصادي، معدل التضخم، معدل الفائدة، الكتلة النقدية، سعر الصرف، الإنفاق الحكومي والإيرادات العامة على مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة، وفقاً للآتي:

1- اختبار الاستقرار

سيتم اختبار الاستقرار وفق الاختبارات الموالية:

1-1- اختبار ديكي - فولار الموسع

سيتم من خلال هذا الاختبار على فحص استقرارية المتغيرات مع مرور الزمن حيث يتعين في البداية التأكد من استقرارية متغيرات النموذج التابعة والمستقلة وهي مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX ومعدل النمو الاقتصادي CE، معدل التضخم INF، معدل الفائدة TI، الكتلة النقدية M1، سعر الصرف TC، الإنفاق الحكومي DP، والإيرادات العامة RP، وبتطبيق اختبار ديكي فولار - الموسع ADF فقد تم الحصول على النتائج الواردة في الجدول الآتي:

جدول 42: نتائج اختبار ديكي - فولار الموسع

ADF Test of unit Root								
series	Lags	Levels			Lags	1 st Diferencial		
		Mac Val	ADF	Prob		Mac Val	ADF	Prob
		5%				5%		
lnIDX	1	-2.886074	-1.701062	0.4281	0	-2.886074	-8.063206	0.0000
lnCE	0	-2.885863	-1.812762	0.3728	8	-2.887909	-7.020795	0.0000
lnINF	1	-2.886074	-2.127951	0.2342	0	-2.886074	-8.013300	0.0000
lnTI	3	-2.886509	-1.524644	0.5177	1	-2.886290	-4.406541	0.0005
lnM1	0	-2.885863	-0.924825	0.7773	0	-2.886074	-11.94027	0.0000
lnTC	0	-2.885863	-9.889148	0.0000	2	-2.886509	-10.55320	0.0000
lnDP	11	-2.888411	-2.045687	0.2672	10	-2.888411	-8.188480	0.0000
lnRP	2	-2.886290	-3.467163	0.0106	2	-2.886509	-11.28824	0.0000

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EVIEWS وفق تطبيق Augmented dickey-fuller TEST.

أشارت نتائج اختبار ADF الواردة في الجدول أعلاه أن هناك بعض المتغيرات مستقرة المستوى والبعض الآخر مستقرة الفرق الأول وأن عدد فترات التباطؤ Lags حسب معيار Akiak كانت مختلفة من متغير إلى آخر وتراوحت بين 0 و 11 حسب ما هو موضح في الجدول، فالمتغيرات المستقرة المستوى تمثلت في سعر الصرف TC وكذلك الإيرادات العامة RP لكون t المحسوبة أكبر من t الجدولية وهو ما يعني قبول الفرض البديل H₁ الذي يقضى بعدم وجود جذر الوحدة عند مستوى معنوية 5%، وبما أنها مستقرة المستوى، فإنها ستكون مستقرة الفرق الأول ويمكن القول أنها متكاملة من الدرجة الأولى I(1) أيضاً، أما المتغيرات غير المستقرة المستوى، فقد تم إجراء الاختبار بعد الأخذ بالفرق الأول، حيث أظهرت أنها مستقرة الفرق الأول لكون t المحسوبة أكبر من t الجدولية، وبذلك يتم قبول الفرض البديل H₁ الذي يقضى بعدم وجود جذر الوحدة عند مستوى المعنوية 5%، وتمثلت هذه المتغيرات في مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX، النمو الاقتصادي CE، التضخم INF، سعر الفائدة TI، الكتلة النقدية M1 والنفقات العامة DP وبما أن هذه المتغيرات أظهرت أنها مستقرة الفرق الأول فهذا يعني أنها متكاملة من الدرجة الأولى I(1).

1-2- اختبار فليب بيرون

ستيم هذا الاختبار هو الآخر بفحص الاستقرارية لمتغيرات نموذج الدراسة مع مرور الزمن، وبتطبيق اختبار فليب بيرون PP على السلاسل الزمنية للمتغيرات تحصلنا على النتائج الموالية:

جدول 43: نتائج اختبار فليب بيرون

PP Test of unit Root								
series	Band width	Levels			Band width	1 st Differencial		
		Mac Val	PP	Prob		Mac Val	PP	Prob
		5%				5%		
InIDX	4	-2.885863	-2.195738	0.2090	0	-2.886074	-8.063206	0.0000
InCE	3	-2.885863	-1.823437	0.3676	1	-2.886074	-10.81660	0.0000
InINF	4	-2.885863	-1.928684	0.3182	2	-2.886074	-8.044450	0.0000
InTI	8	-2.885863	-1.127154	0.7034	8	-2.886074	-7.379385	0.0000
InM1	3	-2.885863	-0.926625	0.7767	5	-2.886074	-11.88640	0.0000
InTC	5	-2.885863	-10.02384	0.0000	117	-2.886074	-110.3074	0.0001
InDP	7	-2.885863	-7.737396	0.0000	30	-2.886074	-55.17691	0.0001
InRP	7	-2.885863	-8.429941	0.0000	28	-2.886074	-51.21629	0.0001

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EViews وفق تطبيق Phillips-Perron TEST.

أشارت نتائج اختبار PP المدونة في الجدول أن بعض المتغيرات مستقرة المستوى والبعض الآخر مستقرة الفرق الأول. فالمتغيرات مستقرة المستوى تمثلت في سعر الصرف TC والإنفاق العام DP والإيرادات العامة RP حيث كانت t المحسوبة أكبر من t الجدولية وهو ما يعني قبول الفرض البديل H_1 الذي يقضي بعدم وجود جذر الوحدة عند مستوى معنوية 5%، ولكونها مستقرة المستوى فإنها حتما ستكون مستقرة الفرق الأول وتكون متكاملة من الدرجة الأولى (1). أما عن المتغيرات الغير مستقرة المستوى فقد أظهرت أنها مستقرة الفرق الأول وذلك بعد الأخذ بفرقها الأول وفق اختبار PP وكانت لها t المحسوبة أكبر من t الجدولية، وهو ما يعني رفض الفرض العدمي H_0 الذي يقضي بوجود جذر الوحدة عند مستوى معنوية 5%. وتمثلت هذه المتغيرات في مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX، النمو الاقتصادي CE، التضخم INF، معدل الفائدة TI والكتلة النقدية M1 وبذلك يمكن القول أن المتغيرات كلها مستقرة الفرق الأول مما يعني أنها متكاملة من نفس الدرجة أي متكاملة من الدرجة الأولى (1) كل على حده.

2- اختبار جونسن للتكامل المشترك

بعدما تم إثبات أن السلاسل الزمنية لمتغيرات النموذج مستقرة الفرق الأول أي بمعنى متكاملة من الدرجة الأولى كل على حده، فإنه سيتم إجراء اختبار التكامل المشترك لجونسن. وقد أشارت نتائج هذا الاختبار إلى المعطيات المدونة في الجدول الموالي:

جدول 44: نتائج اختبار جونسن لتكامل المشترك

Johansen Cointegration test				
Hypothesized No. of CE(s)	Truce value test			
	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob
None *	0.436240	228.8346	159.5297	0.0000
At most 1 *	0.414187	162.9251	125.6154	0.0000
At most 2 *	0.235894	101.4284	95.75366	0.0192
At most 3 *	0.223663	70.48773	69.81889	0.0442
At most 4	0.152085	41.37336	47.85613	0.1771
At most 5	0.108112	22.40131	29.79707	0.2767
At most 6	0.054352	9.243569	15.49471	0.3433
At most 7	0.024196	2.816758	3.841466	0.0933
Hypothesized No. of CE(s)	Max-eigen test			
	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.
None *	0.436240	65.90952	52.36261	0.0012
At most 1 *	0.414187	61.49671	46.23142	0.0006
At most 2	0.235894	30.94064	40.07757	0.3643
At most 3	0.223663	29.11437	33.87687	0.1667
At most 4	0.152085	18.97206	27.58434	0.4167
At most 5	0.108112	13.15774	21.13162	0.4378
At most 6	0.054352	6.426811	14.26460	0.5591
At most 7	0.024196	2.816758	3.841466	0.0933

* تشير لرفض فرض عدم وقبول الفرض البديل بوجود متجه تكامل مشترك واحد عند مستوى معنوية 5%.

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EVIEWS وفق تطبيق Johansen Cointegration test .

تشير نتائج اختبار جونسن للتكامل المشترك الواردة في الجدول أعلاه إلى رفض الفرضية الصفرية H_0 القائلة بعدم وجود تكامل مشترك بمستوى معنوية 5% وقبول البديلة H_1 بوجود تكامل مشترك بين متغيرات نموذج الدراسة، الأمر الذي يدل على وجود علاقة توازنية في المدى الطويل بين المتغيرات، وتشير هذه النتائج إلى وجود علاقة سببية بين هذه المتغيرات ويمكن كتابة المتجه التكاملي الأول الذي تم الحصول عليه، على الشكل الموالي:

$$\ln \text{IDX} = 0,023 \ln \text{CE} + 0,002 \ln \text{INF} + 0,001 \ln \text{TI} - 0,011 \ln \text{M1} + 0,066 \ln \text{TC} \\ - 0,158 \ln \text{DP} + 0,0855 \ln \text{RP}$$

وتبين نتائج المتجه التكاملي أن معدل مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX يتأثر بشكل سلبي بمعدل نمو عرض النقد M1 ومعدل نمو النفقات العامة DP وهو تظهره إشارة معلمات المتجه، كما يتأثر بشكل إيجابي بمعدل نمو الاقتصادي CE، التضخم INF، معدل الفائدة TI، سعر الصرف TC والإيرادات العامة RP.

3- العلاقة التوازنية طويلة الأجل

بعدما تم التوصل إلى أن المتغيرات بينها تكامل مشترك بمعنى أنه توجد علاقة توازنية على الآجال الطويلة، ومن أجل التعبير على هذه العلاقة التوازنية طويلة الأجل التي تحتوي على متغيرات الدراسة فإنه سيتم كذلك استخدام نموذج تصحيح الخطأ Vector error correction وباستخدام برنامج Eviews فإنه تم التوصل على العلاقة الدالية المبينة في الجدول الآتي:

جدول 45: العلاقة التوازنية طويلة الأجل

$\ln \text{IDX} = 85.90021 - 0.850145 \ln \text{CE} + 14.73714 \ln \text{INF} + 0.623817 \ln \text{TI} - 2.126023 \ln \text{M1} + 2.997705 \ln \text{TC} - 5.289790 \ln \text{DP} - 0.692688 \ln \text{RP}$							
CE	INF	TI	M1	TC	DP	RP	T
-3.02131	5.74517	1.18809	-1.86426	5.41484	-10.5219	-1.73396	

المجدولة عند 5% = 1.96.

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EViews وفق التطبيق Vector error correction estimates.

يتضح من خلال هذه العلاقة الدالية:

- وجود علاقة عكسية ذات معنوية بين معدل النمو الاقتصادي TC ومؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX، حيث تشير النتائج إلى أن ارتفاع معدل النمو الاقتصادي بنسبة 1% يؤدي إلى تراجع مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX بنسبة 0.85%، وهذا ما يتنافى مع معظم النظريات الاقتصادية التي تم التعرض إليها في الدراسة النظرية، والتي تتفق حول العلاقة الطردية بين معدل النمو الاقتصادي ونشاط سوق الأوراق المالية. ويمكن إرجاع سبب العلاقة العكسية في السوق الأردنية مثلما ذكر سابقاً لكون معدلات النمو الاقتصادي في الأردن تراجعت بسبب الأزمة المالية العالمية وانعكاسات الأوضاع السياسية والاقتصادية في المنطقة، وهو ما خلق جو من عدم الثقة بين المستثمرين والقطاع الحقيقي الشيء الذي عزز الطلب في سوق الأوراق المالية باعتباره الخيار البديل لاستثمار الأموال.

- وجود علاقة طردية ذات معنوية بين معدل التضخم INF ومؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX في سوق الأوراق المالية الأردنية، حيث أشارت النتائج إلى أن زيادة معدل التضخم معبر عنه بالرقم القياسي لأسعار

المستهلك بنسبة 1% يؤدي إلى زيادة مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX بنسبة 14.73%، وهو ما يتفق مع وجهة نظر فيشر Fisher وليفير Leffer حول العلاقة الطردية بين معدل التضخم وأسعار الأسهم.

- وجود علاقة طردية بين معدلات الفائدة TI ومؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX في السوق الأردنية للأوراق المالية، إذ أن زيادة معدلات الفائدة خلال فترة الدراسة بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX بنسبة 0.623% وهو ما يتنافى مع مبدأ النظرية الاقتصادية، والتي ترى أن هناك علاقة عكسية بين معدلات الفائدة والطلب على الأوراق المالية خاصة منها الأسهم في السوق، وسبب هذه العلاقة العكسية على مستوى السوق الأردنية يمكن إرجاعه لوفرة الفوائض المالية واتخاذ المستثمرين سوق الأوراق المالية ملاذاً آمناً لتوجيه أو توظيف تلك الفوائض مثل ما تم التوصل إليه في الاختبارات السابقة الخاصة بالعلاقة بين معدل الفائدة ومؤشرات أداء السوق الأردنية.

- وجود علاقة عكسية بين الكتلة النقدية M1 ومؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX في السوق الأردنية إذ أن زيادة الكتلة النقدية M1 بنسبة 1% ينتج عنه انخفاض في مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX بمقدار 2.12% وفق علاقة عكسية، وهو ما يتفق مع وجهة نظر ميشال كيران Michael Keran التي تم التعرض لها سابقاً.

- وجود علاقة طردية معنوية بين سعر الصرف الدينار الأردني TC ومؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX في السوق الأردنية للأوراق المالية خلال فترة الدراسة، وهو ما يشير أن أسعار الصرف لها تأثير إيجابي مقبول على مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX، حيث إن زيادة سعر الصرف بنسبة 1% يؤدي إلى ارتفاع مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX بـ 2.99%.

- وجود علاقة عكسية معنوية بين النفقات العامة DP ومؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX في سوق الأوراق المالية الأردنية، حيث أشارت النتائج إلى أن التغير في حجم النفقات العامة بنسبة 1% يؤدي إلى زيادة مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX بمقدار 5.28% في الاتجاه العكسي وهو ما لا يتفق مع وجهات النظر الاقتصادية التي ترى أن زيادة الإنفاق العام تؤدي إلى زيادة تراكمية في الدخل الوطني والذي يؤدي بشكل غير مباشر إلى ارتفاع أسعار الأسهم.

- وجود علاقة عكسية بين الإيرادات العامة RP ومؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX في سوق الأوراق المالية الأردنية، وهو ما يعني أن سياسة تحصيل الإيرادات في المملكة الأردنية تؤثر سلباً على الطلب في سوق الأوراق المالية ومن ثم مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX، إذ جاءت النتائج لتدل على أن زيادة حجم الإيرادات العامة بنسبة 1% يؤدي إلى تراجع مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX بـ 0.69%.

أما عن متجه تصحيح الخطأ Vector error correction estimates والمعبر عن العلاقة قصيرة الأجل

فقد كان كالآتي:

$$D(\ln IDX) = 0,325\Delta \ln IDX_{t-1} - 0,024\Delta \ln IDX_{t-2} + 0,014\Delta \ln CE_{t-1} + 0,025\Delta \ln CE_{t-2} - 0,22\Delta \ln INF_{t-1} \\ + 0,145\Delta \ln INF_{t-2} - 0,154\Delta \ln TI_{t-1} + 0,075\Delta \ln TI_{t-2} - 0,329\Delta \ln M1_{t-1} - 0,471\Delta \ln M1_{t-2} \\ + 0,020\Delta \ln TC_{t-1} + 0,001\Delta \ln TC_{t-2} + 0,004\Delta \ln DP_{t-1} + 0,010\Delta \ln DP_{t-2} + 0,002\Delta \ln RP_{t-1} \\ + 0,002\Delta \ln RP_{t-2} - 0,005 + 0,0036(85.900210.850145 \ln CE + 14.73714 \ln INF \\ + 0.623817 \ln TI - 2.12602 \ln M1 + 2.99770 \ln T - 5.28979 \ln DP - 0.69268 \ln RP).$$

جدول 46: نتائج اتجاه تصحيح الخطأ

المتغير	معدل سرعة التعديل	t الإحصائية
$\ln IDX_{t-1}$	0.325681	3.15219
$\ln IDX_{t-2}$	-0.024491	-0.23841
$\ln CE_{t-1}$	0.014026	0.48774
$\ln CE_{t-2}$	0.025492	0.88431
$\ln INF_{t-1}$	-0.221561	-0.42795
$\ln INF_{t-2}$	0.145222	0.28629
$\ln TI_{t-1}$	-0.154817	-0.79559
$\ln TI_{t-2}$	0.075597	0.40961
$\ln M1_{t-1}$	-0.329046	-1.43861
$\ln M1_{t-2}$	-0.471576	-2.05054
$\ln TC_{t-1}$	0.020609	0.99094
$\ln TC_{t-2}$	0.009777	0.55845
$\ln DP_{t-1}$	0.004956	0.17806
$\ln DP_{t-2}$	0.010506	0.55634
$\ln RP_{t-1}$	0.002282	0.15862
$\ln RP_{t-1}$	-0.005580	-0.40085
C	0.003694	0.69813
Coint Eq1	0.000367	0.05494
R-Squared	0.174388	
Adj R-Squared	0.032616	
F Statistic	1.230060	
Akaik A/C	-3.309973	
Schwazr SC	-2.885023	

المجدولة عند 5% = 1,96.

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EVIEWS وفق التطبيق Vector error correction estimates.

يتضح من هذا النموذج أيضا أن معامل سرعة الضبط $Coint Eq1$ يساوي 0.00367 وهو رقم موجب وأقل من الواحد، مما يعني أن الانحرافات بين المتغيرات عن الاتجاه العام في الآجال الطويلة يتم تصحيحها في كل فترة زمنية من خلال العلاقة قصيرة الأجل بنسبة 0.36%.

4- اختبار جرانجر للسببية بين المتغير التابع IDX مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة

والمتغيرات المستقلة

يستخدم هذه الاختبار كما تم التعرف عليه سابقا من أجل تحديد السببية بين متغيرات نموذج الدراسة، حيث يظهر اتجاه السببية فيما إذا كان أحاديا أو تبادليا أو بعبارة أخرى من المتغير الذي يسبب الآخر، أما عن نتائج هذا الاختبار Granger Causality Test فقد أظهر:

جدول 47: نتائج اختبار جرانجر للسببية بين المتغير تابع IDX والمتغيرات المستقلة

Direction of relation	Lags	F-Statistic	F-Tabletes	Prob	Results	Relation
IDX and CE						
CE to IDX	2	1.10361	3.09	0.3352	No Cause	NC
IDX to CE		2.55485	3.09	0.0822	No Cause	NC
IDX and DP						
DP to IDX	2	0.16733	3.09	0.8461	No Cause	Mono
IDX to DP		6.65431	3.09	0.0019	Cause	Mono
IDX and INF						
INF to IDX	2	2.27257	3.09	0.1077	No Cause	NC
IDX to INF		3.57550	3.09	0.0312	Cause	NC
IDX and M1						
M1 to IDX	2	2.06286	3.09	0.1319	No Cause	NC
IDX to M1		1.49938	3.09	0.2277	No Cause	NC
IDX and RP						
RP to IDX	2	1.09845	3.09	0.3369	No Cause	Mono
IDX to RP		4.53812	3.09	0.0127	Cause	Mono
IDX and TC						
TC to IDX	2	2.48702	3.09	0.0877	No Cause	NC
IDX to TC		3.01372	3.09	0.0531	No Cause	NC
IDX and TI						
TI to IDX	2	0.96824	3.09	0.3829	No Cause	NC
IDX to TI		2.02900	3.09	0.1362	No Cause	NC

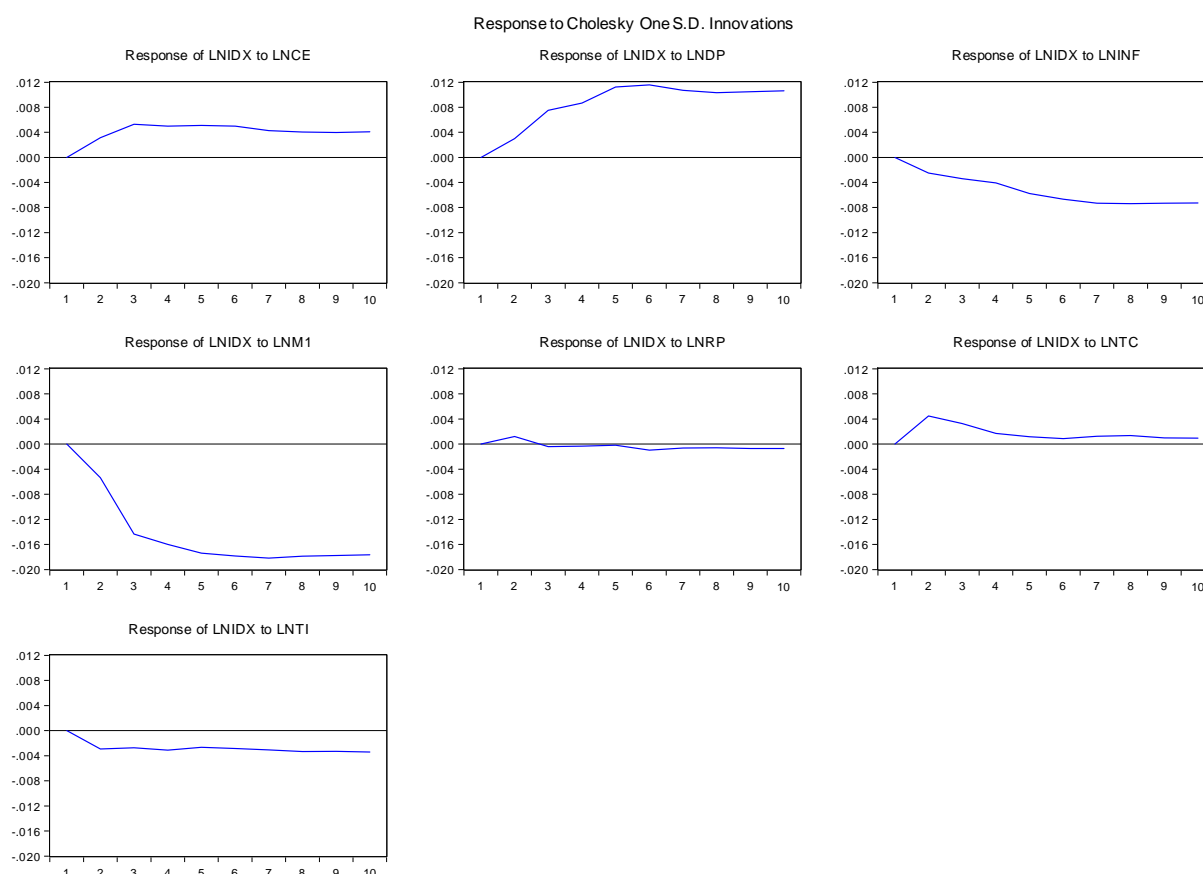
المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EViews وفق التطبيق Granger Causality test.

