

## دور السياسة النقدية في تفعيل أداء الأسواق المالية الناشئة

بن لخضر مسعودة	عبد الصمد سعودي	الاسم واللقب
ماجستير أسواق مالية	دكتوراه مالية	الشهادة العلمية
أستاذ مساعدة ب	أستاذ محاضر أ	الرتبة العلمية
جامعة المسيلة -الجزائر-	جامعة المسيلة -الجزائر-	المؤسسة
<i>benlakhdarsousou@yahoo.com</i>	<i>saoudi28@yahoo.fr</i>	البريد الإلكتروني
0780.07.69.55	0661742928	الهاتف

### -دراسة على السوق المالي الأردني-

**المخلص:** تسعى هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على اثر السياسة النقدية في تنشيط الأسواق المالية الناشئة، لان السوق المالية تمثل مجالا لتطبيق وتفعيل السياسة النقدية من خلال ممارسة أدواتها وأيضاً من خلال أهم قنواتها والمتمثلة في سعر الفائدة، لذلك تسعى الدول النامية ومن بينها الأردن لإقامة مثل هذه الأسواق لما لها من دور فعال في التنمية الاقتصادية.

**الكلمات المفتاحية:** السياسة النقدية؛ الأسواق المالية؛ البورصات الناشئة.

### Résumé

Cette étude vise a mettre le point sur l'influence de la politique monétaire pour favoriser marches financiers émergents parce que le marche financier représente un domaine d'application de la politique monétaire a travers la pratique de ses outils ,et aussi a travers ses plus importantes canal manifestée dans le prix des intérêts , ainsi les pays en vois de

développement entre autre le marche de Jordanie tendent a favoriser ce type de marche leur rôle efficace dans le développement économique.

**Mots-clés:** Politique monétaire, Marchés financiers, Bourses émergentes.

## المقدمة

تلعب الأسواق المالية دور بالغ الأهمية وذلك باعتبارها المكان الذي يلتقي فيه أصحاب الفائض الاقتصادي مع أصحاب العجز المالي، حيث كانت فكرة الأسواق المالية تحتل مركزا مهما في معظم دول العالم، خاصة في ظل النظم الاقتصادية الحديثة وأخذت الأسواق المالية تلعب دورا حاسما في تمويل الاحتياطات بما يخدم الاقتصاد في الدول المتقدمة وحتى النامية، لكنها اتخذت طريقا آخر في الدول المتقدمة جعلها على قمة هرمها المالي، ولا عجب أن تسعى الدول النامية إلى إنشاء مثل هذه الأسواق وتبحث جليا في كيفية ترقيتها عن طريق تحريرها من القيود والسعي لاستيعاب المستجديات في الأدوات والمؤسسات المالية والعمل بالتالي على زيادة جاذبية أسواقها وقدرتها التنافسية في مجال تقديم الخدمات المالية واجتذاب الاستثمارات المحلية والأجنبية الأمر الذي ترتب عليه ظهور ما يسمى بالأسواق الناشئة.

ولا يمكن اعتبار هذه الأسواق الناشئة كوحدة متجانسة بسبب تباينها في مستويات تطورها وأدائها حيث أن بعضها أكبر من العديد من الأسواق المتطورة وأحسن أداء منها، ونظرا للأهمية الكبيرة للسياسة النقدية باعتبارها عنصرا أساسيا من عناصر برامج الإصلاح الاقتصادي التي تتبعها أغلب الدول في إطار توجيهه نحو التحرير الاقتصادي والانفتاح على العالم.

❖ الإشكالية: مما سبق يمكن طرح التساؤل التالي:

ما أثر السياسة النقدية على فعالية الأسواق المالية الناشئة؟

تم تقسيم الدراسة إلى ثلاث محاور كالتالي:

**المحور الأول: ماهية الأسواق الناشئة**

**المحور الثاني: السياسة النقدية في الأسواق الناشئة**

**المحور الثالث: علاقة مؤشرات السياسة النقدية بالسوق المالي الأردني**

**المحور الأول: ماهية الأسواق المالية الناشئة**

تلعب الأسواق المالية دورا فعالا في عملية التنمية الاقتصادية، حيث تشكل القنوات التي يتم من خلالها تدفق الأموال من الوحدات التي تحقق فوائض مالية إلى الوحدات التي تعاني من عجوزات مالية وتحتاج إلى قنوات ملائمة لتلبية متطلباتها التمويلية، وتنقسم أسواق المال إلى أسواق النقد وأسواق رأس المال، كما سيتم التطرق للأسواق الناشئة من حيث المفهوم والخصائص ومراحل التطور.

**أولا- تعريف ونشأة الأسواق المالية**

**1- تعريف الأسواق المالية:** تعرف الأسواق المالية بأنها الأماكن التي تتم فيها تدفق الأموال من تلك الوحدات المدخرة إلى الوحدات المستثمرة، حيث تنتقل الأموال من الوحدات التي تقوم بالادخار ولديها فائض مالي وليس لديها فرص استثمارية كافية لاستخدام هذه الأموال إلى الوحدات التي لديها فرص استثمارية ولكن لا تتوافر لديها الأموال الكافية لاستغلال هذه الفوائض، ويتم ذلك بطرق عديدة تتلائم مع معتقدات الأفراد وفي إطار السياسة العامة للدولة وما تستهدف تحقيقه من المتغيرات الاقتصادية الأساسية مثل الدخل القومي ومستوى الأسعار<sup>1</sup>.

**2- نشأة الأسواق المالية:** إن تاريخ السوق المالية يكشف لنا نشوء هذه الأسواق وتطورها جاء نتيجة انعكاسات للظروف والاحتياجات الاقتصادية المتزايدة في البلدان التي وجدت فيها فنشوء تلك الأسواق لم يكن من قبيل الصدفة وإنما كان لمقتضيات

التطور التجاري والاقتصادي في تلك البلدان، ففكرة تلك الأسواق ظهرت منذ أن فكر الإنسان باستغلال مدخراته وساعد على ذلك التطور العلمي ونشوء الشركات ذات الفوائض من خلال تلك الأسواق<sup>ii</sup>.

وارتبط تطور أسواق الأوراق المالية تاريخيا بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم ولاسيما الدول الرأسمالية، وقد جاء انتشار الشركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض ليخلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية والذي أدى إلى ظهور بورصات الأوراق المالية، وكان التعامل بتلك الصكوك في بادئ الأمر على قارعة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا وإنجلترا وأمريكا، ثم استقر التعامل في أعقاب ذلك في أبنية خاصة والتي أصبحت تعرف فيما بعد بأسواق الأوراق المالية<sup>iii</sup>.

**ثانيا- أقسام السوق المالي:** تعددت تقسيمات أسواق المال من وجهة النظر العلمية رغم وجود فوارق واضحة تفصل بينهما، حيث أن جميعها تعمل على تجميع المدخرات وفتح مجالات متعددة لاستثمارها وبصفة عامة يمكن تقسيم أسواق المال إلى:

**1- أسواق النقد:** تعرف أسواق النقد على أنها مكان أو مجال لإقراض واقتراض الأصول قصيرة الأجل من طرف البنوك، حيث تتمثل الوظيفة الأساسية لها في تسهيل عقد الصفقات المالية بين الوحدات ذات العجز المؤقت والوحدات ذات الفائض المالي المؤقت من خلال تبادل الأصول قصيرة الأجل<sup>iv</sup>.

**2- أسواق رأس المال:** وهي أسواق يجري فيها التعامل بالأدوات المالية طويلة الأجل أي التي تستحق في فترات زمنية أطول من سنة مثل الأسهم والسندات<sup>v</sup>.

**ثالثا- مفهوم الأسواق المالية الناشئة:** تعود كلمة " ناشئة " في الأصل إلى بنوك الاستثمار الأمريكية التي كانت تبحث عن مناطق جغرافية ذات نمو قوي من أجل الاستفادة من العوائد المرتفعة فيها. وتجدر الإشارة هنا إلى نقطة هامة تتعلق بمسألة استخدام مصطلح الأسواق الناشئة، فالمقصود بذلك ليس حداثة نشأة السوق وإنما

يمكن أن نجد من الأسواق ما تأسس منذ زمن طويل وتندرج تحت هذا الإطار، كبورصة الهند التي تأسست عام 1875 وبورصة القاهرة التي تأسست عام 1904، غير أن التسمية تطلق على مجمل أسواق الأوراق المالية التي سجلت نشاطا ملحوظا في العشرينين الأخيرتين ابتداء من سنة 1990<sup>vi</sup>.

ويطلق مصطلح الأسواق الناشئة والذي تم استخدامه لأول مرة سنة 1981 من طرف الشركة المالية الدولية على أسواق الأوراق المالية التي تكون في مرحلة انتقالية ويكون حجمها ونشاطها أو مستوى تطورها في نمو متزايد<sup>vii</sup>.

إلى جانب الأسواق الناشئة هناك أيضا ما يعرف بالأسواق الحدودية وهي أسواق صغيرة نسبيا وغير سائلة حتى بمقاييس الأسواق الناشئة وتكون عادة المعلومات فيها اقل وفرة من الأسواق الأخرى، ومن بين الدول العربية المنتمية لهذه الأسواق نجد تونس ولبنان<sup>viii</sup>. والأسواق الناشئة هي تلك الأسواق التي توجد خارج الدول الصناعية الكبرى وتنتمي إلى دول نامية في مرحلة التحول إلى اقتصاد السوق، واهم ما تتميز به هذه الأسواق هو الزيادة الكبرى في القيمة السوقية للأسهم بالإضافة إلى تزايد حجم الإصدارات الجديدة للأسهم.

ومن الواضح إن أغلبية الأسواق المصنفة حاليا كناشئة ستدخل في المستقبل ضمن إطار الأسواق المتقدمة فمرحلة النشوء هذه مرت بها كل سوق مالية في بداية تطورها حيث في بداية القرن العشرين كانت السوق الأمريكية تعتبر ناشئة بالنسبة للمستثمر الأمريكي، بينما السوق اليابانية أعدت ناشئة في الستينات والسبعينات.

ويوجد حاليا عدة تعريفات للأسواق المالية الناشئة، لعل أهمها تعريف مؤسسة التمويل الدولية، حيث تعرفها على أنها سوق أسهم و قروض في بلد يكون دخله الوطني الإجمالي للفرد اقل من 10000 دولار، وانطلاقا من هذا التعريف وضعت هذه المؤسسة قائمة للأسواق المالية الناشئة حسب المجموعات الإقليمية يمكن إدراجها ضمن الجدول التالي:

جدول رقم (1): قائمة الأسواق المالية الناشئة.