يتضح من خلال الجدول أعلاه حول نتائج اختبار السببية بين مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX في سوق الأوراق المالية الأردنية ومعدل النمو الاقتصادي CE، معدل التضخم INF، معدل الفائدة TI، الكتلة النقدية M1، سعر الصرف TC، النفقات العامة DP والإيرادات العامة RP، أن هناك علاقة سببية في اتجاه واحد من مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX في كل من معدل التضخم INF، النفقات العامة DP والإيرادات العامة RP. كما أنه لا توجد علاقة سببية بين مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX ومعدل النمو الاقتصادي CE من الكتلة النقدية M1 معدل الفائدة TI معدل الصرف TC.

5- دالة استجابة المتغير التابع مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX مع المتغيرات المستقلة

يمكن استعراض نتائج اختبار دالة الاستجابة لرد الفعل للمتغير التابع مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX مع المتغيرات المستقلة وفق الآتي:

شكل 53: تمثيل دالة استجابة المتغير التابع IDX مع المتغيرات المستقلة



المصدر: 1 ملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EViews وفق التطبيق Vector error correction estimates-Impulse.

جدول 48: مقدار استجابة المتغير التابع IDX مع المتغيرات المستقلة خلال عشرة أشهر

Period	lnCE	LnDP	LnINF	lnM1	LnRP	LnTC	lnTI
1	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.003137	0.002987	-0.002503	-0.005379	0.001197	0.004460	-0.002930
3	0.005293	0.007514	-0.003380	-0.014354	-0.000401	0.003267	-0.002739
4	0.005003	0.008658	-0.004091	-0.016000	-0.000325	0.001686	-0.003114
5	0.005085	0.011229	-0.005763	-0.017380	-0.000176	0.001150	-0.002658
6	0.004974	0.011567	-0.006683	-0.017841	-0.000987	0.000846	-0.002838
7	0.004260	0.010686	-0.007306	-0.018192	-0.000656	0.001245	-0.003080
8	0.004036	0.010311	-0.007371	-0.017888	-0.000617	0.001362	-0.003336
9	0.003976	0.010479	-0.007326	-0.017766	-0.000707	0.000991	-0.003318
10	0.004089	0.010636	-0.007289	-0.017670	-0.000730	0.000946	-0.003426

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EViews وفق التطبيق Vector error correction estimates-Impulse

يتضح من نتائج دالة الاستجابة لرد الفعل:

- حدوث أي صدمة عشوائية في معدل النمو الاقتصادي CE لا يكون لها أي تأثير في مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX في الشهر الأول بمعنى هناك تأخر في الاستجابة بشهر، ثم يصبح ذلك التأثير سلبيا وبشكل ضعيف في الأشهر التسعة الموالية.
- حدوث أي صدمة عشوائية في حجم النفقات العامة DP لا يكون لها تأثير في مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX في الشهر الأول مما يدل على وجود تأخر في الاستجابة، أما حدوث تلك الصدمة يكون لها تأثير بشكل إيجابي وضعيف في الشهر الثاني والثالث والرابع، ثم تأثير إيجابي قوي في الأشهر الخمسة الموالية.
- حدوث أي صدمة عشوائية في معدل التضخم INF لا يكون لها أي تأثير في مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX في الشهر الأول بمعنى هناك تأخر في الاستجابة بشهر، ثم يصبح بعد ذلك التأثير سلبيا بشكل ضعيف خلال السنوات التسع الموالية.
- حدوث أي صدمة عشوائية في حجم الكتلة النقدية M1 لا يكون لها تأثير على مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX خلال الشهر الأول بمعنى يوجد تأخر في الاستجابة بشهر، ثم يصبح ذلك التأثير سلبيا وبشكل قوي خلال السنوات الموالية ويستمر هذا التأثير السلبى لمدة تسع سنوات.
- حدوث أي صدمة عشوائية في الإيرادات العامة RP لا يكون له أي تأثير في مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX في الشهر الأول مما يعني هناك تأخر بشهر في الاستجابة، ثم يكون تأثير بشكل إيجابي في الشهر الثاني ليتحول التأثير إلى سلبى ومتفاوت القوة خلال الشهور الثمانية الموالية.

- حدوث أي صدمة عشوائية في سعر الصرف TC لا يكون لها تأثير على مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX خلال الشهر الأول بمعنى هناك تأخر بشهر في الاستجابة، ثم يصبح بعد ذلك سلبيا وبشكل ضعيف خلال السنوات التسع الموالية.

- حدوث أي صدمة عشوائية في سعر الفائدة TI لا يكون لها تأثير على مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX في الشهر الأول مما يعني أن هناك تأخر في الاستجابة لمدة شهر، ليصبح التأثير سلبيا ومنتزاد القوة بشكل تدريجي خلال الشهور الثمانية الموالية.

خلاصة الفصل الرابع

أضحى الاقتصاد الأردني في ظل الأحداث الأخيرة التي شهدتها الاقتصاد العالمي بصفة عامة واقتصاد منطقة الشرق الأوسط بصفة خاصة، يتميز بكثير من التقلبات التي أثرت على مختلف مجالات الاستثمار بما فيها الاستثمار في سوق الأوراق المالية. لذلك حول هذا الفصل أخذ قسط من الاهتمام بخصوص تحديد علاقة ودرجة تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية التي تمثلت في النمو الاقتصادي، التضخم، سعر الفائدة، الكتلة النقدية، سعر الصرف، النفقات العامة والإيرادات العامة على بعض مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية التي تم حصرها في حجم التداول، كمية التداول، القيمة السوقية والرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة وذلك باستخدام بعض أساليب الاقتصاد القياسي المخصصة لهذا الغرض، والتي تمثلت أساساً في اختبار جذر الوحدة من خلال استخدام اختبار ADF واختبار PP لتحديد مستوى استقرارية المتغيرات، واختبار جونسون للتكامل المشترك لتحديد العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين المتغيرات وتقدير المتجه العام، وكذلك إجراء اختبار نموذج تصحيح الخطأ Vec واختبار السببية ودراسة دالة الاستجابة لرد الفعل بين متغيرات الدراسة، وتوصلت هذه الدراسة لأن بعض المتغيرات كانت مستقرة المستوى والبعض الآخر مستقر الفرق الأول مما يعني أنها كلها كانت متكاملة من الدرجة الأولى كل على حدى، كما أشارت نتائج اختبار جونسون للأربع نماذج التي تمثل العلاقة الدالية بين المتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة التي تم الإشارة إليها على مستوى المبحث الأول، أن هناك تكامل مشترك الأمر الذي يؤكد على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة في كل نموذج.

أما عن نموذج تصحيح الخطأ فقد دلت النتائج على العلاقة التوازنية طويلة الأجل على أن هناك علاقة طردية بين حجم التداول وكل من التضخم ومعدل الفائدة ومعدل الصرف، وعلاقة عكسية مع النمو الاقتصادي والكتلة النقدية والإيرادات العامة والنفقات العامة. أما عن كمية التداول يتضح من العلاقة التوازنية طويلة الأجل أن هناك علاقة عكسية مع كل من النمو الاقتصادي والكتلة النقدية والنفقات العامة والإيرادات العامة. كما كانت العلاقة بين القيمة السوقية وكل من النمو الاقتصادي والكتلة النقدية والإيرادات العامة والنفقات العامة عكسية، وطردياً بين التضخم ومعدل الفائدة ومعدل الصرف، ونفس الشيء كان بالنسبة للعلاقة بين مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة والمتغيرات الاقتصادية محل الدراسة.

أما عن العلاقة السببية وفق اختبار جرانجر فقد تبين أن هناك علاقة سببية أحادية بين كل من حجم التداول والنمو الاقتصادي، النفقات العامة، التضخم، الكتلة النقدية، الإيرادات العامة وسعر الصرف. كما أثبتت النتائج أيضاً أن هناك علاقة سببية أحادية بين كل من كمية التداول والنمو الاقتصادي، النفقات العامة، معدل

التضخم، الإيرادات العامة وسعر الصرف، كما توجد علاقة سببية ثنائية بين كمية التداول والكتلة النقدية. أما عن تحليل العلاقة السببية بين القيمة السوقية والمتغيرات الاقتصادية فقد دلت النتائج على وجود علاقة سببية أحادية بين القيمة السوقية والإيرادات العامة وسعر الصرف. أما عن مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم فقد تبين أن هناك علاقة سببية أحادية بينه وبين كل من النفقات العامة والإيرادات العامة.

ودلت نتائج اختبار دالة استجابة المتغيرات التابعة لتغير المتغيرات المستقلة أن حدوث أي صدمة عشوائية في المتغيرات المستقلة لا يكون لها تأثير في المتغيرات التابعة في الشهر الأول بمعنى أن هناك تأخر في الاستجابة بشهر، أما عن الأشهر الأخرى التي تم الأخذ بها في الدراسة فقد كان التأثير منقلبا بين السالب والإيجابي والاستجابة القوية والضعيفة كل حسب نوع المتغير وطبيعة تأثيره.

الخاتمة العامة

ظهرت سوق الأوراق المالية نتيجة تطور الحياة الاقتصادية وزيادة الحاجات التمويلية في الاقتصاد، ونشأة سلع جديدة تمثلت في الأسهم والأوراق المالية المختلفة التي تصدر عن الشركات والبنوك والحكومات وغيرها من المؤسسات والهيئات العامة والخاصة. فسوق الأوراق المالية تؤدي دورا مهما في الحياة الاقتصادية لما تؤمنه من مصادر تمويل للمستثمرين وفرص استثمار، فاهي أليه أساسية في النظام المالي يتم من خلالها حشد المدخرات المحلية والأجنبية وتوجيهها في قنوات استثمارية، تعمل على دعم التنمية الاقتصادية وتحقيق الاستقرار الاقتصادي. وبما أن استقرار هذه السوق يساهم في الاستقرار الاقتصادي فإنه من المهم معرفة تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على نشاطها وذلك بغية وضع سياسة اقتصادية لتنمية وتفعيل نشاط هذه السوق وجعلها أداة تحقيق التنمية الاقتصادية. ولعل أهم المتغيرات الاقتصادية الكلية التي تؤثر على أداء ونشاط سوق الأوراق المالية حسب ما تطرقت إليه الدراسة هي متغيرات القطاع الحقيقي المتمثلة في النمو الاقتصادي والتضخم كمعبر عن حركة الأسعار، وكذلك متغيرات السياسة النقدية والتي تم حصرها في معدل الفائدة والكتلة النقدية وسعر الصرف، ومتغيرات المالية العامة المتمثلة في الإيرادات العامة والنفقات العامة والعجز في الموازنة والتي أصبحت أهم المتغيرات التي تؤثر على الظاهرة الاقتصادية وحركتها بما فيها نشاط سوق الأوراق المالية. مع توسع حركة التحرير المالي في الاقتصاديات المتقدمة وزيادة نشاط أسواق الأوراق المالية وإستخدامها كأداة لتحقيق التنمية، أدركت الدول العربية وعلى رأسها الأردن هذا التوجه وعملت على مواكبته بإنشاء سوق الأوراق المالية وتطويرها ودمجها في الاقتصاد بشكل يكفل تحقيق أهداف التنمية، وهو الشيء الذي أدى إلى الاهتمام بدراسة هذه السوق ومحاولة تحليل العلاقة بينها وبين المتغيرات الاقتصادية الكلية من خلال دراسة موضوع:

"أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية"، مع إسقاط ذلك على حالة سوق للأوراق المالية الأردنية.

بناء على ما تقدم تم طرح الإشكالية الرئيسية للبحث كما يلي:

ما هي طبيعة تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية في أداء أسواق الأوراق المالية؟ وما هو واقع هذا التأثير في سوق الأوراق المالية الأردنية؟

ولتوضيح هذه الإشكالية تم الاستعانة بالأسئلة الفرعية الآتية:

- ما المقصود بالسوق الأوراق المالية، وكيف يمكن له أن يؤدي الدور المنوط به بشكل كفاء؟

- كيف تؤثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية؟

- ما طبيعة نظام سير سوق الأوراق المالية الأردنية، ومختلف الأدوات المتداولة فيها؟

- ما هو واقع نشاط سوق الأوراق المالية الأردنية، وأداء الاقتصاد الأردني؟

- ما طبيعة تأثير أداء سوق الأوراق المالية الأردنية بالتحويلات التي تطرأ على المتغيرات الاقتصادية الكلية؟

وبناء على الأهداف المتوخات من هذه الدراسة، والإشكالية المطروحة أعلاه والفرضيات الموضوعية لها، فقد تم معالجة الموضوع من خلال أربعة فصول مزجت بين الجانب النظري والجانب التطبيقي. فالفصل الأول استهدف التعريف بسوق الأوراق المالية حيث تم فيه تقديم مفهوم سوق الأوراق المالية ومختلف أقسامه والأدوات المتداولة فيه بمختلف أصنافها وطرق تقييمها، كما تم أيضا تناول موضوع كفاءة سوق الأوراق المالية بشيء من التفصيل.

أما الفصل الثاني فتم من خلاله الوقوف على كيفية تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية التي تم تقسيمها إلى متغيرات القطاع الحقيقي، متغيرات القطاع النقدي ومتغيرات قطاع المالية العامة على أداء سوق الأوراق المالية.

والفصل الثالث فقد تم تخصيصه للوقوف على أهم الظروف المحيطة بإنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية، وكذلك مختلف الهيئات والأنظمة التي تسهر على حسن التعامل فيه، بالإضافة إلى تطور نشاطه خلال فترة الدراسة الممتدة من 2006 إلى 2015، وذلك من خلال تحليل حجم التداول وكمية التداول وتطور القيمة السوقية وحركة المؤشرات فيه. كما تم أيضا التعرّيج على أهم التحويلات الاقتصادية في الأردن من خلال تناول تطور بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية التي تم تقسيمها إلى ثلاث مجاميع قطاعية، وهي متغيرات القطاع الحقيقي ومتغيرات القطاع النقدي ومتغيرات قطاع المالية العامة.

أما الفصل الرابع والأخير فقد تم فيه التعرض لمختلف الدراسات السابقة في هذا الموضوع، وكذلك التعريف بمتغيرات الدراسة التطبيقية وتبيان مختلف خصائصها الإحصائية وكذلك استعراض المنهجية المستخدمة. كما تم فيه قياس وتحليل أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على كل من حجم التداول وكمية التداول في سوق الأوراق المالية الأردنية، وكذلك قياس وتحليل أثر نفس المتغيرات الاقتصادية الكلية على القيمة السوقية والرقم القياسي لأسعار الأسهم.

وبعد إنهاء مختلف تطلعات هذا البحث الذي حاول في ثنايا منتهه الإجابة على الإشكالية المطروحة آنفا، تم التوصل إلى جملة من النتائج يمكن سردها مع التذكير بمدى تحقق الفرضيات المطروحة في مستهل هذا البحث، وذلك وفق النقاط الموالية:

- تعتبر سوق الأوراق المالية أداة يعتمد عليها الاقتصاد في تخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة، فهي تمثل قناة رئيسية ينساب عن طريقها المال بهدف تعبئة المدخرات وتميئتها وتهيئتها للمجالات الاستثمارية

الداعمة للاقتصاد والمحافظة على السيولة. فهذه السوق تتوفر على قسط من التنظيم تكفله مجموعة من الهيئات تختلف من دولة إلى أخرى تتولى مهمة التنظيم وسن التشريعات وتسهر على التوازن الدائم، من خلال بناء نظام معلومات فعال يكفل انتشار المعلومات في كامل السوق ويساهم في تحقيق التخصيص الكفاء للموارد المتاحة، وهو ما يتوافق مع مفهوم الكفاءة التي يمكن أن تضيء بصيغ مختلفة منها الصيغة الضعيفة، الصيغة المتوسطة والصيغة القوية. وهذا ما يتفق مع الفرض القائل بأن سوق الأوراق المالية تمثل ملتقى بين المدخر والمستثمر بشكل مباشر وغير مباشر، ويرتبط الإقبال على الاستثمار فيها على وجود سوق ذو درجة عالية من الكفاءة قادر على استيعاب الأموال المستثمرة بشكل فعال.

- سوق الأوراق المالية لها جملة من الخصائص تميزها عن الأسواق الأخرى خاصة من حيث الطابع التنظيمي، كما أن إنشاءها يتطلب جملة من الشروط تتعلق بضرورة توفر الفلسفة الاقتصادية الواضحة والمناخ الاستثماري المناسب وكذلك حجم كافي من المدخرات. وهو ما يتفق مع الفرض القائل أن سوق الأوراق المالية لها نفس خصائص أسواق السلع والخدمات الأخرى، كما أن إنشائها لا يتطلب أي شرط من الشروط.

- تنقسم هذه السوق إلى سوقين وهي السوق الحاضرة التي تنقسم بدورها إلى سوق أولية وسوق ثانوية، وسوق أخرى أجلة تتوفر على فاصل زمني بين تاريخ إبرام الصفقات وتسليم الأوراق المالية محل التعاقد. أما عن الأوراق المالية المتداولة فيها تأخذ أشكال عدة فمنها ما يمثل حق الملكية كالأسهم العادية وأخرى تمثل حق المديونية كالسندات وما يمثلها، ومنها ما يمثل حق لعقد مشتق من عقد أصلي.

- للمتغيرات الاقتصادية الكلية تأثير واضح على أسواق الأوراق المالية، فالنمو الاقتصادي يؤثر بشكل مباشر في أداء الأسواق، فارتفاعه يكون نتيجة تطور القيمة المضافة للاقتصاد بشكل عام وزيادة أرباح الشركات بشكل خاص، وهو ما يؤدي إلى ارتفاع الطلب على أسهمها وتفعيل أسواقها. وهو ما يعني تأكيد لفرضية النمو الاقتصادي له تأثير على مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية.

- التضخم تأثيره على أداء الأسواق يأخذ أشكال عدة تختلف باختلاف التوجهات الفكرية للقائمين على تحليل هذه العلاقة، فقد رأى فيشر Fisher وليفر Leffer أن هناك علاقة طردية بين معدل التضخم وعوائد الأوراق المالية كمعبر عن أداء أسواقها، وذلك لاعتبار أن الفوائد الاسمية تزداد بنفس زيادة معدل التضخم مما يعني أنها تمثل أداة تحوط، أما فاما Fama وفيليب كاقان Phillip Cagan فقد اعتبرا أن العلاقة بين العوائد ومعدل التضخم هي علاقة عكسية لكون الصدمات التضخمية تؤدي إلى تراجع النشاط الحقيقي وانخفاض عوائد الأوراق المالية ومن ثمة أداء الأسواق. وهو ما يعني تأكيد للفرضية التي ترى أن التضخم له تأثير على مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية.

- معدل الفائدة له دور أساسي في المساهمة في التخصيص الأمثل للموارد المتاحة وترابطه علاقة عكسية بأداء أسواق الأوراق المالية، وهذه العلاقة يمكن أن تكون غير مباشرة من خلال التأثير على حجم المدخرات وتكلفة التمويل أو مباشرة من خلال المساهمة في التأثير على طلب الأوراق المالية. وهو ما يدل على تأكيد الفرضية التي تعتبر أن معدل الفائدة له تأثير على مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية.

- الكتلة النقدية فقد أكدت دراسات بشأنها على وجود علاقة إيجابية بين زيادتها وأسعار الأسهم وذلك من خلال تحسن مستوى النشاط الاقتصادي وزيادة أرباح الشركات مثل دراسة لفريدمان وشوارتز Schwartz Friedman &، أما همبرجر وكوشين Hamburger & Kochin وكذلك ميشال كيران Michael Keran من خلال دراسة أخرى فقد اعتبروا أن زيادة حجم الكتلة النقدية يؤدي إلى زيادة التضخم وهو ما يؤثر سلباً على أسعار الأسهم وأداء سوق الأوراق المالية. وهو ما يعني تأكيد للفرضية القائلة أن الكتلة النقدية لها تأثير على مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية.