الشرق الأوسط	إفريقيا	أوروبا	جنوب آسيا	شرق آسيا	أمريكا اللاتينية
إسرائيل	جنوب إفريقيا	روسيا	الهند	الصين الشعبية	الأرجنتين
مصر	نيجيريا	المجر	إندونيسيا	كوريا الجنوبية	البرازيل
	تونس	بولونيا	ماليزيا	الفلبين	الشيلي
		التشيك	باكستان	تايوان	كولومبيا
		اليونان	الأردن	سيريلنكا	المكسيك
				تايلاند	البيرو

Source: Société Financière Internationale ( www.ifc.org)

لقد تميزت الاقتصاديات الناشئة بالتميز الكبير منذ انطلاقتها في عمليات الانفتاح الاقتصادي، التجاري والمالي، حيث عرفت معدلات نمو مرتفعة من وجهة نظر اقتصادية ومعدلات عوائد معتبرة من وجهة نظر استثمارية، وعلى الرغم من تباينها الواضح وقلة تجانسها إلا أنها استطاعت تغيير شكل الخريطة المالية للعالم والتأثير على قرارات الاستثمار الدولي. وعموما فإن الأسواق الناشئة تتميز بصغر حجمها وارتفاع درجة تركيزها وتطورها السريع، ولكنها تعاني بشكل كبير من تذبذب كبير مقارنة مع الأسواق المتقدمة، ما يؤدي إلى عدم استقرارها وزيادة تعرضها للأزمات، وهذا التذبذب المرتبط أساسا بطبيعة السوق المالية في حد ذاتها، يزداد عمقا بازدياد تحرير العمليات المالية في الأسواق.

رابعا- خصائص الأسواق المالية الناشئة: هناك العديد من الخصائص التي تميز

الأسواق المالية الناشئة وهي، من حيث المبدأ تتمحور حول التالي:<sup>ix</sup>

- خطر التقلبات الحادة في هذه الأسواق وكذلك مرد وديتها المرتفعة؛
- سيولة هذه الأسواق ورسمتها البورصية؛
- تنظيم هذه الأسواق؛
- المنتجات المالية المتداولة؛

➤ العديد من العوامل الأخرى التي يمكن أن تدرج ضمنها إدارة المشروعات، انفتاح السوق، مستوى الادخار الوطني.....الخ.

**خامسا- المنتجات المالية المتداولة:** يقتضي التمييز بين نوعين من المنتجات المالية المعروضة على المستثمرين في الأسواق الناشئة مسعرة في الأسواق الناشئة والمصدرة في بعض الأسواق الخارجية.

**1- المنتجات المالية المسعرة والمتداولة في الأسواق الناشئة:** يجرى تداول ثلاث فئات من الأدوات المالية وهي تحديدا الأسهم، السندات والمنتجات المشتقة.

➤ **الأسهم:** عبارة عن ورقة مالية تثبت امتلاك حائزها لجزء من رأس مال المؤسسة التي أصدرته مع الاستفادة من كل الحقوق وتحمل كل الأعباء التي تنتج عن امتلاك هذه الورقة.<sup>x</sup>

إن نسبة تدفقات رؤوس الأموال، باتجاه الأسواق الناشئة المستثمرة باسم لازالت تستهدف المزيد من الارتفاع منذ أن وضعت حيز التطبيق كبريات برامج الخصخصة وتحرير الأسواق والجدير بالذكر ان العام 1994 شهد إصدارات الأسهم جديدة في الأسواق الناشئة بلغ مجموعها قرابة 52 مليار دولار.

➤ **السندات:** تمثل السندات صكوك دين مالكةا، وهي أداة تمويل مباشرة مابين وحدات العجز والفائض، لذلك فهي عبارة عن قرض مجزئ إلى وحدات قياسية كل وحدة منها تدعى السند يتميز التمويل بالسندات مقارنة بالقرض التقليدي بمرونة التسجيل العالية لحامله بوجود سوق الأوراق المالية.<sup>xi</sup>

شهد الاستثمار بالسندات في الأسواق الناشئة نموا شديدا الاضطراب خلال العقد السابق على سبيل المثال إصدارات الشركة المكسيكية الخاصة للإسمنت في العام 1991 سندات لمدة خمس سنوات بما قيمته 425 مليون دولار تقريبا.

➤ **المنتجات المالية المشتقة:** تعتبر المنتجات المالية المشتقة سواء كانت على معدلات فائدة أو على أسعار الصرف أو على مؤشرات أخرى.

## سادسا- مراحل الأسواق المالية الناشئة:

### 1- المرحلة الأولى: الأسواق التي لازالت في المراحل الأولى للتطور، مثل

بورصات كينيا، زيمبابوي، المجر، بولندا ومن اهم سماتها:

- ❖ قلة عدد الشركات المسجلة وانخفاض عدد الأسهم.
- ❖ ضالة القيمة السوقية للأسهم وتركيز ملكية هذه الأسهم في نوعيات محددة.
- ❖ انخفاض سيولة الأوراق المالية.
- ❖ التقلبات الشديدة في الأسعار

### 2- المرحلة الثانية: تضم كل من بورصات البرازيل، الصين، كولومبيا، الهند،

المغرب، الفلبين والتي تتميز بالخصائص التالية:

- ❖ درجة سيولة اكبر للأوراق المالية والمصدر الرئيسي للتمويل هو الأسهم.
- ❖ تنوع الأوراق المالية على نحو يوفر للمستثمرين الفرصة بجني الأرباح من تكوين محافظ متنوعة للأوراق المالية.

### 3- المرحلة الثالثة: مثل بورصات الأرجنتين، اندونيسيا وتركيا والتي تتميز

بالخصائص التالية:

- ❖ استقرار نسبي اكبر في أسعار الأوراق المالية.
- ❖ زيادة حجم الإصدارات الجديدة وخاصة من الأسهم.
- ❖ ارتفاع القيمة السوقية للأسهم المدرجة.

### 4- المرحلة الرابعة: مثل بورصات هونغ كونغ والمكسيك وكوريا وسنغافورة وتايوان

والتي تتسم بالخصائص التالية:

- ❖ معدلات سيولة مرتفعة بالنسبة للأوراق المالية.
- ❖ حجم كبير من التعاملات واتساع نطاق السوق المالية.
- ❖ أسواق تنافسية عالمية.

## المحور الثاني: السياسة النقدية في الأسواق المالية الناشئة

إن فعالية السياسة النقدية تبنى بصفة خاصة على مدى قدرة الجهاز المصرفي على تعبئة أكبر معدل من المدخرات والودائع بحيث يصبح حجم النقود خارج الدورة المصرفية منخفضا إلى أدنى حد ممكن لتحقيق بذلك النقود قيمة تنافسية بالإضافة إلى خلق مصداقية اتجاه السلطة النقدية.

**أولاً- تعريف السياسة النقدية:**السياسة النقدية هي مجموعة الإجراءات التي يستخدمها البنك المركزي بغرض التأثير على العرض النقدي بطريقة ما للوصول إلى تحقيق مجموعة الأهداف الاقتصادية<sup>xiii</sup>.

**ثانياً- موقع السياسة النقدية من السياسة الاقتصادية:**لا يخف أن كثيرا من السياسات النقدية وخاصة في الدول المتخلفة تكون أحد أهم أسباب الاختلال الاقتصادي الداخلي والخارجي، إلى جانب المتغيرات الاقتصادية الأخرى، وإذا كانت أهم أهداف السياسة النقدية هو تحقيق الاستقرار الاقتصادي نوعا ما في ظل النمو المتوازن، فيعني هذا أن هناك ارتباط وثيق بين النشاط الاقتصادي والنقدي ويظهر ذلك من خلال ارتباط المشاكل الاقتصادية من بينها البطالة، التضخم وانخفاض العمالة الوطنية بالحلول النقدية<sup>xiv</sup>.

**ثالثاً- أدوات السياسة النقدية:** تعبر أدوات السياسة النقدية عن المعدلات التي تقع تحت التحكم المباشر للسلطة النقدية، بما يمكنها من تعديل مستوياتها للوصول إلى تحقيق الأهداف النهائية وتشمل نوعين من الوسائل، إذ تخضع لدرجة التناسق في الجهاز المصرفي وقوة الاقتصاد.

### **1- الأدوات الكمية:**

❖ **سياسة معدل إعادة الخصم:** سعر إعادة الخصم هو عبارة عن سعر الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي من البنوك التجارية مقابل إعادة خصم ما لديها من كمبيالات و أدوات خزينة مقابل ما يقدمه لها من قروض أو سلف مضمونة

بمثل هذه الأوراق. واستنادا إلى هذه الوسيلة تستطيع البنوك التجارية الحصول على القروض من البنك المركزي لدعم السيولة النقدية لديها بسعر خصم معين<sup>xv</sup>. وهناك علاقة بين معدل إعادة الخصم وأسعار الفائدة ذات طابع إيجابي في اتجاه واحد. وتؤدي زيادة معدلات إعادة الخصم إلى خفض حجم النقود في المجتمع. ولهذا تلجأ البنوك المركزية عند ماتريد التأثير على تقليص عرض النقود إلى رفع معدل إعادة الخصم مما يؤدي إلى ارتفاع معدلات الفائدة في الأسواق المالية ومنه عدم تشجيع الاقتراض من البنوك التجارية، وبالتالي انخفاض الائتمان. ويتم خفض هذا المعدل عند الرغبة في زيادة حجم الائتمان.

إلا أن ما عرفته الأنظمة الاقتصادية والنقدية والمالية من تغيرات جعلت هذه الأداة قليلة الجدوى من حيث التأثير، خاصة بالنسبة للدول النامية التي تتمتع بمنحى كفاية استثمارية لا يتمتع بمرونة قوية تبعا للمتغيرات في سعر الفائدة، إضافة إلى هذا فإن سعر الفائدة لا يمثل في كثير من المشاريع إلا جزءا ضئيلا من تكاليف التمويل وهذا لوجود التمويل الذاتي.

❖ **عمليات السوق المفتوحة:** دخول البنك المركزي للسوق من أجل تخفيض أو

زيادة حجم الكتلة النقدية عن طريق شراء أو بيع الأوراق المالية.<sup>xvi</sup>

❖ **الاحتياطي النقدي القانوني:** من الأدوات المستخدمة على الائتمان الذي يؤثر

في عرض النقود. حيث تقوم البنوك التجارية بإيداع نسبة معينة من ودائع العملاء لديها في خزائن البنك المركزي<sup>xvii</sup>، أي أن تقوم البنوك التجارية بتجميد جزء من الودائع لديها على شكل احتياطي سائل لدى البنك المركزي مما يؤدي إلى رفع نسبة الاحتياطي ونسبة السيولة عندما يهدف الحد من الائتمان لعدم التوسع في عملية خلق النقود وبالتالي الحد من عرضها.

## 2- الأدوات النوعية (الكيفية):

❖ **تأطير الائتمان:** إجراء تنظيمي تقوم بموجبه السلطات النقدية بتحديد سقف لتطور القروض الممنوحة من قبل البنوك التجارية بكيفية إدارية مباشرة وفق نسب محددة خلال العام، كأن لا يتجاوز ارتفاع مجموع القروض الموزعة نسبة معينة، وفي حال الإخلال بهذه الإجراءات تعرض البنوك إلى عقوبات على واعتماد الأسلوب ينبع من السلطات النقدية إلى التأثير على توزيع القروض في اتجاه القطاعات المعتبرة أكثر حيوية بالنسبة للتنمية، أو التي تتطلب موارد مالية كبيرة.

❖ **النسبة الدنيا للسيولة:** حيث يقوم البنك المركزي بإجبار البنوك التجارية على الاحتفاظ بنسبة دنيا يتم تحديدها عن طريق بعض الأصول منسوبة إلى بعض مكونات الخصوم، وهذا لخوف السلطات النقدية من خطر الإفراط في الاقتراض من قبل البنوك التجارية بسبب أصولها المرتفعة السيولة، وهذا بتجميد بعض هذه الأصول في محافظ البنوك التجارية، وبذلك يمكن الحد من القدرة على إقراض القطاع الاقتصادي.