- وبخصوص أسعار الصرف لوحظ أنها تربطها علاقة سالبة مباشرة وغير مباشرة مع أسعار الأوراق المالية حسب ما يراه فيشر ودرنبيش Fisher & Dornbusch. وهو يدل على تأكيد للفرضية التي تعتبر أن أسعار الصرف لها تأثير على مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية.

- زيادة الإنفاق تؤدي إلى تحفيز الطلب مما يؤدي إلى زيادة أسعار الأوراق المالية، كما أن انتهاج الدولة سياسة ضريبية معينة يكون لها تأثير مباشر على الطلب في السوق من ثمة أدائها. وهو ما يعني أيضاً تأكيد لفرضية زيادة حجم الإنفاق وزيادة حجم التحصيل الإيرادي من شأنهما التأثير مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية.

- تؤدي سوق الأوراق المالية الأردنية دوراً هاماً ووظيفة اقتصادية رئيسية من خلال حشد المدخرات وتشجيعها للاستثمار في الوحدات الاقتصادية، فهي بمثابة أداة في يد السلطات الاقتصادية تقود بها التنمية الاقتصادية. وهو تأكيد للفرضية القائلة أن سوق الأوراق المالية الأردنية من الأسواق الرائدة في المنطقة، حيث أنها تؤدي دوراً هاماً في الاقتصاد.

- وفي الوقت الحالي يتم التداول في سوق الأوراق المالية الأردنية أسهم وسندات الشركات الخاصة والعامة من خلال سوق أولية وسوق ثانوية مثل ما هو الحال في جميع البورصات العالمية الكبرى من خلال أوامر تنفيذ خلال ساعات محددة، كما اعتمدت سوق الأوراق المالية في الأردن نظام تداول إلكتروني ساهم في رفع كفاءة وسرعة التعامل فيها وتوفير الشفافية والأمان للمتعاملين والمستثمرين. وهو تأكيد للفرضية القائلة أن السوق عرفت إنفتاحاً وتطوراً وضح في نظام التسيير.

- عرفت سوق الأوراق المالية في الأردن خلال فترة الدراسة الممتدة بين 2006 و 2015 انخفاضاً في حجم التداول بمتوسط 17%، كما عرف عدد الأسهم المتداولة هو الآخر تراجعاً خلال الفترة نفسها بمتوسط 6%،

واتجهت القيمة السوقية نحو الانخفاض خلال نفس الفترة بمتوسط 1%، أما الرقم القياسي المرجح للأسهم الحرة فقد عرف تذبذب خلال فترة الدراسة كان الغالب فيه التراجع وبعزى، وهو نفس الشيء الذي حدث مع الرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية الذي عرف هو الآخر تراجع في قيمته خلال فترة الدراسة، هذا كله نتيجة تراجع معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، بسبب التداعيات المتعلقة بالأزمة العالمية وأحداث التي أثرت على الاستقرار السياسي في منطقة الشرق الأوسط. وهو مايدل على نفي الفرض الذي يعتبر أن سوق الأوراق المالية الأردنية عرفت تطور في حجم التداول وكمية التداول والقيمة السوقية.

- عرف أداء الاقتصاد الأردني ممثل بالناتج المحلي الإجمالي تراجع خلال الفترة الممتدة بين 2006 و2015 بسبب عدة أحداث أهمها كما تم ذكره سابقا تداعيات الأزمة المالية العالمية وأحداث المنطقة.

- تطور الأسعار فقد تم تشخيصه من خلال تحليل تغير التضخم المقاس بالتغير النسبي في الرقم القياسي للأسعار والتغير النسبي للناتج المحلي الإجمالي، وقد عرف هذين المتغيرين تذبذب في التغير خلال فترة الدراسة تراوح بين الارتفاع والانخفاض حيث بلغ مستويات قياسية في سنة 2008 نتيجة النمو الكبير لأسعار المواد الأساسية خاصة المستوردة منها مثل النفط والمواد الغذائية.

- عرفت الكتلة النقدية M1 هي الأخرى خلال فترة الدراسة تغير بمتوسط 9,53% تراوح بين الانخفاض والارتفاع وهو تقريبا نفس الشيء الذي حدث مع الكتلة النقدية M2 وشبه النقود.

- أسعار الفائدة بشكل عام فقد سيرت بها المملكة التغيرات التي حدثت على مستوى الوضع الاقتصادي حيث عرفت انخفاض وارتفاع حسب الضرورة خلال فترة الدراسة، وقد عرف معدل الصرف لعملات أهم الشركاء التجاريين استقرار، أما عن تطور النفقات العامة والإيرادات العامة فلم يكن مستقر خلال فترة الدراسة.

- هناك علاقة طردية لنمو الاقتصادي بحجم التداول وعلاقة عكسية بكمية التداول والقيمة السوقية ومؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة. وهو مايعني نفي للفرضية التي تري أن النمو الاقتصادي له تأثير إيجابي على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية الأردنية.

- أما عن التضخم تربطه علاقة طردية بكل من حجم التداول وكمية التداول والقيمة السوقية ومؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة. وهو مايعني نفي للفرضية التي تري أن التضخم له تأثير سلبي على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية الأردنية.

- كانت علاقة معدل الفائدة طردية بكل من حجم التداول وكمية التداول والقيمة السوقية ومؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة. وهو ما يدل على نفي الفرضية التي تري أن معدل الفائدة له تأثير سلبي على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية الأردنية.

- الكتلة النقدية ربطتها علاقة عكسية بكل من حجم التداول وكمية التداول والقيمة السوقية ومؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة. وهو ما يعني قبول الفرضية التي تري أن الكتلة النقدية لها تأثير سلبي على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية الأردنية.

- معدل الصرف كانت له هو الآخر علاقة طردية وكمية التداول والقيمة السوقية ومؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة. وهو ما يعني كذلك قبول الفرضية التي تري أن سعر الصرف لها تأثير إيجابي على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية الأردنية.

- بالنسبة للإيرادات العامة فقد كانت لها علاقة عكسية بكل من حجم التداول وكمية التداول والقيمة السوقية ومؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة. وهو ما يعني قبول الفرضية التي تري أن الإيرادات العامة لها تأثير عكسي على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية الأردنية.

- أما عن النفقات العامة كان لها تأثير عكسي على كل من حجم التداول وكمية التداول والقيمة السوقية ومؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة. وهو ما يعني نفي الفرضية التي تري أن النفقات العامة لها تأثير إيجابي على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية الأردنية.

بالنسبة للمقترحات يقترح مايلي:

- ضرورة تفعيل دور مختلف القطاعات في الاردن لدعم النمو الاقتصادي وإرساء مختلف خطط التنمية للمساهمة في دفع عجلة التنمية الاقتصادية، وتفعيل نشاط سوق الأوراق المالية بشكل أكبر.

- تطبيق سياسة رشيدة للتحكم في التضخم والسيطرة عليه بشكل يكفل إستقرار وتفعيل نشاط سوق الأوراق.

- ضرورة إتباع سياسة نقدية حكيمة من قبل البنك المركزي للسيطرة على النمو والتغير في الكتلة النقدية، بشكل لا يؤثر على النمو وتطور نشاط سوق الأوراق المالية.

- تخفيض معدلات الفائدة لتقليل تكاليف التمويل على المستثمرين والمساهمة في إنعاش وتفعيل نشاط سوق الأوراق المالية.

- ضرورة إتباع سياسة مالية سليمة في مايتعلق بزيادة الانفاق وتحصيل الإيرادات من طرف الدولة، بشكل لا يؤثر سلبا على نمو وتطور الاقتصاد ونشاط المؤسسات وزيادة عوائد أسهمها ومن ثمة أداء سوق الأوراق المالية.

وكغيره من البحوث يحتاج هذا البحث جهودا إضافية للبحث حتى يكتمل، خاصة وأن هذا الموضوع يتميز بالحدثة والافاق البحثية الواسعة في الاسواق الناشئة. وفي الختام الحمد لله، الحمد لله والحمد لله ونسأل الله التوفيق والسداد.

قائمة المراجع

1- الكتب

1-1- الكتب باللغة العربية

- 1- الأفصح (أزديشير عادل)، (2009): الأسهم طريقك للثورة، مطبعة رأس الخيمة، السعودية.
- 2- التميمي (صالح بن مقبل العصيمي)، (1426هـ): الأسهم المختلطة، مكتبة الملك فهد، السعودية.
- 3- الجمل (جويدان)، (2002): الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان.
- 4- الجمل (ناجي)، (1998): إدارة المحفظة المالية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان.
- 5- الحبيب (فايز بن إبراهيم)، (2000): مبادئ الاقتصاد الكلي، ط4، مكتبة الملك فهد الوطنية، الرياض.
- 6- الحجار (باسم)، (2006): الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار المنهل اللبناني، بيروت.
- 7- الحجار (يسام) ورزق (عبد الله)، (2010): الاقتصاد الكلي، دار المنهل اللبناني، لبنان.
- 8- الحمدي (عبد الرحمان بن عبد الله) والخلف (عبد الرحمان بن عبد المحسن)، (2009): النقود والبنوك والاسواق المالية، ط2، شركة مطابع الفرزدق، الرياض.
- 9- الحناوي (محمد الصالح) وعبد السلام (عبد الفتاح)، (1998): المؤسسات المالية: البورصة والبنوك التجارية، الدار الجامعية، مصر.
- 10- الحناوي (محمد صالح) وسلطان (إبراهيم) والعبد (جلال)، (2002): تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدر الجامعية، مصر.
- 11- الحناوي (محمد صالح)، (2000): تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، مصر.
- 12- الحويماني (فهد)، (2006): المال والاستثمار في سوق الأوراق المالية، ط2، مطابع دار الهلال للاؤفست، الرياض.
- 13- الدجيلي (قاسم عبد الرضا) والفرجاني (علي عبد العاطي)، (2001): الاقتصاد الكلي، منشورات ELGA، مالطا.
- 14- الدسوقي (إيهاب)، (2000): اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة.
- 15- الزبيدي (حمزة محمود)، (2001): الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق، الأردن.
- 16- الزراري (عبد النافع) وغازي (فرج)، (2001): الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان.
- 17- الزيدانين (جمال)، (1999): أساسيات في الجهاز المالي، دار وائل للنشر، عمان.

- 18- السريتي (السيد محمد) ونجا (علي عبد الوهاب)، (2007): النظرية الاقتصادية الكلية، الدار الجامعية، مصر.
- 19- السيسى (صلاح الدين حسن)، (2003): بورصة الأوراق المالية: الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح، عالم الكتب، القاهرة.
- 20- العرييد (عصام فهد)، (2008): الاستثمار في بورصات الأوراق المالية، دار الرضا للنشر، دمشق.
- 21- إلمان (محمد الشرف)، (2003): محاضرات في النظرية الاقتصادية الكلية، الجزء الثالث، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
- 22- الموسوي (ضياء مجيد)، (1991): الاقتصاد النقدي، درا الفكر، الجزائر.
- 23- النجيفي (سالم توفيق)، (2000): أساسيات علم الاقتصاد، الدار الدولية للاستثمارات الثقافية، مصر.
- 24- الهيتي (نوزاد)، (1998): مقدمة في الأسواق المالية، أكاديمية الدراسات العليا والبحوث الاقتصادية، طرابلس.
- 25- أندراوس (عاطف وليم)، (2005): السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر.
- 26- برايان (كويل)، (2006): نظرة عامة على الأسواق المالية، الدار الفاروق، مصر.
- 27- برغام (إجين) ترجمة محمد عبد الفتوح وعمر عبد الكريم، (2010): الإدارة المالية، الجزء الأول، الشعاع للنشر والعلوم، حلب.
- 28- برغام (إجين) ترجمة محمد عبد الفتوح وعمر عبد الكريم، (2010): الإدارة المالية، الجزء الثاني، الشعاع للنشر والعلوم، حلب.
- 29- برنييه (ب) وسيمون (إ) ترجمة عبد الأمير شمس الدين، (1989): أصول الاقتصاد الكلي، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت.
- 30- بلعروز (علي)، (2004): محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
- 31- بوخاري (لحلو موسى)، (2010): سياسة العرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، مكتبة حسين العصرية، بيروت.
- 32- بوراس (أحمد)، (2002): أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة.

- 33- بي (جيمس) آكراور، ترجمة: زيدان (ليلي)، (1999): الاكتتاب: دليل رجال الأعمال حول كيفية طرح شركاتهم الخاصة للاكتتاب العام، الدار الدولية للنشر والتوزيع، القاهرة.
- 34- تودارو(ميشيل) تعريب ومراجعة محمد حسن حسني ومحمود حامد محمود، (2006): التنمية الاقتصادية، دار المريح للنشر، الرياض.
- 35- جبار (محموظ)، (2002): أسواق الأوراق المالية، دار هومة، الجزائر.
- 36- جبار (محموظ)، (2002): تنظيم وإدارة البورصة، دار هومة، الجزائر.
- 37- جوارتيني(جيمس) واستروب (ريجارد) ترجمة وتعريب: عبد الفتاح عبد الرحمان وعبد العظيم محمد، (1999): الاقتصاد الكلي- الاختبار العام والخاص-، دار المريح للنشر، الرياض.
- 38- جوجارات (دامودار) ترجمة: هند عبد الغفار عودة، (2015): الاقتصاد القياسي، دار المريح، الرياض.
- 39- حاتم (سامي عفيفي)، (1994): التجارة الخارجية بين التنظير والتنظيم، ط2، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة.
- 40- حاج (طارق)، (2009): المالية العامة، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان.
- 41- حماد (طارق عبد العال)، (2000): بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر.
- 42- حميد (محمد عثمان إسماعيل)، (1993): أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، القاهرة.
- 43- حنفي (عبد الغفار)، (2000): الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر.
- 44- حيدر (فاخر عبد الستار)، (2004): التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم، دار المريح، الرياض.
- 45- دعيس (إسماعيل محمد)، (2012): السياسات الاقتصادية -بين النظرية والتطبيق-، ج1، دار اليازوري، الأردن.
- 46- شمعون (شمعون)، (دون سنة) البورصة وبورصة الجزائر، أطلس للنشر، الجزائر.
- 47- شيحة (مصطفى رشدي)، (1996): اقتصاديات النقود والمصارف والمال، ط 6، دار المعرفة الجامعية، السويس.
- 48- صبح (محمد)، (1996): التحليل المالي والاقتصادي للأوراق المالية، ط2، جامعة عين شمس، مصر.
- 49- صبري (هارون)، (1999): أحكام الأسواق المالية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن.
- 50- طاقة (محمد) والعزاوي (هدى)، (2007): اقتصاديات المالية العامة، دار المسيرة، عمان.

- 51- عايب (وليد عبد الحميد)، (2010): الأثار الاقتصادية الكلية لسياسة الإنفاق الحكومي، مكتبة حسين العصرية، بيروت.
- 52- عبد الباسط (حسن وفاء محمد)، (1996): بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، مصر.
- 53- عثمان (سعيد عبد العزيز)، (2011): المالية العامة - مدخل تحليلي معاصر، الدار الجامعية، مصر.
- 54- عزلان (محمد عزت)، (2002): اقتصاد النقود والمصارف، دار النهضة العربية، لبنان.
- 55- عصفور (محمد شاكر)، (2008): أصول الموازنة العامة، دار المسيرة، الأردن.
- 56- عطون (مروان)، (1989): النظريات النقدية، دار البعث، قسنطينة.
- 57- عطون (مروان)، (1993): الأسواق النقدية والمالية، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
- 58- عطية (عبد القادر محمد عبد القادر)، (2002): الحديث في الاقتصاد القياسي - بين النظرية والتطبيق -، دار الجامعية، مصر.
- 59- عوض الله (زينب حسين)، (1994): اقتصاديات النقود والمال، الدار الجامعية، مصر.
- 60- عوض الله (زينب حسين)، (1994): مبادئ المالية العامة، الدار الجامعية، مصر.
- 61- قدي (عبد المجيد)، (2003): المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
- 62- قرياقص (رسمية)، (1999): أسواق المال: أسواق - رأس المال - المؤسسات، الدر الجامعية، مصر.
- 63- كافي (مصطفى يوسف)، (2014): الاقتصاد الكلي، مكتبة المجتمع العربي، عمان.
- 64- كنعان (علي)، (2008-2009): الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، دمشق.
- 65- مبارك (عبد المنعم محمد) ويونس (محمود)، (1996): اقتصاديات النقود والصيرفة والتجارة الدولية، الدار الجامعية، الإسكندرية.
- 66- مصطفى (محمد عبده محمد)، (1998): تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، مصر.
- 67- مفتاح (صالح)، (2005): النقود والسياسة النقدية، دار الفجر للنشر والتوزيع.
- 68- ملاك (وسام)، (2003): البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الأول، دار المنهل اللبناني، بيروت.
- 69- ناشد (سوزي عدلي)، (2000): الوجيز في المالية العامة، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية.

70 - هندي (منير إبراهيم)، (1999): أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية.

71 - هندي (منير إبراهيم)، (1999): الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية.

1-2- الكتب باللغة الأجنبية

1- Augros (J-C), (1987): Finance : option et obligation convertibles, 2^{em} edition, Economica, paris.

2- Begg (D), Fisher (S), Dornbusch (R), (2002): Macro economie, 2^{eme} edition, Dunod, Paris.

3- Bourbonnais (R), (2015): Économétrie: cours et exercices corrigés, 9^e édition, Dunod, Paris.

4- Choinel (A) et Rouyer (G), (2002): Le marché financier: structures et acteurs, 8^{eme} édition, Revue banque édition, Paris.

5- Esch. (L) et Kieffer.(R) et Lopez. (T),(2003): Asset et Risk Management, de boeck, Bruxelles.

6- Farber (A) & Laurent (M-P) & Oosterlinck (K) & Pirotte (H), (2004): Finance, Pearson education, France.

7- Guerrien (B), (2002): Dictionnaire d'analyse économique, Editions la découverte, Paris.

8- Hairault (J.O) et Autre, (2000): Analyse macro économique,Tome2 , Edition la découverte, Paris.

9- Hull (J), Traduction: Roger (P) & Hénot (C) & Deville (L), (2007):Option, Futures et autres actifs dérivés, 6^{eme} édition, Pearson éducation, France.

10- Jaquilla (B)& Solnik (B), (2002): Marchés financiers: gestion de portefeuille et des risques, 4^{eme} édition, Dunod, Paris.

11- Lamy (P), (1995): Les bours des valeurs, Economica, Paris.

12- Mankiw (G), (2003): Macroéconomie, 3^{eme} édition, de boeck, Belgique.

13- Martina (D), (1997): Précis d'économie, Nathan, Paris.

14- Morissette (D), (2002): Gestion financière, 3^{eme} édition, Les éditions SMG, Québec.

15- Morissette (D), (2005): Valeurs mobilières et gestion de portefeuille, Les éditions SMG, Québec,.

16- Peyrard (J), (1992): Les bourses européennes, Vuibert, Paris.

17- Peyrard (J), (1992): Les bourses américaines, Vuibert, Paris.

18- Simon (Y), Encyclopédie des marchés financiers, Editions economica, Paris, 1997.

- 19- Vanhorne (J-C), **Principes de gestion financière**, 6^{ème} édition, Economica, paris .
- 20- Vitrac (D), (2006): **Tout savoir sur la bourse**, 7^{ème} édition, Gualino éditeur, Paris.
- 21- Viviani (J-L), (2001): **Gestion de portefeuille**, 2^{ème} édition, Dunod, Paris.
- 22- Vizzavona (P), (2002): **Marchés financiers**, 2^{ème} édition, Atol editions, Neuilly-sur-seine.

2- الدوريات

1-2- الدوريات باللغة العربية

- 1- الحناشي (صالح)، (يناير 1996): **مسببات سياسية التحويل وأهدافها التجربة البريطانية**، مجلة التخصصة ودور البورصات والمؤسسات المالية والتنمية الاقتصادية، الكويت.
- 2- الرخ (سعد)، (يونيو 1997): **دور الأسواق المالية العربية، في تنفيذ برامج التخصصة**، مجلة البورصات العربية (20).
- 3- السيد (مأمون إبراهيم)، (1988): **"أسواق الأوراق المالية العربية: واقعها وإمكانيات تطويرها والربط فيما بينها"**، سلسلة الدراسات الاستثمارية، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، الكويت.
- 4- الشراح (رمضان)، (2000): **"أسواق الأوراق المالية"**، المال والصناعة (الثامن عشر)، بنك الكويت الصناعي، الكويت.
- 5- العبدلي (عابد بن عابد)، (1428هـ - 2007م): **محددات الطلب علي ودرات المملكة العربية السعودية في إطار التكامل المشترك وتصحيح الخطأ**، مجلة مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي (32)، جامعة الأزهر، مصر.
- 6- المقابلة (علي حسين) وبرهومة (سمير فهمي)، (جانفي 2002): **كفاءة سوق عمان المالية قطاع البنوك عند المستوى الضعيف، الإدارة العامة (الرابع)**، الأردن.
- 7- بريس (خوري)، (أفريل 2000): **"تقلبات أسعار الأسهم: ما الدروس؟"**، مجلة الاقتصاد والأعمال (عدد 244)، بيروت.
- 8- خان (محسن) وميراخور (عباس)، (2003): **الإدارة النقدية في اقتصاد إسلامي**، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي (14)، المملكة العربية السعودية.
- 9- فوده (شوقي السيد)، (أكتوبر 1998): **نحو نموذج مقترح لتحليل العلاقة بين المعلومات المحاسبية المنشورة وسلوك أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية المصرية، أفق جديدة (الرابع)**، كلية التجارة جامعة المنوفية، مصر.