❖ **الودائع المشروطة من أجل الاستيراد:** يدفع هذا الأسلوب المستوردين إلى إيداع المبلغ اللازم لتسديد ثمن الواردات بصورة ودائع لدى البنك لمدة محدودة.

وتتوقف فعالية ونجاعة هذه الطريقة على خبرة ومكانة المصرف المركزي ومدى تقبل المصارف التجارية التعامل معه وثقتها في إجراءاته، ومدى قدرة المصرف المركزي على مقاومة الضغوط التي يتعرض لها وإتباع سياسة مستقلة في إدارة شؤون التمويل لذا نجد هذه الوسيلة قد حققت من أهدافها في الدول المتقدمة دون الدول المتخلفة حديثة العهد بالنظم المصرفية المتطورة.

#### رابعا - العلاقة بين السياسة النقدية والأسواق المالية

علاقة وثيقة تربط بين السياسات النقدية وتنمية تداول الأوراق المالية وهذا الترابط ينبع أساسا من التداخل واتساق العلاقة القائمة بين أسواق النقد وأسواق رأس المال، ومن هنا يمكن ان نتصور إجراءات النظام المصرفي متمثلة بالبنك المركزي والبنوك التجارية والتي هي مؤسسات محفزة للنمو الاقتصادي، ويمكن أن تصبح إحدى الدعامات الرئيسية في قيام سوق متطورة لتداول الأوراق المالية.

فانتساع حجم السيولة في السوق المالية بالنسبة إلى السيولة الكلية للاقتصاد يفسر لنا زيادة ترابط السوق المالية بالسياسة النقدية الأمر الذي يجعل من الضروري توسيع دور اهتمام السلطة النقدية بهدف السيطرة و التأثير في سيولة السوق<sup>xviii</sup>.

هناك العديد من القنوات التي يمكن أن تستخدمها السلطة النقدية بغية التأثير في السوق المالية، واهم هذه القنوات سعر إعادة الخصم وعمليات السوق المفتوحة ونسبة الاحتياطي القانوني، حيث تمتد آثار استخدام السلطة النقدية لأداة سعر الخصم في السوق المالية عبر السوق النقدية للتغيير أحكام إقراض البنوك التجارية من البنك المركزي، أي التأثير في حجم احتياطات البنوك التجارية، أما عمليات السوق المفتوحة الأداة الثانية التي يمكن من خلالها أن يصل تأثيرها في نشاط السوق إلى عمليات البيع والشراء للأوراق الحكومية قصيرة ومتوسطة الأجل عبر التأثير في قناة الأسعار وسعر الفائدة، بالإضافة إلى قناة الاحتياطات النقدية، أما فيما يتعلق بالأداة الثالثة - نسبة الاحتياطي القانوني- فان البنك المركزي يستطيع التحكم بتلك النسبة الأمر الذي يدفع البنوك التجارية إلى اللجوء إلى السوق المالية لعرض ما لديها من أوراق مالية<sup>xix</sup>.

الجدول رقم (2): معدل النمو في الدول المتقدمة والناشئة خلال الفترة 2006-2016

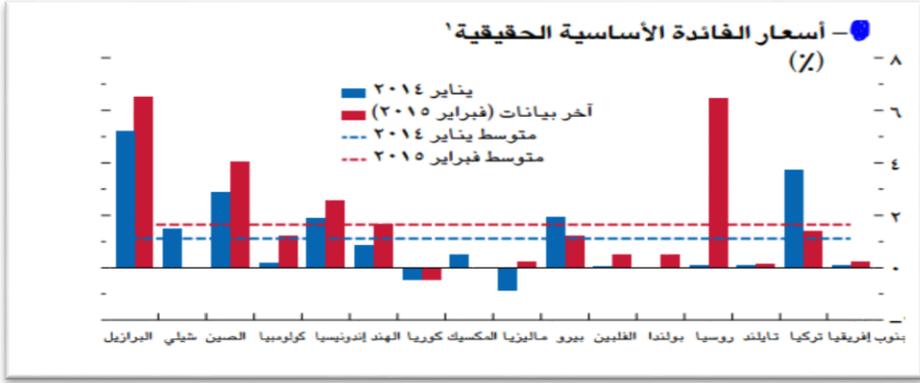
2016	2014	2012	2010	2008	2006	
3.1	3.7	0.1	2.8	3.1	2.8	الأسواق المتقدمة

7.3	2.8	6	8.9	8.2	7.3	الأسواق الناشئة
-----	-----	---	-----	-----	-----	-----------------

### المصدر: صندوق النقد الدول، أفاق الاقتصاد العالمي

نلاحظ ارتفاع معدل النمو من نحو 7.3 إلى 8.9% في الفترة 2006-2008 حيث كان الدافع وراء هذا النمو الاستثنائي يرجع جزئياً إلى أداء الصين القوي.

### الشكل رقم (2): السياسة النقدية في الأسواق الناشئة



### المصدر: صندوق النقد الدول، أفاق الاقتصاد العالمي

من خلال الشكل نلاحظ أن أسعار الفائدة الحقيقية في متوسط الحالات قريبة من مستوياتها في سنة 2014 و أقل من المستويات التي كانت سائدة قبل الأزمة في كثير من الأسواق الناشئة، واستمر تباطؤ نمو الائتمان المصرفي وان كان لا يزال ينمو بسرعة في بعض أسواق الدول الناشئة ونتيجة لذلك استمر ارتفاع الرفع المالي على مستوى الاقتصاد ككل، والذي يقاس بنسبة الائتمان المصرفي إلى إجمالي الناتج المحلي.

### المبحث الثالث: علاقة مؤشرات السياسة النقدية بالسوق المالي الأردني

أولاً- لمحة عن بورصة عمان للأوراق المالية: تم تأسيس بورصة عمان في 1999/03/11 بموجب قانون الأوراق المالية كمؤسسة مستقلة لاتهدف إلى الربح

وتدار من قبل القطاع الخاص ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية، وقد قامت بورصة عمان منذ نشأتها بخطوات مهمة هدفت إلى زيادة الشفافية والكفاءة في هذا السوق، وكذلك إلى زيادة ثقة المستثمرين فيه<sup>xx</sup>.

تهدف بورصة عمان إلى توفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وترسيخ أسس التداول العادل من خلال:

- ✓ وضع وتطبيق الإجراءات وأساليب العمل الكفيلة بضمان تداول كفو وشفاف؛
- ✓ توفير أنظمة الكترونية ووسائل ربط وقاعات مجهزة بالوسائل التقنية الحديثة؛
- ✓ مراقبة عمليات التداول في السوق والتنسيق مع الهيئة في متابعة العمليات؛
- ✓ وضع معايير للسلوك المهني لضمان التزام أعضائها بمبادئ التداول العادل؛
- ✓ النشر الفوري والصحيح للمعلومات لجميع المهتمين بنفس الوقت.

**ثانياً- المؤشرات النقدية لسوق الأردن:** أثرت جهود الإصلاح الاقتصادي التي تبنتها الحكومة خلال السنوات الماضية في تمكين الاقتصاد من التجاوب بمرونة مع التداعيات السلبية الناجمة عن تعميق الاضطرابات السياسية والاقتصادية في الأردن، فقد سجل الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي خلال عام 2014 نمو هو الأعلى منذ عام 2010 وبنسبة 31%<sup>xxi</sup>.

جاء النمو المتحقق خلال عام 2014 مدفوعاً بالنمو المتأتي من كافة القطاعات الاقتصادية لاسيما (خدمات المال والتأمين العقاري، والتجارة والصناعة الاستخراجية والصناعة التحويلية، والزراعة) إذ ساهمت هذه القطاعات مجتمعة بمقدار 1.9% نقطة مئوية أي بنسبة 61.3% من معدل النمو المتحقق خلال عام 2014. هذا وقد سجل المستوى العام للأسعار مقاساً بمخفض الناتج المحلي خلال عام 2014 نمواً بنسبة 3.4% مقابل 5.6% خلال عام 2013<sup>xxii</sup>.

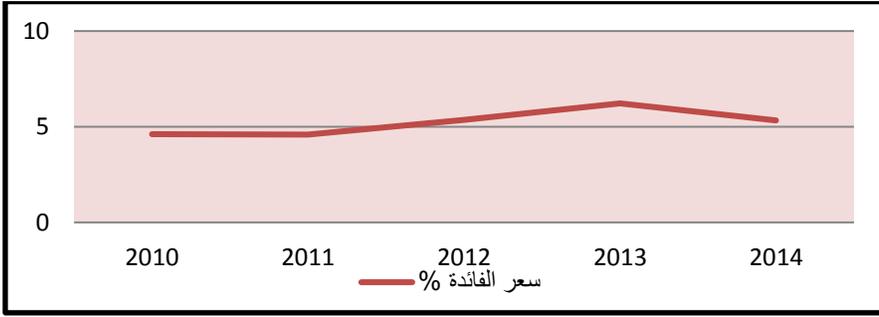
استمر البنك المركزي في عام 2014 بتطبيق سياسته النقدية القائمة على المرونة والفعالية والانسجام مع التطورات الاقتصادية المحلية والعالمية. وفي ضوء التطورات الاقتصادية والنقدية الايجابية التي تحققت منذ مطلع عام 2013، اتبع البنك المركزي سياسة نقدية تيسيرية تهدف إلى تخفيض كلفة الاقتراض في الاقتصاد وتوفير التمويل الملائم لكافة القطاعات من اجل تحفيز النمو الاقتصادي. كما واصل البنك المركزي جهوده الرامية إلى الحفاظ على الاستقرار النقدي وتحقيق معدلات تضخم مناسبة، من اجل تعزيز الثقة العامة بالبيئة الادخارية والاستثمارية في المملكة لتحقيق النمو الاقتصادي المستدام. والى جانب العمل على تدعيم أركان الاستقرار المالي بهدف تحسين الجهاز المصرفي<sup>xxiii</sup>.

### جدول رقم(3): مؤشرات السياسة النقدية خلال الفترة من 2010-2014

السنوات	سعر الفائدة	معدل البطالة	متوسط سعر الصرف
2010	4.61	-	0.08
2011	4.59	12.9	0.11
2012	5.37	12.2	-0.11
2013	6.22	12.6	0.11
2014	5.33	11.9	0.14

Source: www.cbj.gov

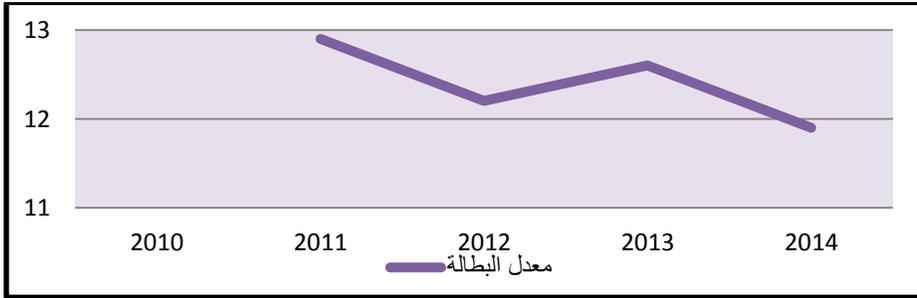
الشكل رقم (3): معدل سعر الفائدة



**المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الجدول رقم 3**

انطلاقاً من حرص البنك المركزي على تحفيز الاستثمار وتوفير التمويل لمختلف الأنشطة الاقتصادية بكلفة ملائمة، قام البنك المركزي بتخفيض أسعار الفائدة على أدوات السياسة النقدية خلال سنة 2014، وقد جاء ذلك التوجه في ضوء استمرا التحسن في معظم المتغيرات الأساسية للاقتصاد الوطني.