2-2- الدوريات باللغة الأجنبية

- 1- Abidin (S), Walters (C), Lim (K-L), (2013) Cointegration between stock prices and exchange rates in Asia-Pacific countries, Investment Management and Financial Innovations(2), Vol 10.
- 2- Aisyah (A) et autre, (MAR 2009): Macroeconomic determinants of Malaysian stock market, African Journal of Business Management (3), Vol3.
- 3- Alam (M), (March 2009): Relationship between Interest Rate and Stock Price: Empirical Evidence from Developed and Developing Countries, International journal of economics and finance(3), vol 4.
- 4- Bello (Z), (2013): The association between exchange rates and stock returns, Investment Management and Financial Innovations(3), Vol 10.
- 5- Blanchard (O), (March 1981): Out put the stock market and the interest rates, The American economic review (1), Vol 71.
- 6- Chen (N.F), Roll (R), Ross (S), (jul 1986) Economic forces and the stock market, The journal of business (3) , Vol 59.
- 7- Dilrukshan (R-N) and Simpson(J), (february 2009):The Interaction between Exchange Rates and Stock Prices: An Australian Context, International journal of economics and finance(1), vol 1.
- 8- Geetha (C), Mohidin (R), Vincent Chandran (V) and Chong (V), (2011):The Relationship between Inflation and Stock Market: Evidence From Malaysia, United States and China, International Journal of Economics and Management Sciences(2), Vol 1.
- 9- Khrawish (H-A), Zakaria (W) Siam and M. Jaradat.(M), (July 2010): The relationships between stock market capitalization rate and interest rate: Evidence from Jordan, BEH - Business and Economic Horizons(2), Vol 2.
- 10- Mohanamami (P) & Sivagnanasithi (T), (May-Jun 2014): Indian Stock market and Aggregate macroeconomic variables: Time Series Analysis, IOSR Journal of Economics and Financ(6), Vol 3.
- 11- Omotor (D), Relationship between Inflation and Stock Market Returns: Evidence from Nigeria, Journal of Applied Statistics, Vol 1, N 1.

- 12- Perales (N) & Robins (R), (2002): The Relationships between Mexican Stock Market Returns and Real, Monetary and Economic Variables, in www.ssrn.com date de consultation 02-04-2016.
- 13- Teker (D-L) and Aykac (E) Alp, (January 2014): Granger causality relation between interest rates and stock markets: evidence from emerging markets, European Journal of Business and Social Sciences(10), Vol.
- 14- Toraman (C) and Başarir (C), (2014):The long run relationship between stock market capitalization rate and interest rate: co-integration approach, Procedia - Social and Behavioral Sciences(143).
- 15- Zubair (A), (December 2013): Causal Relationship between Stock Market Index and Exchange Rate:Evidence from Nigeria, CBN Journal of Applied Statistics(2),Vol 4.

3- الرسائل

3-1- الرسائل باللغة العربية

- 1- آيت يحيى (سمير)، التحديات النقدية الدولية ونظام الصرف الملائم للجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية شعبة: اقتصاد التنمية، جامعة باتنة، 2014.
- 2- براق (محمد)، (1998): بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، الجزء الأول، رسالة درجة دكتوراة الدولة في العلوم الاقتصادية غير منشورة، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر.
- 3- شلاش المجالي (أياد خالد)، (2011-2012): محددات الطلب على الاستثمار في أسهم قطاع الصناعة الاردني، أطروحة دكتوراه علوم في الاقتصاد غير منشورة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، دمشق.

3-2- الرسائل باللغة الأجنبية

- 1- Ozbay (E), (2009): The relationship between stock returns and macro economic factors: evidence from turkey, Master of science in financial analysis and fund management, Universtiy of Exeter, Exeter.
- 2- Limpanithiwat (K) and Rungsombudpornkul (L), (2010): Relationship between Inflation and Stock Prices in Thailand , Master Thesis in Finance, Umeå School of Business, Sweden.

4- مواقع الانترنت

4-1- مواقع الانترنت باللغة العربية

- 1- الموقع الرسمي لبورصة عمان www.ase.com.jo.

2- الموقع الرسمي للبنك المركزي الأردني www.cbj.gov.jo.

2-4- مواقع الانترنت باللغة الأجنبية

1- [www. Investopédia . com](http://www.Investopedia.com).

5- التقارير

1- (2006): التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني، مطبعة البنك المركزي الأردني، الأردن.

2- (2008): التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني، مطبعة البنك المركزي الأردني، الأردن.

3- (2010): التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني، مطبعة البنك المركزي الأردني، الأردن.

4- (2011): التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني، مطبعة البنك المركزي الأردني، الأردن.

5- (2013): التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني، مطبعة البنك المركزي الأردني، الأردن.

6- (2014): التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني، مطبعة البنك المركزي الأردني، الأردن.

7- (نوفمبر 2007): أحدث التطورات النقدية والاقتصادية في الأردن، التقرير السنوي لدائرة الأبحاث(12)،

المجلد 2، الأردن.

8- (نوفمبر 2009): أحدث التطورات النقدية والاقتصادية في الأردن، التقرير السنوي لدائرة الأبحاث(11)،

المجلد 4، الأردن.

الملاحق

ملحق 01

	VT	AT	VC	IDX
2006	1085987671	163927590	27960506917	4419,71
2006	1181867880	226530350	26285146036	3844
2006	1147616098	292691136	24773275952	3637,68
2006	1325384137	380205990	24704934397	3783,13
2006	2041929798	491983085	24511910416	3716,6
2006	1006682291	331206736	22556658119	3302,28
2006	901483868	309757992	22230802053	3218,5
2006	1770613487	604053817	23582835925	3369,44
2006	1166684533	422186643	23148494678	3279,42
2006	809012761	298652362	23218032393	3305,64
2006	844245253	297748069	21479202867	3044,38
2006	571702858	205403551	21078237222	3013,66
2007	780002464	254337673	23396380273	3256,17
2007	1301657346	377868142	24865837621	3408,53
2007	915258866	315803479	23498055365	3274,01
2007	681137230	259231161	22944638710	3155,84
2007	747473809	311272293	22567195377	3132,96
2007	950361319	406648219	22389876496	3172,81
2007	834855819	358225751	22109829246	3100,22
2007	659126868	311441746	21848847163	3022,1
2007	675076633	300455338	22318444683	3108,16
2007	1237076682	458232195	25818336100	3447,93
2007	1122528990	465319031	27086854435	3443,77
2007	831470027	280806361	29214202327	3674,96
2008	1356638707	396010851	30355033240	3834,96
2008	1143895343	395375187	32744862154	3987,91
2008	1952778524	476260103	31396979323	3925,58
2008	1934659315	482969166	33830480115	4145,66
2008	1971432835	514112143	36021795747	4363,79
2008	3370508614	809694031	40406250060	4772,25
2008	2704729772	591103781	40142119842	4629,46
2008	1513452140	399349250	37538556002	4370,72
2008	1242346519	308299363	35037905116	4073,81
2008	778394417	263264346	28017345775	3172,14
2008	772768377	294835619	24698678012	2767,19
2008	483982554	210978803	25406265528	2758,44
2009	586977441	303478301	24352780024	2703,96
2009	908941488	513824135	23074143581	2616,42
2009	1160699370	681344821	23187510436	2708,15
2009	1148425613	721410314	23338064400	2736,5
2009	1084901071	541853336	26016371927	2864,64

2009	952318732	486141339	24334387735	2735,23
2009	526970813	354446028	23530665051	2618,79
2009	417735401	335533392	23741453832	2564,49
2009	707899162	561754175	24152412377	2688,19
2009	667837343	460324629	23273231703	2615,89
2009	401279880	326204522	23026692580	2583,49
2009	570191941	441972654	22526919428	2533,54
2010	480954786	395098880	22191744125	2525,1
2010	420216688	369410352	21672620392	2470,88
2010	807931415	917061090	21715691313	2517,72
2010	1082962807	1235918241	22173299604	2575,47
2010	545695305	589241989	20921716815	2401,57
2010	452687924	460151463	20787433135	2348,56
2010	411925858	498784081	20565927880	2334,77
2010	431433256	443118294	20114284998	2249
2010	489716220	545149327	20798280671	2306,46
2010	361307078	382776563	21159226195	2335,61
2010	267164543	309413414	21207084858	2354,6
2010	336625835	466613381	21858181602	2373,58
2011	396835136	506445225	21775357340	2373,78
2011	206345414	297032523	20829161915	2251,73
2011	278875687	397079167	20271917812	2175,59
2011	225842976	375139979	20570777299	2198,01
2011	309664740	485140439	20384712889	2159,83
2011	248504329	368870822	19722934185	2093,52
2011	229762459	320373700	20102005645	2082,8
2011	176135269	282713078	19682683778	2036,43
2011	198253469	353340726	18944307868	1991,6
2011	175926256	258925973	19320358149	2018,15
2011	138321175	160125362	18691934459	1964,22
2011	178243025	193428707	19272757328	1995,13
2012	144173621	197584744	18426235395	1946,91
2012	197787510	231225198	18822490458	1959,75
2012	226192444	287611244	19442831780	1990,4
2012	229556062	237156809	19325927488	1981,2
2012	143818607	190340028	18399844910	1874,5
2012	131673350	155117315	18353785210	1882,07
2012	135287082	193613838	18208949625	1852,48
2012	101800528	108576134	19182517974	1923,95
2012	139542028	219765818	18977535688	1902,68
2012	146797684	151734201	18972862301	1917,87
2012	149229396	184772865	19059077395	1929,28
2012	186050409	201118619	19141521210	1957,6
2013	200675549	212053139	19787046870	2045,73
2013	204159760	276294986	19622479843	2042,42
2013	362399065	404022092	19732576130	2101,36

2013	351376636	345581021	19010865457	1998,13
2013	181426186	201635164	19096176007	2017,47
2013	233231082	217822824	18461824503	1980,53
2013	148933844	144242047	18219380911	1956,52
2013	110756728	111655063	17243225961	1874,96
2013	144408415	148948840	16489889402	1850,59
2013	144639584	152243672	17588987628	1969,34
2013	169127935	191521359	17960440857	2022,63
2013	174403235	166327627	18233491417	2065,83
2014	309398207	329949680	19470497388	2206,96
2014	224402855	218710564	18994921275	2178,17
2014	203568713	224477319	18937935759	2148,93
2014	200277732	188719505	18983455580	2124,15
2014	139317596	130443418	19153974327	2130,92
2014	183408878	162893492	18749216552	2113,03
2014	102489343	93353616	18815312942	2136,57
2014	122230534	115440381	18306099227	2131,91
2014	157639360	152496975	18156324855	2114,98
2014	131173674	154022359	18084947921	2106,13
2014	147315213	155388773	17793787353	2132,49
2014	264278140	303671601	18082617433	2165,46
2015	174984253	199360882	17827710621	2169,61
2015	233402451	245322802	17876180100	2195,46
2015	215319977	205720681	17226823472	2135,43
2015	197392447	190576485	16985126723	2115,53
2015	181840867	200610654	18096009247	2183,57
2015	245669178	209143885	17695558448	2115,64
2015	243890004	215985159	17816113335	2125,72
2015	287253105	195241017	17976605652	2097,59
2015	195357972	158784618	17252512867	2045,23
2015	214868703	172903759	17136595227	2034,42
2015	140495244	127825610	16879861290	1993,72
2015	181374564	169784535	17984673970	2136,32

	Cé	INF	TI	M1	TC	DP	RP
2006	0,027124	78,6	3,76	4074200000,	1,788737	207500000	380600000
2006	0,027124	78,1	3,86	4033300000,	1,803819	277700000	259100000
2006	0,027124	78,1	4,26	4001600000,	1,813805	280600000	322600000
2006	0,023287	79,8	4,26	4187300000,	1,790269	327200000	262900000
2006	0,023287	80,8	4,39	4195400000,	1,776887	280300000	304700000
2006	0,023287	80,6	4,5	4423200000,	1,784815	340600000	256400000
2006	0,022937	80,6	4,71	4421900000,	1,790093	282900000	288900000
2006	0,022937	80,8	4,86	4498400000,	1,789172	280100000	282300000
2006	0,022937	81,5	5,1	4465600000,	1,765106	280300000	269400000
2006	0,031717	82	5,21	4478000000,	1,744832	437100000	235100000
2006	0,031717	82,2	5,41	4451600000,	1,737999	375900000	268500000
2006	0,031717	83	5,13	4566500000,	1,72381	542100000	338300000
2007	0,034091	83,5	5,21	4424800000,	1,718582	180000000	511700000
2007	0,034091	83,6	5,2	4501700000,	1,725855	244200000	255300000
2007	0,034091	83,9	5,36	4551500000,	1,73574	376500000	230400000
2007	0,032405	83,8	5,36	4584400000,	1,74881	345600000	372900000
2007	0,032405	83,4	5,4	4603900000,	1,767399	325500000	320300000
2007	0,032405	83,3	5,49	4794100000,	1,773777	356600000	244300000
2007	0,023764	83,1	5,54	4810900000,	1,777193	327500000	298700000
2007	0,023764	83,7	5,54	4791800000,	1,761065	312600000	303200000
2007	0,023764	84,7	5,58	4921200000,	1,745295	319700000	336200000
2007	0,01717	85,4	5,53	4825900000,	1,73431	572300000	366700000
2007	0,01717	86,1	5,53	4785300000,	1,730915	465800000	243900000
2007	0,01717	87,2	5,56	4833100000,	1,707454	759700000	487900000
2008	0,021245	87,8	5,49	4903000000,	1,704669	181700000	428800000
2008	0,021245	93,1	5,44	4936400000,	1,612194	442000000	364000000
2008	0,021245	94,7	5,38	5014200000,	1,598432	438000000	398200000
2008	0,024241	95,6	5,39	5203300000,	1,593025	478600000	359700000
2008	0,024241	95,5	5,36	5305700000,	1,608057	460900000	353200000
2008	0,024241	96,2	5,36	5461800000,	1,61257	430900000	489800000
2008	0,027819	98,1	5,44	5578200000,	1,58975	425000000	372900000
2008	0,027819	98,7	5,42	5757900000,	1,573779	615700000	499000000
2008	0,027819	100,6	5,47	5897500000,	1,54192	454000000	312000000
2008	0,020638	99,5	5,5	5720400000,	1,543219	456600000	305900000
2008	0,020638	98,4	5,62	5647500000,	1,530583	449800000	365200000
2008	0,020638	95	5,66	5573000000,	1,568965	597800000	489600000
2009	0,016719	94,6	5,71	5592200000,	1,582457	418200000	592600000
2009	0,016719	94,4	5,67	5516700000,	1,593695	494300000	286800000
2009	0,016719	94,2	5,74	5480100000,	1,600963	482400000	364900000
2009	0,016912	94	5,46	5607200000,	1,608374	487400000	312200000
2009	0,016912	94,1	5,2	5688600000,	1,611306	456500000	434000000
2009	0,016912	94,2	5,02	5769500000,	1,623422	484100000	302300000
2009	0,024971	94,5	4,76	5857400000,	1,615702	446500000	336000000
2009	0,024971	96,6	4,54	5968100000,	1,584123	429800000	312700000
2009	0,024971	97,1	4,41	5923500000,	1,576952	417700000	310200000
2009	0,01277	96,3	4,33	5981500000,	1,591584	439200000	414200000
2009	0,01277	96,9	4,26	6111400000,	1,582848	462600000	379900000
2009	0,01277	97,6	4,23	6039500000,	1,568728	957200000	480400000
2010	0,008002	98,4	4,07	5991600000,	1,561291	354200000	593800000
2010	0,008002	99	3,87	6015800000,	1,552216	417900000	316500000
2010	0,008002	99	3,68	6097700000,	1,55859	481800000	355500000
2010	0,004612	99	3,56	6200000000,	0,150458	438100000	397600000
2010	0,004612	98,7	3,33	6195000000,	1,567256	443800000	343600000

2010	0,004612	99,3	3,41	6279000000,	1,556266	450000000	411600000
2010	0,007412	99,2	3,4	6407200000,	1,558163	477000000	363700000
2010	0,007412	99,8	3,4	6486300000,	1,550934	515800000	357000000
2010	0,007412	101	3,42	6532000000,	1,533399	462100000	308200000
2010	0,010555	101,7	3,39	6627800000,	1,52474	439000000	330300000
2010	0,010555	101,8	3,4	6476900000,	1,523883	473900000	374000000
2010	0,010555	103,1	3,4	6550000000,	1,507254	754400000	511000000
2011	0,007477	103	3,39	6564800000,	1,515904	346100000	355100000
2011	0,007477	102,5	3,31	6580300000,	1,530811	445800000	250600000
2011	0,007477	102,8	3,35	6706500000,	1,541227	454500000	400900000
2011	0,007937	103,6	3,36	6800700000,	1,539173	436100000	527300000
2011	0,007937	103,6	3,37	6776100000,	1,546414	594300000	701100000
2011	0,007937	103,9	3,35	6962900000,	1,540297	535200000	315900000
2011	0,008494	104,1	3,42	7055900000,	1,5387	492800000	1081400000
2011	0,008494	104,8	3,42	7355600000,	1,532637	586400000	331000000
2011	0,008494	105	3,41	7264100000,	1,532041	518200000	302500000
2011	0,010163	105,1	3,44	7249800000,	1,527426	736900000	425000000
2011	0,010163	105,4	3,46	7197300000,	1,521794	589000000	300600000
2011	0,010163	106,1	3,46	7271500000,	1,508025	1061300000	424400000
2012	0,009836	106,2	3,48	7079500000,	1,513168	349900000	415400000
2012	0,009836	105,8	3,49	7101200000,	1,525643	410000000	304700000
2012	0,009836	106,6	3,6	7268300000,	1,525694	491000000	362800000
2012	0,009575	107,9	3,65	7360500000,	1,511865	603700000	732700000
2012	0,009575	107,7	3,62	7278300000,	1,512895	561400000	349200000
2012	0,009575	108,2	3,69	7397200000,	1,503696	504700000	339300000
2012	0,008593	109,2	3,77	7433200000,	1,487498	605100000	388600000
2012	0,008593	109,9	3,78	7610700000,	1,486249	513900000	275800000
2012	0,008593	110,1	3,92	7512100000,	1,490169	498600000	314600000
2012	0,00728	110,4	4,03	7596400000,	1,485541	487500000	381700000
2012	0,00728	111,9	4,02	7218200000,	1,458684	917000000	650900000
2012	0,00728	112,5	4,19	7211100000,	1,446997	935300000	538800000
2013	0,00728	112,5	4,63	7203100000,	1,451276	374000000	399100000
2013	0,00728	113,2	4,67	7232000000,	1,454114	509000000	464800000
2013	0,00728	113,5	4,75	7388200000,	1,454062	548700000	391400000
2013	0,008593	113,5	4,84	7885900000,	1,45255	700800000	599800000
2013	0,008593	112,5	4,91	7717500000,	1,468071	600400000	417900000
2013	0,008593	113,4	4,8	7957700000,	1,459915	554200000	705000000
2013	0,010228	114,1	4,82	8080700000,	1,45153	556500000	495200000
2013	0,010228	114,6	4,91	8410700000,	1,446935	537000000	415000000
2013	0,010228	115,2	4,93	8364300000,	1,441073	659700000	410400000
2013	0,009248	115,7	4,96	8319100000,	1,431151	541900000	386100000
2013	0,009248	115,3	4,98	8498800000,	1,433182	630200000	426900000
2013	0,009248	116	4,97	8408400000,	1,424412	853000000	646600000
2014	0,009575	116,3	5,	8452700000,	1,426023	440800000	596900000
2014	0,009575	116,8	4,87	8679900000,	1,425169	549800000	364500000
2014	0,009575	117,3	4,84	8720500000,	1,428233	754100000	491400000
2014	0,010555	117,4	4,73	8886000000,	1,431721	707100000	691000000
2014	0,010555	116,7	4,71	9088700000,	1,445339	621200000	723500000
2014	0,010555	117	4,6	9213100000,	1,444318	574900000	426500000
2014	0,009248	117,6	4,44	9550100000,	1,436388	626700000	519300000
2014	0,009248	118	4,33	9319000000,	1,429128	694700000	565200000
2014	0,009248	118,2	4,28	9617800000,	1,427783	708200000	738100000
2014	0,010228	118,2	4,18	9265700000,	1,424196	618100000	483200000
2014	0,010228	117,7	4,14	9165400000,	1,422524	659300000	455400000

2014	0,010228	117,9	4,11	9231700000,	1,412059	896200000	1212600000
2015	0,010881	116,5	4,02	9438000000,	1,422303	482600000	490600000
2015	0,010881	114,8	4,	9431700000,	1,449633	578800000	493600000
2015	0,010881	115,8	3,76	9384100000,	1,445668	528600000	684600000
2015	0,006623	116,1	3,73	9562300000,	1,444864	665300000	751300000
2015	0,006623	116,5	3,62	9628500000,	1,447242	701800000	442200000
2015	0,006623	117,4	3,54	9773000000,	1,441178	616300000	487700000
2015	0,007937	116,9	3,4	10036200000,	1,44744	642100000	491600000
2015	0,007937	117,1	3,33	10123200000,	1,442921	654400000	473000000
2015	0,007937	116,8	3,24	10037900000,	1,444375	613400000	513100000
2015	0,008593	116,8	3,16	10071300000,	1,443726	645000000	465100000
2015	0,008593	116	3,13	9921100000,	1,450614	632500000	441600000
2015	0,008593	116,1	3,06	9880200000,	1,444412	632500000	441600000

TEST DE STATIONNARITE DES SERIES

Augmented Dickey-Fuller test

Null Hypothesis: LNVT has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.095924	0.2468
Test critical values:		
1% level	-3.486064	
5% level	-2.885863	
10% level	-2.579818	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(LNVT) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-13.21008	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.486551	
5% level	-2.886074	
10% level	-2.579931	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

La série VT est stationnaire d'ordre 1

Null Hypothesis: LNAT has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.658440	0.0060
Test critical values:		
1% level	-3.486064	
5% level	-2.885863	
10% level	-2.579818	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(LNAT) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-12.94206	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.486551	
5% level	-2.886074	
10% level	-2.579931	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

La série AT est stationnaire d'ordre 0 et 1

Null Hypothesis: LNVC has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.806409	0.3759
Test critical values: 1% level	-3.486551	
5% level	-2.886074	
10% level	-2.579931	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(LNVC) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-8.278395	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.486551	
5% level	-2.886074	
10% level	-2.579931	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

La série VC est stationnaire d'ordre 1

Null Hypothesis: LNIDX has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.701062	0.4281
Test critical values: 1% level	-3.486551	
5% level	-2.886074	
10% level	-2.579931	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(LNIDX) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-8.063206	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.486551	
5% level	-2.886074	
10% level	-2.579931	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

La série IDX est stationnaire d'ordre 1

Null Hypothesis: CE has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.812762	0.3728
Test critical values: 1% level	-3.486064	
5% level	-2.885863	
10% level	-2.579818	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(CE) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 8 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.020795	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.490772	
5% level	-2.887909	
10% level	-2.580908	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

La série CE est stationnaire d'ordre 1

Null Hypothesis: LNINF has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.127951	0.2342
Test critical values: 1% level	-3.486551	
5% level	-2.886074	
10% level	-2.579931	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(LNINF) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-8.013300	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.486551	
5% level	-2.886074	
10% level	-2.579931	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

La série INF est stationnaire d'ordre 1

Null Hypothesis: LNTI has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.524644	0.5177
Test critical values: 1% level	-3.487550	
5% level	-2.886509	
10% level	-2.580163	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(LNTI) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.406541	0.0005
Test critical values: 1% level	-3.487046	
5% level	-2.886290	
10% level	-2.580046	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

La série TI est stationnaire d'ordre 1

Null Hypothesis: LNM1 has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.924825	0.7773
Test critical values: 1% level	-3.486064	
5% level	-2.885863	
10% level	-2.579818	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(LNM1) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-11.94027	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.486551	
5% level	-2.886074	
10% level	-2.579931	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

La série M1 est stationnaire d'ordre 1

Null Hypothesis: LNTC has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-9.889148	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.486064	
5% level	-2.885863	
10% level	-2.579818	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(LNTC) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-10.55320	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.487550	
5% level	-2.886509	
10% level	-2.580163	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

La série TC est stationnaire d'ordre 0 et 1

Null Hypothesis: LNDR has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 11 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.045687	0.2672
Test critical values: 1% level	-3.491928	
5% level	-2.888411	
10% level	-2.581176	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(LNDR) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 10 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-8.188480	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.491928	
5% level	-2.888411	
10% level	-2.581176	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

La série DP est stationnaire d'ordre 1

Null Hypothesis: LNRP has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.467163	0.0106
Test critical values: 1% level	-3.487046	
5% level	-2.886290	
10% level	-2.580046	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(LNRP) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-11.28824	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.487550	
5% level	-2.886509	
10% level	-2.580163	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

La série DP est stationnaire d'ordre 1

Phillips-Perron test statistic

Null Hypothesis: LNVТ has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.776122	0.3907
Test critical values:		
1% level	-3.486064	
5% level	-2.885863	
10% level	-2.579818	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.099466
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.067803

Null Hypothesis: D(LNVТ) has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 9 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-16.14428	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.486551	
5% level	-2.886074	
10% level	-2.579931	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.099685
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.037274

La série VT est stationnaire d'ordre 1

Null Hypothesis: LNAT has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-3.494852	0.0097
Test critical values:		
1% level	-3.486064	
5% level	-2.885863	
10% level	-2.579818	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.086895
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.077430

Null Hypothesis: D(LNAT) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 15 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-17.15790	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.486551	
5% level	-2.886074	
10% level	-2.579931	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.093601
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.026388

La série AT est stationnaire d'ordre 0 et 1

Null Hypothesis: LNVC has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.850344	0.3547
Test critical values: 1% level	-3.486064	
5% level	-2.885863	
10% level	-2.579818	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.002160
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.003418

Null Hypothesis: D(LNVC) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-8.278395	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.486551	
5% level	-2.886074	
10% level	-2.579931	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.002052
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.002052

La série VC est stationnaire d'ordre 1

Null Hypothesis: LNIDX has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.195738	0.2090
Test critical values: 1% level	-3.486064	
5% level	-2.885863	
10% level	-2.579818	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.001963
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.003184

Null Hypothesis: D(LNIDX) has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-8.063206	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.486551	
5% level	-2.886074	
10% level	-2.579931	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.001718
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.001718

La série IDX est stationnaire d'ordre 1

Null Hypothesis: LNCE has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.823437	0.3676
Test critical values: 1% level	-3.486064	
5% level	-2.885863	
10% level	-2.579818	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.021368
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.022729

Null Hypothesis: D(LNCE) has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-10.81660	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.486551	
5% level	-2.886074	
10% level	-2.579931	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.022135
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.022134

La série CE est stationnaire d'ordre 1

Null Hypothesis: LNINF has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.928684	0.3182
Test critical values: 1% level	-3.486064	
5% level	-2.885863	
10% level	-2.579818	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	7.65E-05
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.000119

Null Hypothesis: D(LNINF) has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-8.044450	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.486551	
5% level	-2.886074	
10% level	-2.579931	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	7.27E-05
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	7.46E-05

La série INF est stationnaire d'ordre 1

Null Hypothesis: LNTI has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 8 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.127154	0.7034
Test critical values: 1% level	-3.486064	
5% level	-2.885863	
10% level	-2.579818	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.000705
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.002938

Null Hypothesis: D(LNTI) has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 8 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-7.379385	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.486551	
5% level	-2.886074	
10% level	-2.579931	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.000552
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.000862

La série TI est stationnaire d'ordre 1

Null Hypothesis: LNM1 has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-0.926625	0.7767
Test critical values: 1% level	-3.486064	
5% level	-2.885863	
10% level	-2.579818	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.000341
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.000333

Null Hypothesis: D(LNM1) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-11.88640	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.486551	
5% level	-2.886074	
10% level	-2.579931	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.000340
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.000398

La série M1 est stationnaire d'ordre 1

Null Hypothesis: LNTC has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-10.02384	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.486064	
5% level	-2.885863	
10% level	-2.579818	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.050196
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.060655

Null Hypothesis: D(LNTC) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 117 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-110.3074	0.0001
Test critical values: 1% level	-3.486551	
5% level	-2.886074	
10% level	-2.579931	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.069533
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.001133

La série TC est stationnaire d'ordre 0 et 1

Null Hypothesis: LNDR has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 7 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-7.737396	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.486064	
5% level	-2.885863	
10% level	-2.579818	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.079811
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.123836

Null Hypothesis: D(LNDR) has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 30 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-55.17691	0.0001
Test critical values: 1% level	-3.486551	
5% level	-2.886074	
10% level	-2.579931	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.084882
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.005798

La série DP est stationnaire d'ordre 0 et 1

Null Hypothesis: LNDR has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 7 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-8.429941	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.486064	
5% level	-2.885863	
10% level	-2.579818	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.085522
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.143314

Null Hypothesis: D(LNRP) has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 28 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-51.21629	0.0001
Test critical values:		
1% level	-3.486551	
5% level	-2.886074	
10% level	-2.579931	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.099755
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.006637

La série RP est stationnaire d'ordre 0 et 1

TEST DE STATIONNARITE Cointegration

Cointegration VT

Date: 03/05/16 Time: 08:52

Sample (adjusted): 6 120

Included observations: 115 after adjustments

Trend assumption: Linear deterministic trend

Series: LNV T LNCE LN DP LNINF LNM1 LNRP LN TC LNTI

Lags interval (in first differences): 1 to 4

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.445733	218.9110	159.5297	0.0000
At most 1 *	0.398611	151.0485	125.6154	0.0006
At most 2	0.225891	92.56941	95.75366	0.0812
At most 3	0.173209	63.12450	69.81889	0.1522
At most 4	0.146626	41.25106	47.85613	0.1808
At most 5	0.101915	23.01692	29.79707	0.2452
At most 6	0.052815	10.65552	15.49471	0.2336
At most 7 *	0.037668	4.415562	3.841466	0.0356

Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.445733	67.86250	52.36261	0.0007
At most 1 *	0.398611	58.47909	46.23142	0.0016
At most 2	0.225891	29.44491	40.07757	0.4609
At most 3	0.173209	21.87345	33.87687	0.6174
At most 4	0.146626	18.23413	27.58434	0.4757
At most 5	0.101915	12.36140	21.13162	0.5124
At most 6	0.052815	6.239961	14.26460	0.5826
At most 7 *	0.037668	4.415562	3.841466	0.0356

Max-eigenvalue test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(LNVT)	0.001636 (0.00169)
D(LNCE)	-0.001143 (0.00087)
D(LNDP)	0.004779 (0.00133)
D(LNINF)	-0.000118 (4.7E-05)
D(LNM1)	0.000316 (0.00010)
D(LNRP)	-0.002665 (0.00155)
D(LN TC)	-0.001325 (0.00133)
D(LNTI)	-8.15E-06

(0.00011)

2 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 1240.498

Cointegration AT

Date: 03/05/16 Time: 08:30

Sample (adjusted): 6 120

Included observations: 115 after adjustments

Trend assumption: Linear deterministic trend

Series: LNAT LNCE LNNDP LNINF LNM1 LNRP LNTC LNTI

Lags interval (in first differences): 1 to 4

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.448943	227.4303	159.5297	0.0000
At most 1 *	0.390777	158.8997	125.6154	0.0001
At most 2 *	0.261159	101.9091	95.75366	0.0176
At most 3	0.227625	67.10178	69.81889	0.0808
At most 4	0.147077	37.39907	47.85613	0.3289
At most 5	0.089940	19.10421	29.79707	0.4854
At most 6	0.044580	8.266054	15.49471	0.4374
At most 7	0.025933	3.021605	3.841466	0.0822

Trace test indicates 3 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.448943	68.53053	52.36261	0.0006
At most 1 *	0.390777	56.99065	46.23142	0.0025
At most 2	0.261159	34.80730	40.07757	0.1742
At most 3	0.227625	29.70271	33.87687	0.1454
At most 4	0.147077	18.29486	27.58434	0.4707
At most 5	0.089940	10.83816	21.13162	0.6634
At most 6	0.044580	5.244448	14.26460	0.7107
At most 7	0.025933	3.021605	3.841466	0.0822

Max-eigenvalue test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(LNAT)	0.017875 (0.00897)
D(LNCE)	-0.004852 (0.00478)
D(LNDP)	0.026544 (0.00716)
D(LNINF)	-0.000425 (0.00026)
D(LNM1)	0.001584 (0.00055)

D(LNRP)	-0.013234 (0.00841)
D(LNTC)	-0.012715 (0.00699)
D(LNTI)	-0.000569 (0.00060)

2 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 1252.450

Cointegration VC

Date: 03/05/16 Time: 08:36

Sample (adjusted): 6 120

Included observations: 115 after adjustments

Trend assumption: Linear deterministic trend

Series: LNVC LNCE LNNDP LNINF LNM1 LNRP LNTC LNTI

Lags interval (in first differences): 1 to 4

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.424348	221.1429	159.5297	0.0000
At most 1 *	0.398639	157.6339	125.6154	0.0001
At most 2 *	0.256579	99.14952	95.75366	0.0286
At most 3	0.192568	65.05284	69.81889	0.1132
At most 4	0.151257	40.45476	47.85613	0.2066
At most 5	0.087809	21.59488	29.79707	0.3216
At most 6	0.053683	11.02574	15.49471	0.2099
At most 7 *	0.039881	4.680325	3.841466	0.0305

Trace test indicates 3 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.424348	63.50898	52.36261	0.0025
At most 1 *	0.398639	58.48440	46.23142	0.0016
At most 2	0.256579	34.09668	40.07757	0.2021
At most 3	0.192568	24.59808	33.87687	0.4127
At most 4	0.151257	18.85988	27.58434	0.4254
At most 5	0.087809	10.56915	21.13162	0.6900
At most 6	0.053683	6.345411	14.26460	0.5693
At most 7 *	0.039881	4.680325	3.841466	0.0305

Max-eigenvalue test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(LNVC)	-0.000828 (0.00311)
D(LNCE)	0.006081 (0.01008)
D(LNDP)	-0.052262 (0.01426)

D(LNINF)	0.000774 (0.00048)
D(LNM1)	-0.004291 (0.00111)
D(LNRP)	0.027676 (0.01778)
D(LNTC)	0.024921 (0.01484)
D(LNTI)	0.000625 (0.00122)

2 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 1455.777

Cointegration IDX

Date: 03/05/16 Time: 08:39
 Sample (adjusted): 6 120
 Included observations: 115 after adjustments
 Trend assumption: Linear deterministic trend
 Series: LNIDX LNCE LNDP LNINF LNM1 LNRP LNTC LNTI
 Lags interval (in first differences): 1 to 4

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.436240	228.8346	159.5297	0.0000
At most 1 *	0.414187	162.9251	125.6154	0.0000
At most 2 *	0.235894	101.4284	95.75366	0.0192
At most 3 *	0.223663	70.48773	69.81889	0.0442
At most 4	0.152085	41.37336	47.85613	0.1771
At most 5	0.108112	22.40131	29.79707	0.2767
At most 6	0.054352	9.243569	15.49471	0.3433
At most 7	0.024196	2.816758	3.841466	0.0933

Trace test indicates 4 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.436240	65.90952	52.36261	0.0012
At most 1 *	0.414187	61.49671	46.23142	0.0006
At most 2	0.235894	30.94064	40.07757	0.3643
At most 3	0.223663	29.11437	33.87687	0.1667
At most 4	0.152085	18.97206	27.58434	0.4167
At most 5	0.108112	13.15774	21.13162	0.4378
At most 6	0.054352	6.426811	14.26460	0.5591
At most 7	0.024196	2.816758	3.841466	0.0933

Max-eigenvalue test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(LNIDX)	-0.008739 (0.00845)
----------	------------------------

D(LNCE)	0.023221 (0.02994)
D(LNDP)	-0.158055 (0.04223)
D(LNINF)	0.002829 (0.00150)
D(LNM1)	-0.011853 (0.00336)
D(LNRP)	0.085573 (0.05285)
D(LNTC)	0.066784 (0.04409)
D(LNTI)	0.001784 (0.00360)

2 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 1465.381

Estimation VEC

Estimation VEC pour VT

Vector Error Correction Estimates

Date: 03/05/16 Time: 10:24

Sample (adjusted): 4 120

Included observations: 117 after adjustments

Standard errors in () & t-statistics in []

Cointegrating Eq: CointEq1

LNVT(-1)	1.000000
LNCE(-1)	-2.777470 (1.34540) [-2.06442]
LNDP(-1)	-25.39901 (2.49549) [-10.1779]
LNINF(-1)	69.88825 (12.3014) [5.68133]
LNMI(-1)	-8.378867 (5.49132) [-1.52584]
LNRP(-1)	-3.220466 (1.96445) [-1.63937]
LNTC(-1)	12.49523 (2.70480) [4.61966]
LNTI(-1)	2.928971 (2.49387) [1.17447]
C	397.4066

Error Correction:	D(LNVT)	D(LNCE)	D(LNDP)	D(LNINF)	D(LNMI)	D(LNRP)	D(LNTC)	D(LNTI)
CointEq1	0.003743 (0.01045) [0.35805]	-0.005483 (0.00501) [-1.09427]	0.062167 (0.00740) [8.39909]	2.04E-05 (0.00029) [0.06943]	0.001310 (0.00061) [2.14296]	0.022976 (0.00945) [2.43018]	-0.022538 (0.00808) [-2.78973]	0.000489 (0.00064) [0.75941]
D(LNVT(-1))	-0.257445 (0.10236) [-2.51501]	-0.065559 (0.04907) [-1.33608]	-0.114116 (0.07248) [-1.57449]	-3.27E-06 (0.00288) [-0.00114]	0.007444 (0.00599) [1.24308]	-0.138717 (0.09258) [-1.49836]	-0.138813 (0.07911) [-1.75470]	-0.004269 (0.00630) [-0.67746]
D(LNVT(-2))	-0.234833 (0.10346) [-2.26977]	0.054926 (0.04959) [1.10751]	0.033520 (0.07326) [0.45758]	-0.001537 (0.00291) [-0.52827]	0.002671 (0.00605) [0.44131]	0.013316 (0.09357) [0.14231]	0.009657 (0.07996) [0.12078]	-0.006110 (0.00637) [-0.95928]
D(LNCE(-1))	0.038051 (0.21086) [0.18046]	-0.049596 (0.10108) [-0.49067]	0.070508 (0.14930) [0.47226]	0.003285 (0.00593) [0.55378]	0.012336 (0.01234) [1.00004]	0.228195 (0.19071) [1.19656]	-0.225762 (0.16296) [-1.38537]	0.009133 (0.01298) [0.70358]
D(LNCE(-2))	0.079826 (0.21085)	-0.051322 (0.10107)	-0.118349 (0.14929)	0.005878 (0.00593)	-0.002310 (0.01233)	-0.030270 (0.19070)	-0.219991 (0.16295)	-0.020678 (0.01298)

	[0.37859]	[-0.50778]	[-0.79273]	[0.99112]	[-0.18727]	[-0.15873]	[-1.35003]	[-1.59304]
D(LNDP(-1))	0.019654 (0.20500) [0.09587]	-0.153284 (0.09827) [-1.55986]	0.421150 (0.14515) [2.90146]	-0.006388 (0.00577) [-1.10773]	0.018473 (0.01199) [1.54033]	0.631788 (0.18541) [3.40754]	-0.419940 (0.15843) [-2.65061]	0.018636 (0.01262) [1.47668]
D(LNDP(-2))	-0.109067 (0.13809) [-0.78984]	-0.083154 (0.06619) [-1.25625]	0.273515 (0.09777) [2.79746]	-0.002772 (0.00388) [-0.71379]	0.007270 (0.00808) [0.89999]	0.423193 (0.12489) [3.38853]	-0.278716 (0.10672) [-2.61170]	0.003405 (0.00850) [0.40060]
D(LNINF(-1))	4.581020 (3.64873) [1.25551]	0.965287 (1.74902) [0.55190]	-0.267350 (2.58347) [-0.10349]	0.289948 (0.10263) [2.82514]	-0.109313 (0.21345) [-0.51212]	-1.847047 (3.29999) [-0.55971]	1.968974 (2.81984) [0.69826]	0.028079 (0.22462) [0.12501]
D(LNINF(-2))	-1.514009 (3.64980) [-0.41482]	0.916594 (1.74953) [0.52391]	-4.765410 (2.58423) [-1.84404]	0.033989 (0.10266) [0.33107]	0.178208 (0.21351) [0.83464]	-4.623776 (3.30096) [-1.40074]	-0.347826 (2.82067) [-0.12331]	0.431044 (0.22468) [1.91844]
D(LNM1(-1))	-3.938016 (1.69001) [-2.33017]	0.583722 (0.81011) [0.72055]	-1.922057 (1.19661) [-1.60625]	0.023000 (0.04754) [0.48383]	-0.102082 (0.09887) [-1.03253]	-2.181722 (1.52849) [-1.42737]	0.831429 (1.30609) [0.63658]	-0.014398 (0.10404) [-0.13839]
D(LNM1(-2))	-1.913029 (1.73234) [-1.10430]	0.213697 (0.83040) [0.25734]	-1.152455 (1.22658) [-0.93957]	0.015409 (0.04873) [0.31624]	0.128926 (0.10134) [1.27219]	-2.315566 (1.56677) [-1.47793]	1.211747 (1.33880) [0.90510]	-0.162428 (0.10664) [-1.52308]
D(LNRP(-1))	-0.051665 (0.10529) [-0.49070]	0.015524 (0.05047) [0.30757]	0.031345 (0.07455) [0.42045]	0.001014 (0.00296) [0.34233]	0.005582 (0.00616) [0.90631]	-0.626622 (0.09523) [-6.58030]	0.019827 (0.08137) [0.24366]	-0.000448 (0.00648) [-0.06906]
D(LNRP(-2))	0.018194 (0.10164) [0.17901]	-0.005314 (0.04872) [-0.10906]	0.035793 (0.07196) [0.49737]	-0.001091 (0.00286) [-0.38153]	0.002882 (0.00595) [0.48473]	-0.383443 (0.09192) [-4.17130]	0.099708 (0.07855) [1.26937]	0.011400 (0.00626) [1.82197]
D(LNTC(-1))	-0.000958 (0.15139) [-0.00633]	0.116189 (0.07257) [1.60107]	-0.531142 (0.10719) [-4.95504]	0.001189 (0.00426) [0.27919]	-0.005064 (0.00886) [-0.57184]	-0.231384 (0.13692) [-1.68990]	-0.498927 (0.11700) [-4.26434]	0.011377 (0.00932) [1.22075]
D(LNTC(-2))	0.029493 (0.12996) [0.22694]	0.170498 (0.06230) [2.73695]	-0.230646 (0.09202) [-2.50658]	-0.002066 (0.00366) [-0.56515]	-0.002025 (0.00760) [-0.26632]	-0.104912 (0.11754) [-0.89259]	-0.253393 (0.10043) [-2.52295]	-0.002645 (0.00800) [-0.33056]
D(LNTI(-1))	-1.380132 (1.41359) [-0.97633]	0.612009 (0.67760) [0.90320]	-0.178436 (1.00089) [-0.17828]	-0.006602 (0.03976) [-0.16604]	0.059232 (0.08270) [0.71627]	-1.796180 (1.27848) [-1.40493]	2.529999 (1.09246) [2.31587]	0.344440 (0.08702) [3.95810]
D(LNTI(-2))	1.670473 (1.35093) [1.23653]	0.024151 (0.64757) [0.03729]	-1.818741 (0.95652) [-1.90141]	0.042593 (0.03800) [1.12090]	-0.133164 (0.07903) [-1.68499]	0.609259 (1.22182) [0.49865]	-0.575043 (1.04404) [-0.55079]	0.284149 (0.08316) [3.41670]
C	0.013365 (0.03729) [0.35838]	-0.020276 (0.01788) [-1.13417]	0.035349 (0.02641) [1.33865]	0.002185 (0.00105) [2.08252]	0.007215 (0.00218) [3.30688]	0.050911 (0.03373) [1.50937]	-0.022288 (0.02882) [-0.77328]	-0.002416 (0.00230) [-1.05253]
R-squared	0.196674	0.132814	0.631701	0.167979	0.163820	0.456238	0.463120	0.487893
Adj. R-squared	0.058729	-0.016097	0.568457	0.025107	0.020234	0.362865	0.370928	0.399956
Sum sq. resid	9.857309	2.264974	4.941768	0.007799	0.033734	8.063091	5.887421	0.037356
S.E. equation	0.315545	0.151257	0.223421	0.008876	0.018459	0.285386	0.243862	0.019425
F-statistic	1.425739	0.891900	9.988416	1.175728	1.140915	4.886172	5.023448	5.548185
Log likelihood	-21.28911	64.74391	19.10456	396.5164	310.8419	-9.535504	8.861508	304.8754
Akaike AIC	0.671609	-0.799041	-0.018881	-6.470366	-5.005845	0.470692	0.156214	-4.903853
Schwarz SC	1.096559	-0.374091	0.406068	-6.045416	-4.580895	0.895642	0.581163	-4.478903
Mean dependent	-0.015768	-0.009825	0.006947	0.003389	0.007725	0.002684	-0.001946	-0.002828