**الشكل رقم (4): معدل البطالة**



**المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الجدول رقم 3**

تعتبر البطالة إحدى أبرز التحديات المزمنة التي لازمت الاقتصاد منذ أكثر من عقدين بسبب الاختلالات الهيكلية التي يعانها سوق العمل في جانبي الطلب والعرض، ففي جانب الطلب يواجه الاقتصاد الأردني صعوبة في استحداث فرص عمل كافية تستوعب الأعداد الداخلة إلى سوق العمل نظراً لمحدودية موارده وتراجع قدرة القطاع العام على التوظيف، وفي العرض تعتبر نسبة انخراط الأردنيين في سوق العمل من أدنى المستويات في العالم لم تتجاوز في أحسن الأحوال 40% من

مجموع السكان في سوق العمل، حيث بلغ معدل البطالة عام 2014 بنسبة 11.9% منخفضا على عام 2013 وهذا ما يوضحه الشكل 4.

الشكل رقم (5): معدل سعر الصرف



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الجدول رقم 3

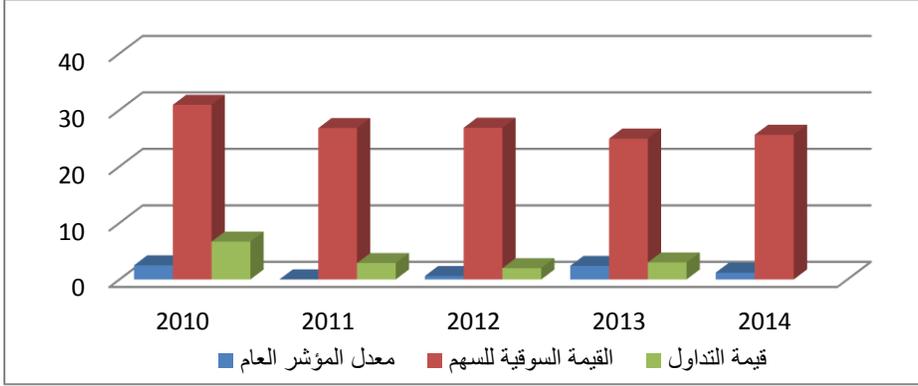
ثالثا - مؤشرات السوق المالي الأردني: شهدت مؤشرات بورصة عمان خلال عام 2014 في أدائها مقارنة تباينا في أدائها مقارنة بعام 2013، حيث تراجت القيمة السوقية للأسهم المدرجة في البورصة سنة 2011 حيث بلغت 26.79 و 26.85 سنة 2012 و 24.93 سنة 2013، و 25.6 سنة 2014، كما تراجع حجم التداول ليصل إلى 2.9% سنة 2011 على مستواه المسجل خلال عام 2010، كما انخفض سنة 2012 ليصل إلى 2%، وارتفع عام 2013 ليصل 3%<sup>xxiv</sup>.

الجدول رقم (4): مؤشرات التداول في السوق المالي الأردني

السنوات	المؤشر العام	القيمة السوقية	قيمة التداول
2010	2.5	30.9	6.7
2011	-5.4	26.79	2.9
2012	0.6	26.85	2
2013	2.4	24.93	3
2014	1.2	25.6	-

المصدر: صندوق النقد العربي، أداء أسواق الاوراق المالية العربية، العدد التاسع والسبعون، 2014، ص:15

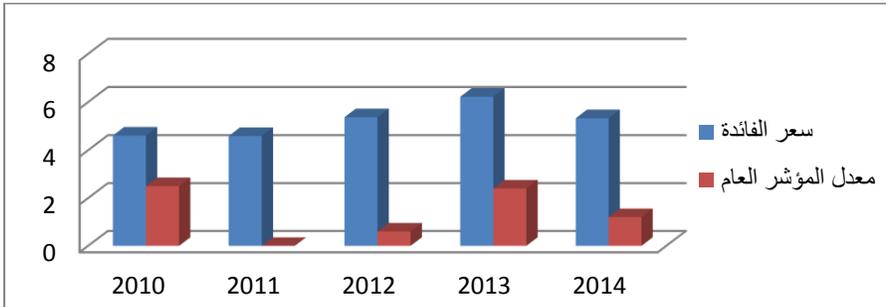
الشكل رقم(6): مؤشرات السوق المالي الأردني