S.D. dependent 0.325240 0.150054 0.340104 0.008989 0.018649 0.357534 0.307464 0.025077

Determinant resid covariance
(dof adj.) 3.37E-18
Determinant resid covariance 8.86E-19
Log likelihood 1103.608
Akaike information criterion -16.26680
Schwarz criterion -12.67834

Estimation VEC pour AT

Vector Error Correction Estimates

Date: 03/05/16 Time: 09:50

Sample (adjusted): 4 120

Included observations: 117 after adjustments

Standard errors in () & t-statistics in []

Cointegrating

Eq: CointEq1

LNAT(-1) 1.000000

LNCE(-1) -0.577771
(0.53976)
[-1.07042]

LNDP(-1) -10.84842
(1.03471)
[-10.4845]

LNINF(-1) 24.51926
(5.00843)
[4.89560]

LNM1(-1) -0.012980
(2.23328)
[-0.00581]

LNRP(-1) -1.251429
(0.80187)
[-1.56063]

LNTC(-1) 3.941721
(1.09943)
[3.58525]

LNTI(-1) 1.918197
(1.00109)
[1.91611]

C 102.5216

Error

Correction: D(LNAT) D(LNCE) D(LNDP) D(LNINF) D(LNM1) D(LNRP) D(LNTC) D(LNTI)

CointEq1 -0.002335 -0.008644 0.161723 0.000189 0.003107 0.059240 -0.034610 0.000905
(0.02513) (0.01214) (0.01718) (0.00071) (0.00149) (0.02280) (0.01959) (0.00157)
[-0.09290] [-0.71197] [9.41317] [0.26597] [2.08708] [2.59823] [-1.76633] [0.57479]

D(LNAT(-1)) -0.243748 -0.107876 -0.251639 -0.001247 0.007317 -0.237565 -0.218385 -0.005977
(0.10796) (0.05216) (0.07381) (0.00305) (0.00639) (0.09795) (0.08418) (0.00676)
[-2.25771] [-2.06816] [-3.40940] [-0.40931] [1.14431] [-2.42538] [-2.59433] [-0.88395]

D(LNAT(-2))	-0.162530 (0.11249) [-1.44480]	0.019970 (0.05435) [0.36744]	-0.081043 (0.07690) [-1.05381]	-0.005179 (0.00317) [-1.63151]	0.000138 (0.00666) [0.02075]	-0.035375 (0.10206) [-0.34661]	0.019605 (0.08771) [0.22352]	-0.004881 (0.00705) [-0.69274]
D(LNCE(-1))	-0.084055 (0.20939) [-0.40143]	-0.050959 (0.10116) [-0.50373]	0.021767 (0.14315) [0.15206]	0.001706 (0.00591) [0.28872]	0.010614 (0.01240) [0.85586]	0.213973 (0.18997) [1.12635]	-0.196519 (0.16326) [-1.20372]	0.009115 (0.01311) [0.69510]
D(LNCE(-2))	0.097373 (0.20717) [0.47001]	-0.066553 (0.10009) [-0.66493]	-0.163539 (0.14163) [-1.15469]	0.005521 (0.00585) [0.94448]	-0.002220 (0.01227) [-0.18094]	-0.062015 (0.18796) [-0.32994]	-0.227828 (0.16153) [-1.41045]	-0.020905 (0.01297) [-1.61116]
D(LNDP(-1))	-0.094553 (0.20679) [-0.45724]	-0.122296 (0.09991) [-1.22409]	0.525287 (0.14137) [3.71568]	-0.005455 (0.00584) [-0.93481]	0.018310 (0.01225) [1.49497]	0.667266 (0.18761) [3.55662]	-0.286154 (0.16123) [-1.77477]	0.016890 (0.01295) [1.30410]
D(LNDP(-2))	-0.163725 (0.13768) [-1.18916]	-0.072587 (0.06652) [-1.09123]	0.317351 (0.09412) [3.37160]	-0.002166 (0.00389) [-0.55754]	0.007169 (0.00815) [0.87909]	0.435646 (0.12491) [3.48761]	-0.217146 (0.10735) [-2.02279]	0.002818 (0.00862) [0.32684]
D(LNINF(-1))	2.215952 (3.56675) [0.62128]	0.919680 (1.72322) [0.53370]	0.979752 (2.43837) [0.40181]	0.293386 (0.10065) [2.91506]	-0.081162 (0.21125) [-0.38420]	-1.270835 (3.23595) [-0.39272]	1.488075 (2.78097) [0.53509]	0.043136 (0.22338) [0.19310]
D(LNINF(-2))	-1.772285 (3.54995) [-0.49924]	0.726685 (1.71510) [0.42370]	-3.742038 (2.42688) [-1.54191]	0.035447 (0.10017) [0.35386]	0.231649 (0.21026) [1.10175]	-4.448360 (3.22071) [-1.38117]	-1.451163 (2.76787) [-0.52429]	0.423320 (0.22233) [1.90401]
D(LNM1(-1))	-2.904636 (1.70295) [-1.70565]	0.432621 (0.82275) [0.52582]	-2.840733 (1.16420) [-2.44007]	0.026878 (0.04805) [0.55935]	-0.095486 (0.10086) [-0.94670]	-2.764255 (1.54501) [-1.78915]	0.295572 (1.32778) [0.22261]	-0.027010 (0.10665) [-0.25325]
D(LNM1(-2))	-2.134736 (1.74525) [-1.22317]	0.147565 (0.84319) [0.17501]	-2.092415 (1.19312) [-1.75373]	-0.000331 (0.04925) [-0.00673]	0.113155 (0.10337) [1.09469]	-2.695518 (1.58339) [-1.70237]	1.050604 (1.36076) [0.77207]	-0.168375 (0.10930) [-1.54043]
D(LNRP(-1))	-0.068350 (0.10279) [-0.66493]	0.017178 (0.04966) [0.34589]	0.029398 (0.07027) [0.41834]	0.000714 (0.00290) [0.24619]	0.005704 (0.00609) [0.93695]	-0.631969 (0.09326) [-6.77647]	0.042300 (0.08015) [0.52778]	-0.001039 (0.00644) [-0.16132]
D(LNRP(-2))	-0.002789 (0.09949) [-0.02803]	-0.000343 (0.04807) [-0.00714]	0.040929 (0.06801) [0.60178]	-0.001178 (0.00281) [-0.41948]	0.003260 (0.00589) [0.55330]	-0.387064 (0.09026) [-4.28830]	0.111046 (0.07757) [1.43156]	0.010416 (0.00623) [1.67161]
D(LNTC(-1))	0.088277 (0.14419) [0.61225]	0.073445 (0.06966) [1.05432]	-0.479730 (0.09857) [-4.86686]	-0.000459 (0.00407) [-0.11282]	-0.002041 (0.00854) [-0.23897]	-0.228766 (0.13081) [-1.74880]	-0.621223 (0.11242) [-5.52589]	0.012502 (0.00903) [1.38447]
D(LNTC(-2))	0.107699 (0.12877) [0.83635]	0.149013 (0.06221) [2.39515]	-0.213203 (0.08803) [-2.42183]	-0.003593 (0.00363) [-0.98872]	-0.001182 (0.00763) -94]	-0.101616 (0.11683) [-0.86978]	-0.300417 (0.10040) [-2.99211]	-0.001788 (0.00806) [-0.22175]
D(LNTI(-1))	-0.290876 (1.37662) [-0.21130]	0.581786 (0.66509) [0.87474]	0.342366 (0.94111) [0.36379]	-0.005387 (0.03884) [-0.13869]	0.070531 (0.08153) [0.86505]	-1.546983 (1.24895) [-1.23863]	2.264778 (1.07334) [2.11002]	0.352148 (0.08622) [4.08445]
D(LNTI(-2))	0.921881 (1.31800) [0.69945]	0.017219 (0.63677) [0.02704]	-1.099421 (0.90104) [-1.22017]	0.046630 (0.03719) [1.25380]	-0.123769 (0.07806) [-1.58551]	0.939774 (1.19577) [0.78592]	-0.795351 (1.02764) [-0.77396]	0.292548 (0.08255) [3.54407]
C	0.035502 (0.03674)	-0.018592 (0.01775)	0.042474 (0.02512)	0.002250 (0.00104)	0.006899 (0.00218)	0.057141 (0.03333)	-0.012808 (0.02865)	-0.002113 (0.00230)

	[0.96632]	[-1.04741]	[1.69109]	[2.17031]	[3.17070]	[1.71431]	[-0.44712]	[-0.91831]
R-squared	0.157360	0.145240	0.666857	0.187553	0.168356	0.469085	0.469776	0.485708
Adj. R-squared	0.012664	-0.001537	0.609651	0.048041	0.025548	0.377918	0.378727	0.397396
Sum sq. resids	9.564416	2.232517	4.470047	0.007616	0.033551	7.872589	5.814428	0.037516
S.E. equation	0.310822	0.150169	0.212490	0.008771	0.018409	0.281995	0.242346	0.019467
F-statistic	1.087524	0.989531	11.65704	1.344355	1.178899	5.145326	5.159618	5.499872
Log likelihood	-19.52453	65.58827	24.97353	397.9091	311.1601	-8.136775	9.591332	304.6263
Akaike AIC	0.641445	-0.813475	-0.119206	-6.494172	-5.011284	0.446782	0.143738	-4.899596
Schwarz SC	1.066395	-0.388525	0.305744	-6.069223	-4.586334	0.871732	0.568688	-4.474646
Mean dependent S.D. dependent	-0.004655	-0.009825	0.006947	0.003389	0.007725	0.002684	-0.001946	-0.002828
	0.312809	0.150054	0.340104	0.008989	0.018649	0.357534	0.307464	0.025077
Determinant resid covariance (dof adj.)		2.85E-18						
Determinant resid covariance		7.50E-19						
Log likelihood		1113.316						
Akaike information criterion		-16.43274						
Schwarz criterion		-12.84428						

Estimation VEC pour VC

Vector Error Correction Estimates

Date: 03/05/16 Time: 10:04

Sample (adjusted): 4 120

Included observations: 117 after adjustments

Standard errors in () & t-statistics in []

egrating Eq:	CointEq1
LNVC(-1)	1.000000
LNCE(-1)	-0.718162 (0.23343) [-3.07656]
LNDP(-1)	-4.538218 (0.41948) [-10.8187]
LNINF(-1)	9.277006 (2.14023) [4.33458]
LNM1(-1)	-0.328125 (0.94576) [-0.34694]
LNRP(-1)	-0.493740 (0.33222) [-1.48618]
LNTC(-1)	2.290257 (0.46101) [4.96788]

LNTI(-1) 0.744113
(0.43222)
[1.72159]

C 36.21458

Error Correction:	D(LNVC)	D(LNCE)	D(LNDP)	D(LNINF)	D(LNM1)	D(LNRP)	D(LNTC)	D(LNTI)
CointEq1	0.003103 (0.00881) [0.35208]	-0.037593 (0.02857) [-1.31595]	0.352753 (0.04115) [8.57278]	0.000923 (0.00158) [0.58435]	0.007902 (0.00347) [2.27710]	0.120443 (0.05434) [2.21630]	-0.153268 (0.04634) [-3.30750]	0.002158 (0.00366) [0.58956]
D(LNVC(-1))	0.283219 (0.10398) [2.72375]	-0.183460 (0.33706) [-0.54429]	-0.699971 (0.48551) [-1.44174]	0.033552 (0.01864) [1.80024]	0.017999 (0.04095) [0.43959]	-0.007546 (0.64121) [-0.01177]	-0.489170 (0.54676) [-0.89467]	0.010795 (0.04320) [0.24990]
D(LNVC(-2))	0.006111 (0.10433) [0.05858]	0.647834 (0.33818) [1.91565]	0.825307 (0.48712) [1.69426]	0.044400 (0.01870) [2.37440]	0.054849 (0.04108) [1.33510]	0.072388 (0.64334) [0.11252]	0.384719 (0.54858) [0.70130]	-0.042895 (0.04334) [-0.98972]
D(LNCE(-1))	0.007516 (0.03119) [0.24102]	-0.056688 (0.10109) [-0.56077]	0.130440 (0.14561) [0.89581]	0.003007 (0.00559) [0.53789]	0.011261 (0.01228) [0.91698]	0.244617 (0.19231) [1.27200]	-0.217076 (0.16398) [-1.32378]	0.010881 (0.01296) [0.83990]
D(LNCE(-2))	0.014771 (0.03140) [0.47043]	-0.090815 (0.10178) [-0.89226]	-0.126574 (0.14661) [-0.86337]	0.005235 (0.00563) [0.93026]	-0.003078 (0.01236) [-0.24895]	-0.034706 (0.19362) [-0.17924]	-0.263404 (0.16510) [-1.59539]	-0.018385 (0.01304) [-1.40946]
D(LNDP(-1))	0.006348 (0.03109) [0.20420]	-0.162628 (0.10076) [-1.61394]	0.451862 (0.14514) [3.11323]	-0.002825 (0.00557) [-0.50707]	0.020667 (0.01224) [1.68832]	0.622197 (0.19169) [3.24584]	-0.493903 (0.16345) [-3.02165]	0.016864 (0.01291) [1.30589]
D(LNDP(-2))	0.024782 (0.02091) [1.18508]	-0.094084 (0.06779) [-1.38795]	0.277114 (0.09764) [2.83811]	-0.000315 (0.00375) [-0.08399]	0.008867 (0.00823) [1.07672]	0.415386 (0.12895) [3.22118]	-0.327115 (0.10996) [-2.97486]	0.002850 (0.00869) [0.32810]
D(LNINF(-1))	-0.354512 (0.56200) [-0.63081]	0.249482 (1.82174) [0.13695]	-1.370801 (2.62406) [-0.52240]	0.186927 (0.10073) [1.85569]	-0.178075 (0.22131) [-0.80466]	-2.605911 (3.46561) [-0.75193]	1.941566 (2.95513) [0.65701]	0.048786 (0.23347) [0.20896]
D(LNINF(-2))	0.543381 (0.54532) [0.99645]	0.389210 (1.76767) [0.22018]	-5.517668 (2.54617) [-2.16704]	-0.016852 (0.09774) [-0.17241]	0.158271 (0.21474) [0.73705]	-4.833495 (3.36275) [-1.43736]	-0.859228 (2.86742) [-0.29965]	0.446293 (0.22654) [1.97001]
D(LNM1(-1))	-0.217227 (0.24953) [-0.87055]	0.774452 (0.80886) [0.95746]	-1.993386 (1.16509) [-1.71093]	0.008688 (0.04473) [0.19425]	-0.117865 (0.09826) [-1.19952]	-2.039389 (1.53874) [-1.32536]	1.203017 (1.31209) [0.91687]	-0.018263 (0.10366) [-0.17618]
D(LNM1(-2))	-0.483377 (0.24964) [-1.93627]	0.443974 (0.80923) [0.54864]	-1.092167 (1.16562) [-0.93698]	0.013592 (0.04475) [0.30376]	0.093063 (0.09831) [0.94667]	-1.881831 (1.53945) [-1.22241]	1.890936 (1.31269) [1.44050]	-0.140584 (0.10371) [-1.35555]
D(LNRP(-1))	0.003891 (0.01575) [0.24711]	0.015526 (0.05105) [0.30414]	0.030261 (0.07353) [0.41156]	0.001032 (0.00282) [0.36573]	0.006301 (0.00620) [1.01610]	-0.655824 (0.09711) [-6.75348]	0.017248 (0.08281) [0.20830]	-0.001805 (0.00654) [-0.27589]
D(LNRP(-2))	-0.009853 (0.01521) [-0.64780]	0.000923 (0.04930) [0.01871]	0.042431 (0.07102) [0.59747]	-0.002253 (0.00273) [-0.82649]	0.001747 (0.00599) [0.29164]	-0.386356 (0.09379) [-4.11923]	0.112773 (0.07998) [1.41006]	0.010729 (0.00632) [1.69790]
D(LNTC(-1))	0.015049 (0.02191) [0.68700]	0.127690 (0.07101) [1.79823]	-0.559882 (0.10228) [-5.47390]	0.000999 (0.00393) [0.25446]	-0.007971 (0.00863) [-0.92400]	-0.203764 (0.13508) [-1.50842]	-0.433396 (0.11519) [-3.76255]	0.014271 (0.00910) [1.56817]

D(LNTC(-2))	0.008326 (0.01886) [0.44137]	0.178708 (0.06115) [2.92253]	-0.239654 (0.08808) [-2.72089]	-0.001123 (0.00338) [-0.33212]	-0.002710 (0.00743) [-0.36488]	-0.099436 (0.11633)].85480]	-0.215977 (0.09919) [-2.17736]	-0.001288 (0.00784) [-0.16439]
D(LNTI(-1))	-0.326151 (0.21018) [-1.55176]	0.601166 (0.68131) [0.88237]	-0.274044 (0.98137) [-0.27925]	-0.013420 (0.03767) [-0.35622]	0.065999 (0.08277) [0.79742]	-1.934262 (1.29610) [-1.49237]	2.544377 (1.10519) [2.30221]	0.338838 (0.08732) [3.88059]
D(LNTI(-2))	0.193769 (0.20049) [0.96647]	0.185076 (0.64990) [0.28478]	-1.690386 (0.93613) [-1.80572]	0.050968 (0.03594) [1.41831]	-0.129482 (0.07895) [-1.64004]	0.825525 (1.23635) [0.66771]	-0.429257 (1.05424) [-0.40717]	0.283497 (0.08329) [3.40369]
C	0.002810 (0.00566) [0.49605]	-0.016910 (0.01836) [-0.92097]	0.044326 (0.02645) [1.67598]	0.003109 (0.00102) [3.06221]	0.007999 (0.00223) [3.58631]	0.052886 (0.03493) [1.51408]	-0.025354 (0.02978) [-0.85126]	-0.002592 (0.00235) [-1.10147]

R-squared	0.151879	0.127390	0.647577	0.256596	0.166298	0.443756	0.453103	0.486825
Adj. R-squared	0.006242	-0.022452	0.587060	0.128941	0.023137	0.348239	0.359192	0.398705
Sum sq. resids	0.216904	2.279139	4.728738	0.006968	0.033634	8.248184	5.997259	0.037434
S.E. equation	0.046808	0.151729	0.218552	0.008390	0.018432	0.288643	0.246127	0.019445
F-statistic	1.042860	0.850164	10.70074	2.010075	1.161615	4.645841	4.824789	5.524518
Log likelihood	201.9768	64.37919	21.68235	403.1046	311.0155	-10.86323	7.780165	304.7535
Akaike AIC	-3.144903	-0.792807	-0.062946	-6.582985	-5.008813	0.493389	0.174698	-4.901770
Schwarz SC	-2.719953	-0.367857	0.362004	-6.158035	-4.583863	0.918338	0.599648	-4.476820
Mean dependent	-0.002737	-0.009825	0.006947	0.003389	0.007725	0.002684	-0.001946	-0.002828
S.D. dependent	0.046954	0.150054	0.340104	0.008989	0.018649	0.357534	0.307464	0.025077

Determinant resid covariance (dof adj.)	6.76E-20
Determinant resid covariance	1.78E-20
Log likelihood	1332.318
Akaike information criterion	-20.17638
Schwarz criterion	-16.58791

Estimation VEC pour IDX

Error Correction Estimates

Date: 03/05/16 Time: 10:19

Sample (adjusted): 4 120

Included observations: 117 after adjustments

Standard errors in () & t-statistics in []

Cointegrating Eq: CointEq1

LNIDX(-1)	1.000000
LNCE(-1)	-0.850145 (0.28138) [-3.02131]
LNDP(-1)	-5.289790 (0.50274) [-10.5219]
LNINF(-1)	14.73714 (2.56514) [5.74517]
LNMI(-1)	-2.126023 (1.14041) [-1.86426]

LNR(-1)	-0.692688 (0.39948) [-1.73396]
LNT(-1)	2.997705 (0.55361) [5.41484]
LNTI(-1)	0.623817 (0.52506) [1.18809]
C	85.90021

Error Correction:	D(LNIDX)	D(LNCE)	D(LNDP)	D(LNINF)	D(LNM1)	D(LNRP)	D(LNTC)	D(LNTI)
CointEq1	0.000367 (0.00668) [0.05494]	-0.030963 (0.02352) [-1.31631]	0.283136 (0.03440) [8.22982]	0.000586 (0.00132) [0.44411]	0.007181 (0.00285) [2.52352]	0.104583 (0.04461) [2.34447]	-0.133274 (0.03773) [-3.53262]	0.001853 (0.00302) [0.61394]
D(LNIDX(-1))	0.325681 (0.10332) [3.15219]	-0.366097 (0.36398) [-1.00581]	-0.916303 (0.53236) [-1.72120]	0.035119 (0.02041) [1.72080]	0.026638 (0.04403) [0.60497]	0.001833 (0.69027) [0.00266]	-0.704884 (0.58378) [-1.20744]	-0.014653 (0.04670) [-0.31376]
D(LNIDX(-2))	-0.024491 (0.10273) [-0.23841]	0.630412 (0.36190) [1.74197]	1.183694 (0.52931) [2.23629]	0.035451 (0.02029) [1.74712]	0.048953 (0.04378) [1.11818]	-0.076663 (0.68631) [-0.11170]	0.440344 (0.58044) [0.75864]	-0.024002 (0.04643) [-0.51689]
D(LNCE(-1))	0.014026 (0.02876) [0.48774]	-0.044299 (0.10131) [-0.43726]	0.139125 (0.14818) [0.93891]	0.003448 (0.00568) [0.60708]	0.011755 (0.01226) [0.95914]	0.242623 (0.19213) [1.26281]	-0.207981 (0.16249) [-1.27996]	0.011529 (0.01300) [0.88691]
D(LNCE(-2))	0.025492 (0.02883) [0.88431]	-0.082470 (0.10155) [-0.81209]	-0.123124 (0.14853) [-0.82894]	0.005328 (0.00569) [0.93566]	-0.002574 (0.01228) [-0.20954]	-0.029160 (0.19259) [-0.15141]	-0.257402 (0.16288) [-1.58033]	-0.019042 (0.01303) [-1.46135]
D(LNDP(-1))	0.004956 (0.02784) [0.17806]	-0.160300 (0.09806) [-1.63465]	0.387287 (0.14343) [2.70021]	-0.003436 (0.00550) [-0.62489]	0.022412 (0.01186) [1.88927]	0.625140 (0.18597) [3.36148]	-0.504154 (0.15728) [-3.20540]	0.016636 (0.01258) [1.32213]
D(LNDP(-2))	0.010506 (0.01888) [0.55634]	-0.086688 (0.06653) [-1.30304]	0.262464 (0.09730) [2.69737]	-0.000796 (0.00373) [-0.21343]	0.009850 (0.00805) [1.22391]	0.415884 (0.12617) [3.29633]	-0.323126 (0.10670) [-3.02829]	0.002372 (0.00854) [0.27784]
D(LNINF(-1))	-0.221561 (0.51772) [-0.42795]	0.556356 (1.82389) [0.30504]	-1.909730 (2.66763) [-0.71589]	0.203633 (0.10226) [1.99125]	-0.195599 (0.22064) [-0.88652]	-2.691064 (3.45889) [-0.77801]	2.413155 (2.92529) [0.82493]	0.049797 (0.23402) [0.21279]
D(LNINF(-2))	0.145222 (0.50725) [0.28629]	0.485884 (1.78700) [0.27190]	-6.579532 (2.61368) [-2.51735]	-0.006857 (0.10020) [-0.06844]	0.136317 (0.21618) [0.63059]	-5.071891 (3.38893) [-1.49661]	-0.457772 (2.86613) [-0.15972]	0.421281 (0.22929) [1.83735]
D(LNM1(-1))	-0.329046 (0.22872) [-1.43861]	0.721581 (0.80578) [0.89551]	-1.736978 (1.17853) [-1.47385]	0.012006 (0.04518) [0.26575]	-0.114315 (0.09748) [-1.17276]	-1.944682 (1.52810) [-1.27262]	1.069126 (1.29236) [0.82726]	-0.017424 (0.10339) [-0.16853]
D(LNM1(-2))	-0.471576 (0.22998) [-2.05054]	0.325648 (0.81019) [0.40194]	-0.998250 (1.18498) [-0.84242]	0.018890 (0.04543) [0.41584]	0.097228 (0.09801) [0.99203]	-1.819018 (1.53647) [-1.18390]	1.685772 (1.29944) [1.29731]	-0.142288 (0.10395) [-1.36876]
D(LNRP(-1))	0.002282 (0.01439)	0.011162 (0.05068)	0.035221 (0.07412)	0.000981 (0.00284)	0.006709 (0.00613)	-0.648901 (0.09611)	0.002564 (0.08128)	-0.000572 (0.00650)

	[0.15862] [0.22025]	[0.47518]	[0.34541]	[1.09431]	[-6.75194]	[0.03154]	[-0.08791]
D(LNRP(-2))	-0.005580 0.002939 (0.01392) (0.04904) [-0.40085] [0.05994]	0.045867 (0.07172) [0.63950]	-0.001813 (0.00275) [-0.65951]	0.002511 (0.00593) [0.42333]	-0.379527 (0.09300) [-4.08102]	0.104263 (0.07865) [1.32564]	0.011195 (0.00629) [1.77928]
D(LNTC(-1))	0.020609 0.130236 (0.02080) (0.07327) [0.99094] [1.77756]	-0.585242 (0.10716) [-5.46138]	0.001518 (0.00411) [0.36961]	-0.009716 (0.00886) [-1.09617]	-0.228224 (0.13895) [-1.64254]	-0.406374 (0.11751) [-3.45818]	0.013249 (0.00940) [1.40931]
D(LNTC(-2))	0.009777 0.180017 (0.01751) (0.06168) [0.55845] [2.91871]	-0.241979 (0.09021) [-2.68244]	-0.001142 (0.00346) [-0.33012]	-0.003760 (0.00746) [-0.50394]	-0.113701 (0.11697) [-0.97209]	-0.201170 (0.09892) [-2.03362]	-0.001211 (0.00791) [-0.15298]
D(LNTI(-1))	-0.154817 0.680745 (0.19459) (0.68554) [-0.79559] [0.99300]	-0.221490 (1.00267) [-0.22090]	-0.002870 (0.03844) [-0.07468]	0.069351 (0.08293) [0.83625]	-2.019173 (1.30008) [-1.55311]	2.635880 (1.09952) [2.39730]	0.334821 (0.08796) [3.80649]
D(LNTI(-2))	0.075597 0.198515 (0.18456) (0.65019) [0.40961] [0.30532]	-1.891365 (0.95096) [-1.98889]	0.043193 (0.03646) [1.18482]	-0.144684 (0.07865) [-1.83951]	0.687123 (1.23303) [0.55726]	-0.221262 (1.04282) [-0.21218]	0.280913 (0.08342) [3.36728]
C	0.003694 -0.016541 (0.00529) (0.01864) [0.69813] [-0.88730]	0.049379 (0.02727) [1.81099]	0.003093 (0.00105) [2.95950]	0.008213 (0.00226) [3.64180]	0.051531 (0.03535) [1.45758]	-0.025671 (0.02990) [-0.85855]	-0.002620 (0.00239) [-1.09523]

R-squared	0.174388 0.126161	0.636124	0.234533	0.172113	0.446441	0.464603	0.484907
Adj. R-squared	0.032616 -0.023892	0.573640	0.103089	0.029951	0.351385	0.372666	0.396456
Sum sq. resids	0.183899 2.282351	4.882416	0.007175	0.033400	8.208368	5.871153	0.037574
S.E. equation	0.043099 0.151836	0.222075	0.008513	0.018368	0.287946	0.243525	0.019482
F-statistic	1.230060 0.840774	10.18063	1.784283	1.210681	4.696625	5.053503	5.482242
Log likelihood	211.6334 64.29683	19.81141	401.3936	311.4250	-10.58015	9.023377	304.5352
Akaike AIC	-3.309973 -0.791399	-0.030964	-6.553738	-5.015812	0.488550	0.153447	-4.898038
Schwarz SC	-2.885023 -0.366449	0.393985	-6.128788	-4.590862	0.913499	0.578396	-4.473088
Mean dependent	-0.004549 -0.009825	0.006947	0.003389	0.007725	0.002684	-0.001946	-0.002828
S.D. dependent	0.043820 0.150054	0.340104	0.008989	0.018649	0.357534	0.307464	0.025077

Determinant resid covariance (dof adj.)	5.98E-20
Determinant resid covariance	1.57E-20
Log likelihood	1339.453
Akaike information criterion	-20.29834
Schwarz criterion	-16.70987

Granger Causality Tests

Granger Causality Tests VT

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 03/05/16 Time: 10:34

Sample: 1 120

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
LNCE does not Granger Cause LNVN	118	2.33465	0.1015
LNVN does not Granger Cause LNCE		4.26149	0.0164
LNDP does not Granger Cause LNVN	118	2.23185	0.1120
LNVN does not Granger Cause LNDP		6.79128	0.0016
LNINF does not Granger Cause LNVN	118	4.46361	0.0136
LNVN does not Granger Cause LNINF		0.29904	0.7421
LNM1 does not Granger Cause LNVN	118	5.63174	0.0047
LNVN does not Granger Cause LNM1		2.79042	0.0656
LNRN does not Granger Cause LNVN	118	0.68491	0.5062
LNVN does not Granger Cause LNRN		6.85426	0.0016
LNTN does not Granger Cause LNVN	118	3.06586	0.0505
LNVN does not Granger Cause LNTN		4.39262	0.0145
LNTI does not Granger Cause LNVN	118	1.45730	0.2372
LNVN does not Granger Cause LNTI		0.73424	0.4821
LNDP does not Granger Cause LNCE	118	0.92695	0.3987
LNCE does not Granger Cause LNDP		7.19585	0.0011
LNINF does not Granger Cause LNCE	118	1.56751	0.2131
LNCE does not Granger Cause LNINF		1.62124	0.2022
LNM1 does not Granger Cause LNCE	118	1.67817	0.1913
LNCE does not Granger Cause LNM1		0.89584	0.4111
LNRN does not Granger Cause LNCE	118	0.20412	0.8157
LNCE does not Granger Cause LNRN		5.06833	0.0078
LNTN does not Granger Cause LNCE	118	0.47494	0.6232
LNCE does not Granger Cause LNTN		5.94666	0.0035
LNTI does not Granger Cause LNCE	118	2.18068	0.1177
LNCE does not Granger Cause LNTI		3.02448	0.0525
LNINF does not Granger Cause LNDP	118	27.8279	1.E-10
LNDP does not Granger Cause LNINF		1.95878	0.1458
LNM1 does not Granger Cause LNDP	118	23.5221	3.E-09
LNDP does not Granger Cause LNM1		0.91754	0.4025
LNRN does not Granger Cause LNDP	118	2.78533	0.0660
LNDP does not Granger Cause LNRN		12.3505	1.E-05
LNTN does not Granger Cause LNDP	118	0.70571	0.4959
LNDP does not Granger Cause LNTN		2.63965	0.0758
LNTI does not Granger Cause LNDP	118	0.97829	0.3791
LNDP does not Granger Cause LNTI		4.44504	0.0139

LNM1 does not Granger Cause LNINF	118	0.30631	0.7368
LNINF does not Granger Cause LNM1		1.60287	0.2059
LNRP does not Granger Cause LNINF	118	0.11877	0.8881
LNINF does not Granger Cause LNRP		17.6757	2.E-07
LNTC does not Granger Cause LNINF	118	0.41954	0.6584
LNINF does not Granger Cause LNTC		4.60621	0.0119
LNTI does not Granger Cause LNINF	118	0.06088	0.9410
LNINF does not Granger Cause LNTI		1.92258	0.1510
LNRP does not Granger Cause LNM1	118	1.64540	0.1975
LNM1 does not Granger Cause LNRP		15.7390	9.E-07
LNTC does not Granger Cause LNM1	118	0.12856	0.8795
LNM1 does not Granger Cause LNTC		3.68863	0.0281
LNTI does not Granger Cause LNM1	118	0.19202	0.8256
LNM1 does not Granger Cause LNTI		3.10446	0.0487
LNTC does not Granger Cause LNRP	118	1.12007	0.3299
LNRP does not Granger Cause LNTC		1.13017	0.3266
LNTI does not Granger Cause LNRP	118	1.41652	0.2468
LNRP does not Granger Cause LNTI		2.97272	0.0552
LNTI does not Granger Cause LNTC	118	4.66138	0.0113
LNTC does not Granger Cause LNTI		5.53867	0.0051

Granger Causality Tests AT

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 03/05/16 Time: 10:38

Sample: 1 120

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
LNCE does not Granger Cause LNAT	118	1.24198	0.2927
LNAT does not Granger Cause LNCE		3.34870	0.0386
LNDP does not Granger Cause LNAT	118	3.75699	0.0263
LNAT does not Granger Cause LNDP		1.55968	0.2147
LNINF does not Granger Cause LNAT	118	4.27224	0.0163
LNAT does not Granger Cause LNINF		0.12151	0.8857
LNM1 does not Granger Cause LNAT	118	6.10664	0.0030
LNAT does not Granger Cause LNM1		3.57898	0.0311
LNRP does not Granger Cause LNAT	118	1.44417	0.2403
LNAT does not Granger Cause LNRP		3.88941	0.0233
LNTC does not Granger Cause LNAT	118	2.81578	0.0641
LNAT does not Granger Cause LNTC		4.20064	0.0174
LNTI does not Granger Cause LNAT	118	0.46767	0.6277
LNAT does not Granger Cause LNTI		0.83766	0.4354
LNDP does not Granger Cause LNCE	118	0.92695	0.3987
LNCE does not Granger Cause LNDP		7.19585	0.0011

LNINF does not Granger Cause LNCE	118	1.56751	0.2131
LNCE does not Granger Cause LNINF		1.62124	0.2022
LNM1 does not Granger Cause LNCE	118	1.67817	0.1913
LNCE does not Granger Cause LNM1		0.89584	0.4111
LNRP does not Granger Cause LNCE	118	0.20412	0.8157
LNCE does not Granger Cause LNRP		5.06833	0.0078
LNTC does not Granger Cause LNCE	118	0.47494	0.6232
LNCE does not Granger Cause LNTC		5.94666	0.0035
LNTI does not Granger Cause LNCE	118	2.18068	0.1177
LNCE does not Granger Cause LNTI		3.02448	0.0525
LNINF does not Granger Cause LNNDP	118	27.8279	1.E-10
LNNDP does not Granger Cause LNINF		1.95878	0.1458
LNM1 does not Granger Cause LNNDP	118	23.5221	3.E-09
LNNDP does not Granger Cause LNM1		0.91754	0.4025
LNRP does not Granger Cause LNNDP	118	2.78533	0.0660
LNNDP does not Granger Cause LNRP		12.3505	1.E-05
LNTC does not Granger Cause LNNDP	118	0.70571	0.4959
LNNDP does not Granger Cause LNTC		2.63965	0.0758
LNTI does not Granger Cause LNNDP	118	0.97829	0.3791
LNNDP does not Granger Cause LNTI		4.44504	0.0139
LNM1 does not Granger Cause LNINF	118	0.30631	0.7368
LNINF does not Granger Cause LNM1		1.60287	0.2059
LNRP does not Granger Cause LNINF	118	0.11877	0.8881
LNINF does not Granger Cause LNRP		17.6757	2.E-07
LNTC does not Granger Cause LNINF	118	0.41954	0.6584
LNINF does not Granger Cause LNTC		4.60621	0.0119
LNTI does not Granger Cause LNINF	118	0.06088	0.9410
LNINF does not Granger Cause LNTI		1.92258	0.1510
LNRP does not Granger Cause LNM1	118	1.64540	0.1975
LNM1 does not Granger Cause LNRP		15.7390	9.E-07
LNTC does not Granger Cause LNM1	118	0.12856	0.8795
LNM1 does not Granger Cause LNTC		3.68863	0.0281
LNTI does not Granger Cause LNM1	118	0.19202	0.8256
LNM1 does not Granger Cause LNTI		3.10446	0.0487
LNTC does not Granger Cause LNRP	118	1.12007	0.3299
LNRP does not Granger Cause LNTC		1.13017	0.3266
LNTI does not Granger Cause LNRP	118	1.41652	0.2468
LNRP does not Granger Cause LNTI		2.97272	0.0552
LNTI does not Granger Cause LNTC	118	4.66138	0.0113
LNTC does not Granger Cause LNTI		5.53867	0.0051

Granger Causality Tests VC

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 03/05/16 Time: 10:43

Sample: 1 120

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
LNCE does not Granger Cause LNVC	118	0.81772	0.4440
LNVC does not Granger Cause LNCE		0.92357	0.4001
LNDP does not Granger Cause LNVC	118	0.41873	0.6589
LNVC does not Granger Cause LNDP		2.78022	0.0663
LNINF does not Granger Cause LNVC	118	2.05928	0.1323
LNVC does not Granger Cause LNINF		2.91632	0.0582
LNM1 does not Granger Cause LNVC	118	2.33160	0.1018
LNVC does not Granger Cause LNM1		1.04278	0.3558
LNRP does not Granger Cause LNVC	118	2.01476	0.1381
LNVC does not Granger Cause LNRP		3.08649	0.0495
LNTC does not Granger Cause LNVC	118	1.70783	0.1859
LNVC does not Granger Cause LNTC		1.34572	0.2645
LNTI does not Granger Cause LNVC	118	1.44949	0.2390
LNVC does not Granger Cause LNTI		0.86060	0.4257
LNDP does not Granger Cause LNCE	118	0.92695	0.3987
LNCE does not Granger Cause LNDP		7.19585	0.0011
LNINF does not Granger Cause LNCE	118	1.56751	0.2131
LNCE does not Granger Cause LNINF		1.62124	0.2022
LNM1 does not Granger Cause LNCE	118	1.67817	0.1913
LNCE does not Granger Cause LNM1		0.89584	0.4111
LNRP does not Granger Cause LNCE	118	0.20412	0.8157
LNCE does not Granger Cause LNRP		5.06833	0.0078
LNTC does not Granger Cause LNCE	118	0.47494	0.6232
LNCE does not Granger Cause LNTC		5.94666	0.0035
LNTI does not Granger Cause LNCE	118	2.18068	0.1177
LNCE does not Granger Cause LNTI		3.02448	0.0525
LNINF does not Granger Cause LNDP	118	27.8279	1.E-10
LNDP does not Granger Cause LNINF		1.95878	0.1458
LNM1 does not Granger Cause LNDP	118	23.5221	3.E-09
LNDP does not Granger Cause LNM1		0.91754	0.4025
LNRP does not Granger Cause LNDP	118	2.78533	0.0660
LNDP does not Granger Cause LNRP		12.3505	1.E-05
LNTC does not Granger Cause LNDP	118	0.70571	0.4959
LNDP does not Granger Cause LNTC		2.63965	0.0758
LNTI does not Granger Cause LNDP	118	0.97829	0.3791
LNDP does not Granger Cause LNTI		4.44504	0.0139

LNM1 does not Granger Cause LNINF	118	0.30631	0.7368
LNINF does not Granger Cause LNM1		1.60287	0.2059
LNRP does not Granger Cause LNINF	118	0.11877	0.8881
LNINF does not Granger Cause LNRP		17.6757	2.E-07
LNTC does not Granger Cause LNINF	118	0.41954	0.6584
LNINF does not Granger Cause LNTC		4.60621	0.0119
LNTI does not Granger Cause LNINF	118	0.06088	0.9410
LNINF does not Granger Cause LNTI		1.92258	0.1510
LNRP does not Granger Cause LNM1	118	1.64540	0.1975
LNM1 does not Granger Cause LNRP		15.7390	9.E-07
LNTC does not Granger Cause LNM1	118	0.12856	0.8795
LNM1 does not Granger Cause LNTC		3.68863	0.0281
LNTI does not Granger Cause LNM1	118	0.19202	0.8256
LNM1 does not Granger Cause LNTI		3.10446	0.0487
LNTC does not Granger Cause LNRP	118	1.12007	0.3299
LNRP does not Granger Cause LNTC		1.13017	0.3266
LNTI does not Granger Cause LNRP	118	1.41652	0.2468
LNRP does not Granger Cause LNTI		2.97272	0.0552
LNTI does not Granger Cause LNTC	118	4.66138	0.0113
LNTC does not Granger Cause LNTI		5.53867	0.0051

Granger Causality Tests IDX

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 03/05/16 Time: 10:46

Sample: 1 120

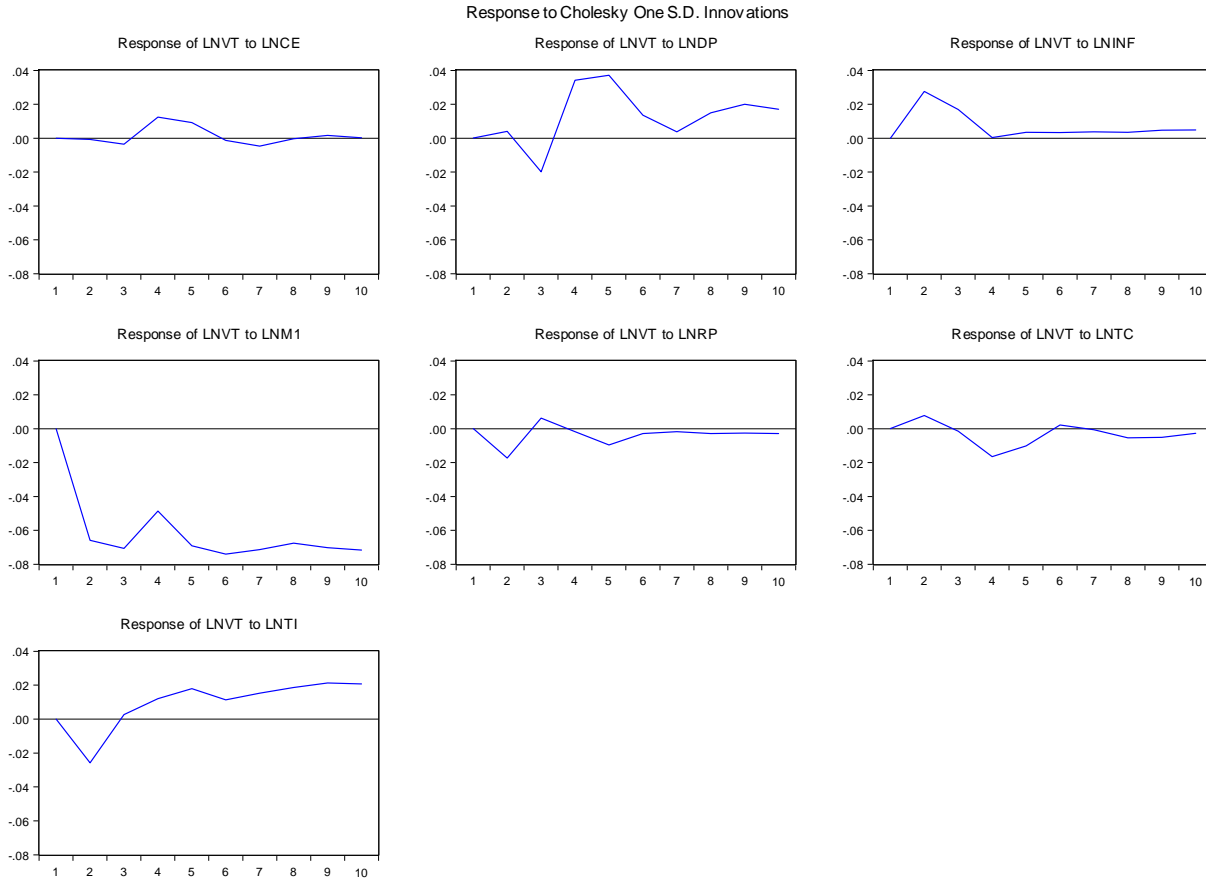
Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
LNCE does not Granger Cause LNIDX	118	1.10361	0.3352
LNIDX does not Granger Cause LNCE		2.55485	0.0822
LNDP does not Granger Cause LNIDX	118	0.16733	0.8461
LNIDX does not Granger Cause LNDP		6.65431	0.0019
LNINF does not Granger Cause LNIDX	118	2.27257	0.1077
LNIDX does not Granger Cause LNINF		3.57550	0.0312
LNM1 does not Granger Cause LNIDX	118	2.06286	0.1319
LNIDX does not Granger Cause LNM1		1.49938	0.2277
LNRP does not Granger Cause LNIDX	118	1.09845	0.3369
LNIDX does not Granger Cause LNRP		4.53812	0.0127
LNTC does not Granger Cause LNIDX	118	2.48702	0.0877
LNIDX does not Granger Cause LNTC		3.01372	0.0531
LNTI does not Granger Cause LNIDX	118	0.96824	0.3829
LNIDX does not Granger Cause LNTI		2.02900	0.1362
LNDP does not Granger Cause LNCE	118	0.92695	0.3987

LNCE does not Granger Cause LNDP		7.19585	0.0011
LNINF does not Granger Cause LNCE	118	1.56751	0.2131
LNCE does not Granger Cause LNINF		1.62124	0.2022
LNM1 does not Granger Cause LNCE	118	1.67817	0.1913
LNCE does not Granger Cause LNM1		0.89584	0.4111
LNRP does not Granger Cause LNCE	118	0.20412	0.8157
LNCE does not Granger Cause LNRP		5.06833	0.0078
LNTC does not Granger Cause LNCE	118	0.47494	0.6232
LNCE does not Granger Cause LNTC		5.94666	0.0035
LNTI does not Granger Cause LNCE	118	2.18068	0.1177
LNCE does not Granger Cause LNTI		3.02448	0.0525
LNINF does not Granger Cause LNDP	118	27.8279	1.E-10
LNDP does not Granger Cause LNINF		1.95878	0.1458
LNM1 does not Granger Cause LNDP	118	23.5221	3.E-09
LNDP does not Granger Cause LNM1		0.91754	0.4025
LNRP does not Granger Cause LNDP	118	2.78533	0.0660
LNDP does not Granger Cause LNRP		12.3505	1.E-05
LNTC does not Granger Cause LNDP	118	0.70571	0.4959
LNDP does not Granger Cause LNTC		2.63965	0.0758
LNTI does not Granger Cause LNDP	118	0.97829	0.3791
LNDP does not Granger Cause LNTI		4.44504	0.0139
LNM1 does not Granger Cause LNINF	118	0.30631	0.7368
LNINF does not Granger Cause LNM1		1.60287	0.2059
LNRP does not Granger Cause LNINF	118	0.11877	0.8881
LNINF does not Granger Cause LNRP		17.6757	2.E-07
LNTC does not Granger Cause LNINF	118	0.41954	0.6584
LNINF does not Granger Cause LNTC		4.60621	0.0119
LNTI does not Granger Cause LNINF	118	0.06088	0.9410
LNINF does not Granger Cause LNTI		1.92258	0.1510
LNRP does not Granger Cause LNM1	118	1.64540	0.1975
LNM1 does not Granger Cause LNRP		15.7390	9.E-07
LNTC does not Granger Cause LNM1	118	0.12856	0.8795
LNM1 does not Granger Cause LNTC		3.68863	0.0281
LNTI does not Granger Cause LNM1	118	0.19202	0.8256
LNM1 does not Granger Cause LNTI		3.10446	0.0487
LNTC does not Granger Cause LNRP	118	1.12007	0.3299
LNRP does not Granger Cause LNTC		1.13017	0.3266
LNTI does not Granger Cause LNRP	118	1.41652	0.2468
LNRP does not Granger Cause LNTI		2.97272	0.0552
LNTI does not Granger Cause LNTC	118	4.66138	0.0113
LNTC does not Granger Cause LNTI		5.53867	0.0051

Fonction de réaction

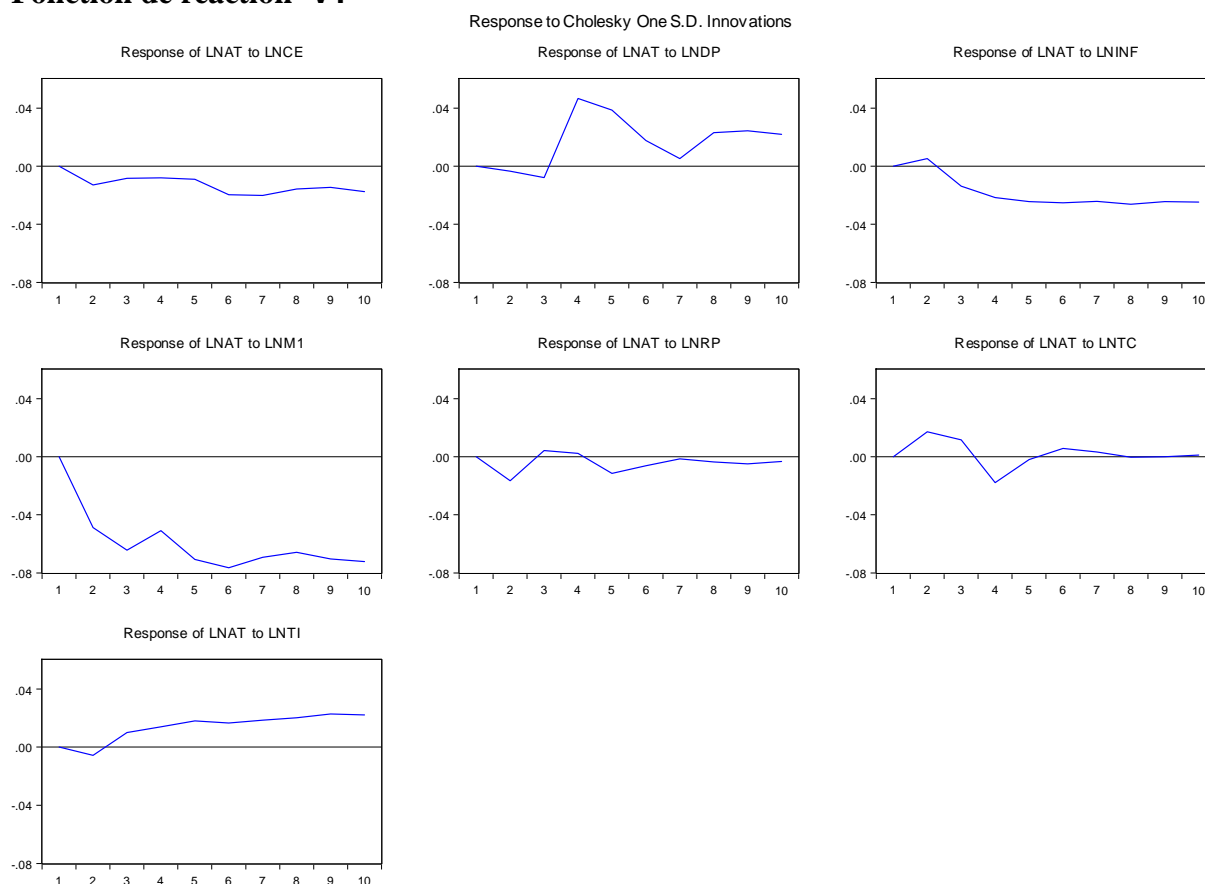
Fonction de réaction VT



Period	LNCCE	LNDP	LNINF	LNM1	LNRP	LNTC	LNTI
1	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	-0.000826	0.004033	0.027529	-0.065856	-0.017342	0.007822	-0.025836
3	-0.003554	-0.019927	0.016916	-0.070729	0.006260	-0.001497	0.002704
4	0.012447	0.034109	0.000319	-0.048667	-0.001733	-0.016544	0.012055
5	0.009227	0.037123	0.003448	-0.069053	-0.009663	-0.010245	0.017894
6	-0.001372	0.013589	0.003254	-0.073965	-0.002938	0.002220	0.011285
7	-0.004711	0.003662	0.003712	-0.071327	-0.001785	-0.000678	0.015294
8	-0.000371	0.015006	0.003496	-0.067545	-0.002875	-0.005375	0.018594
9	0.001664	0.019958	0.004752	-0.070249	-0.002645	-0.005189	0.021321
10	0.000242	0.017039	0.004796	-0.071633	-0.002910	-0.002738	0.020690

Cholesky Ordering: LNVT LNCCE LNDP LNINF LNM1 LNRP LNTC LNTI

Fonction de réaction VT

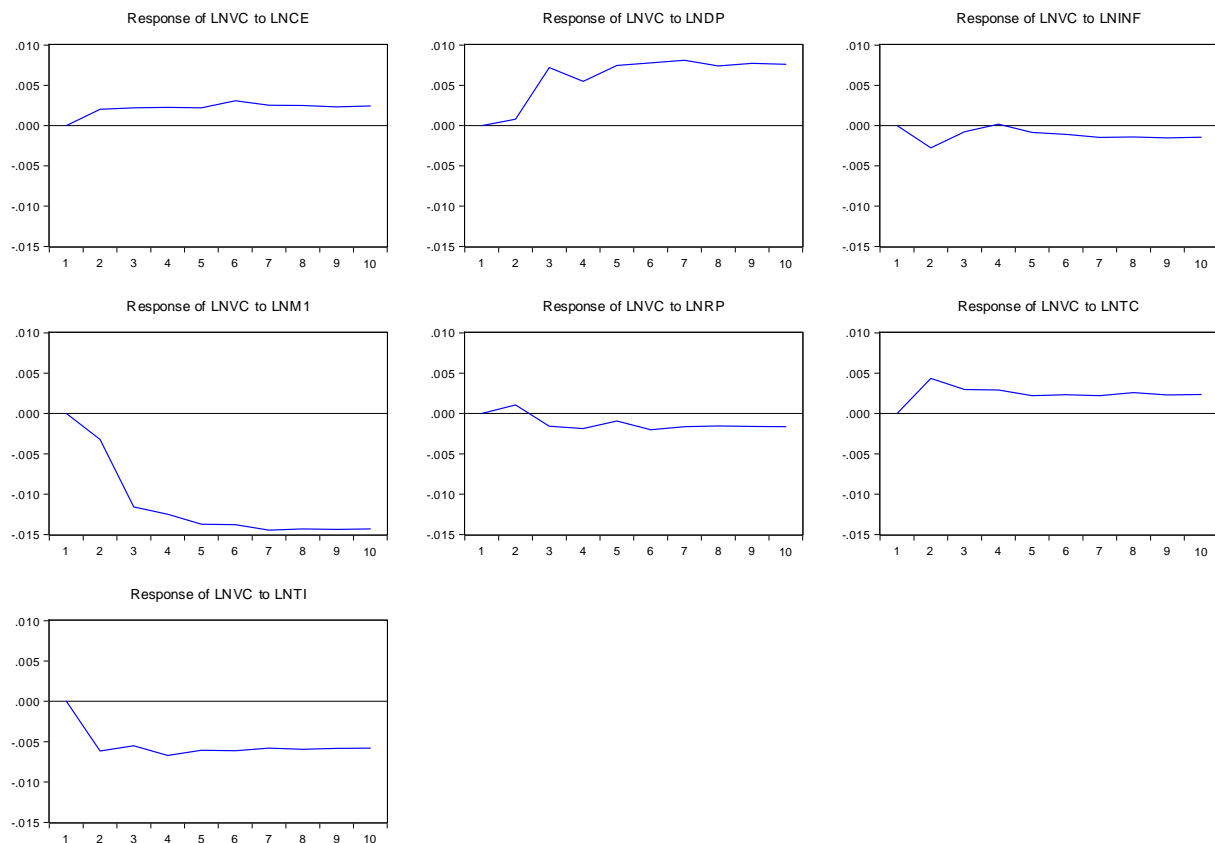


Period	LNCE	LNINP	LNINF	LNM1	LNRP	LNTC	LNTI
1	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	-0.012985	-0.003525	0.005248	-0.048784	-0.016567	0.017168	-0.005601
3	-0.008330	-0.007919	-0.013724	-0.064335	0.004277	0.011567	0.010106
4	-0.008016	0.046689	-0.021656	-0.050885	0.002210	-0.017781	0.013927
5	-0.008946	0.038703	-0.024363	-0.070671	-0.011550	-0.002026	0.018083
6	-0.019623	0.017603	-0.025231	-0.076404	-0.006266	0.005674	0.016590
7	-0.020214	0.005148	-0.024318	-0.069243	-0.001406	0.003202	0.018594
8	-0.015761	0.023153	-0.026146	-0.065893	-0.003594	-0.000342	0.020133
9	-0.014602	0.024427	-0.024413	-0.070345	-0.004974	-7.96E-05	0.022861
10	-0.017482	0.021979	-0.024748	-0.072230	-0.003296	0.001212	0.022071

Cholesky Ordering: LNAT LNCE LNINP LNINF LNM1 LNRP LNTC LNTI

Fonction de réaction VC

Response to Cholesky One S.D. Innovations

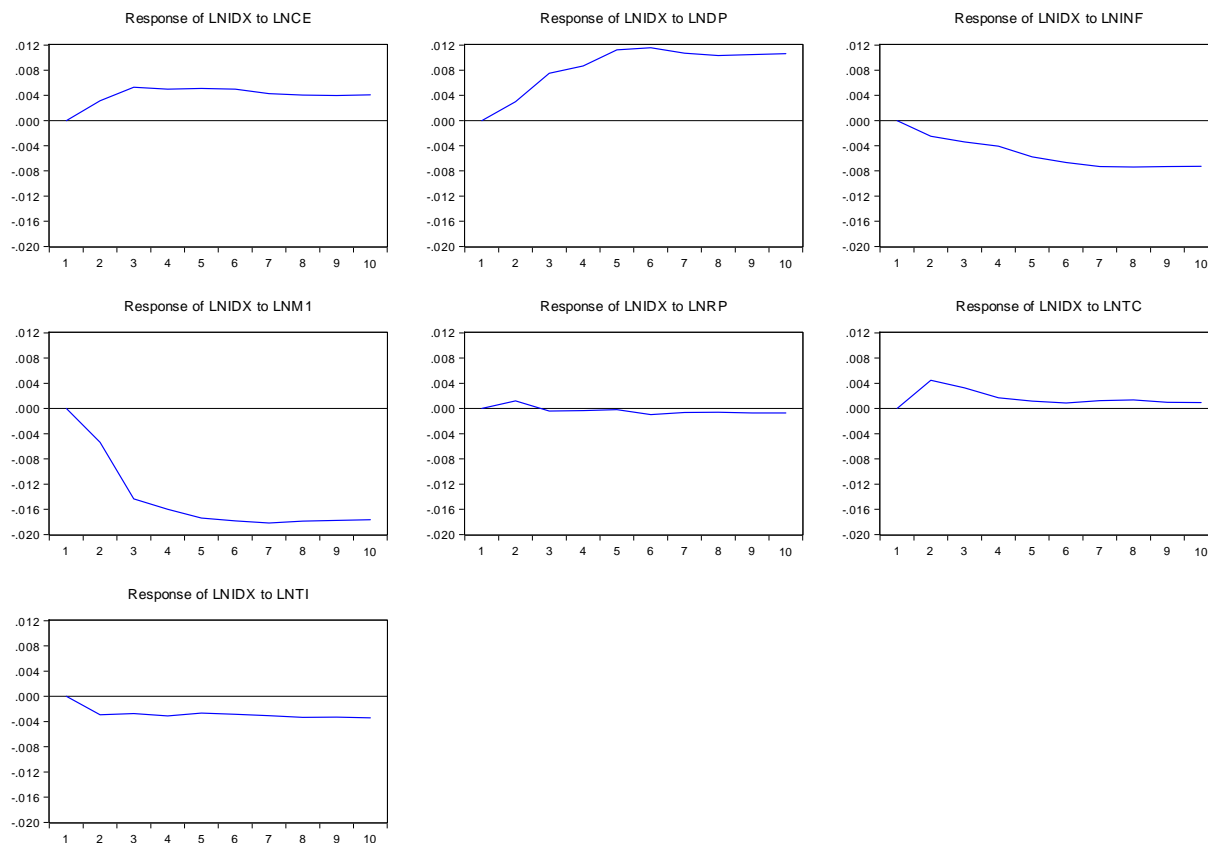


Period	LNCE	LNDP	LNINF	LNM1	LNRP	LNTC	LNTI
1	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.002032	0.000779	-0.002770	-0.003225	0.001062	0.004358	-0.006144
3	0.002195	0.007194	-0.000759	-0.011586	-0.001572	0.002966	-0.005496
4	0.002273	0.005483	0.000163	-0.012481	-0.001879	0.002900	-0.006701
5	0.002200	0.007455	-0.000849	-0.013733	-0.000941	0.002200	-0.006073
6	0.003068	0.007793	-0.001098	-0.013788	-0.002021	0.002317	-0.006119
7	0.002519	0.008098	-0.001477	-0.014462	-0.001626	0.002205	-0.005813
8	0.002501	0.007413	-0.001402	-0.014325	-0.001548	0.002579	-0.005953
9	0.002320	0.007711	-0.001532	-0.014373	-0.001607	0.002295	-0.005834
10	0.002440	0.007603	-0.001438	-0.014314	-0.001636	0.002345	-0.005791

Cholesky Ordering: LNVC LNCE LNDP LNINF LNM1 LNRP LNTC LNTI

Fonction de réaction IDX

Response to Cholesky One S.D. Innovations



Period	LNCE	LNDF	LNINF	LNM1	LNRP	LNTC	LNTI
1	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.003137	0.002987	-0.002503	-0.005379	0.001197	0.004460	-0.002930
3	0.005293	0.007514	-0.003380	-0.014354	-0.000401	0.003267	-0.002739
4	0.005003	0.008658	-0.004091	-0.016000	-0.000325	0.001686	-0.003114
5	0.005085	0.011229	-0.005763	-0.017380	-0.000176	0.001150	-0.002658
6	0.004974	0.011567	-0.006683	-0.017841	-0.000987	0.000846	-0.002838
7	0.004260	0.010686	-0.007306	-0.018192	-0.000656	0.001245	-0.003080
8	0.004036	0.010311	-0.007371	-0.017888	-0.000617	0.001362	-0.003336
9	0.003976	0.010479	-0.007326	-0.017766	-0.000707	0.000991	-0.003318
10	0.004089	0.010636	-0.007289	-0.017670	-0.000730	0.000946	-0.003426

Cholesky Ordering: LNIDX LNCE LNDF LNINF LNM1 LNRP LNTC LNTI