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الجدول رقم4

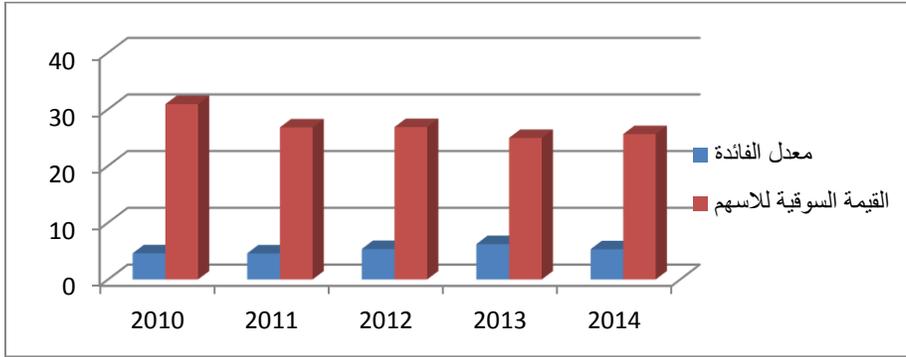
رابعا- تأثير مؤشرات السياسة النقدية على السوق المالي الأردني: تظهر الأشكال أدناه تصاعد مستمر لأسعار الفائدة على الودائع وذلك منذ 2010-2014، ومن جانب آخر هناك انخفاض في المؤشر العام للأسهم في السوق الأردني، من خلال الأشكال أدناه نلاحظ عدم وجود تأثير كبير بين سعر الفائدة والمؤشر العام للأسهم، لكن نلاحظ هناك تأثير بين سعر الفائدة والقيمة السوقية للأسهم.

الشكل رقم(7): أثر سعر الفائدة على معدل المؤشر العام



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الجدول رقم 3,4

## الشكل رقم (8): أثر معدل سعر الفائدة على القيمة السوقية للأسهم



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الجدول رقم 3،4

**الخاتمة:** يمكن القول أن الأسواق المالية الناشئة تلعب دورا كبيرا من خلال الفرص العديدة التي تخلقها لتمويل الاقتصاد المحلي والدولي، خصوصا في ظل الانفتاح الذي يشهده العالم وتوسع شبكات الاتصال وتطور التجارة وتوسع دور البنوك، لذا كان على البلدان النامية أو الناشئة خلق أسواق مالية حيث انتهجت سياسات أو إصلاحات تمكنها من مواكبة التطور الذي يجري في الأسواق المالية المتقدمة أو العالمية وتتمثل هذه الإصلاحات في فتح رأس المال وتحريره من القيود المفروضة عليه، إن الأسلوب ذاته المتبع في الدول المتقدمة تتبناه الدول النامية فيما يخص تحرير القطاع المصرفي والمالي بهدف الاستحواذ على أكبر قدر ممكن من الأموال الدولية لتمويل اقتصادياتها، وقد نجحت بعض الأسواق وسميت بالأسواق الناشئة والتي تكاد ترقى إلى أسواق عالمية.

يعتبر السوق المالي الأردني من الأسواق المالية الناشئة، نظرا لإمكانيات النمو الاقتصادي ومؤشرات التداول، كما أن السياسة النقدية لها أثر على أداء الأسواق المالية من خلال أهم قنواتها وهو سعر الفائدة؛ ومن النتائج المتوصل إليها:

✚ تعتبر الأسواق المالية الناشئة محركا مهما في التنمية الاقتصادية المختلفة.

✚ تنشأ السوق المالية الناشئة أساسا من وجود ضغوطات داخلية (الطلب على التمويل) وأخرى خارجية (عرض التمويل) مع توفر شروط الجاذبية المطلوبة التي تسمح بالتقاء كل من العرض والطلب الدوليين على التمويل.

✚ إن تطبيق سياسة نقدية أكثر فعالية من شأنها أن تحقق التوازن الاقتصادي الذي يساعد على تطوير نشاط الأسواق المالية الناشئة؛

✚ التعرف على الأسواق المالية الناشئة وكيف لعبت مجموعة من العوامل دور في جلب أموال الأجانب نحو هذه الأسواق.

### التوصيات:

✚ ضرورة الربط بين قنوات السياسة النقدية من أجل إحداث تكامل بينها؛

✚ تفعيل الدور الرقابي والإشرافي للبنك المركزي على الجهاز المصرفي؛

✚ الموازنة بين قرارات السلطة النقدية بما يتلائم مع طبيعة كل سوق مالية.

### قائمة المراجع

<sup>i</sup> - نوزاد الهخيتي، مقدمة في الأسواق المالية، دار الشط للإعمال الفنية، دمشق، 1998، ص: 14.

<sup>ii</sup> - عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار الصفاء،

الأردن، 2010، ص: 114-115

<sup>iii</sup> - محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، دار زمزم، الأردن،

2009، ص: 21.

<sup>iv</sup> - عصام فهد العريبي، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية، دار الرضا، دمشق، 2002، ص

ص: 10.11.

<sup>v</sup> - سيد مولوي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، الردين، 2010، ص: 95.

- vi- حسان خبابة، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، فيفري 2004، ص: 03.
- vii- سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في البلدان الناشئة، حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة دكتورا دولة في العلوم الاقتصادي، جامعة الجزائر، 2004، ص ص 44-46.
- viii- بوعبدالله علي، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه علوم، علوم اقتصادية، جامعة بسكرة، 2014، ص ص: 178-179.
- ix- وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، دار المنهل اللبناني مكتبة رأس النبع، لبنان، 2003، ص - ص: 104، 105.
- x- الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، الجزائر، ص: 82.
- منير، ادوات الاستثمار في سوق ارس المال، المكتب العربي الحديث، مصر، 1999، ص:
- xi- 69 إبراهيمهندي
- xii- أمل مصطفى عصفور، إدارة البورصات العربية وسبل تنميتها، ملنقي حول: بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية، مصر، 6\_7.
- xiii. أحمد محمد مندور، مقدمة في النظرية الاقتصادية الكلية، الدار الجامعية، مصر، 2003-2004، ص 224.
- xiv. أحمد مصطفى، د. سمير محمد السيد حسن، السياسات النقدية والبعد الدولي لليورو، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2000، ص 156.
- xv ضياء مجيد الموسوي، الاقتصاد النقدي، دار الفكر، الجزائر، 1993، ص 33.
- xvi. بلعوز بن علي، محاضرات في النظريات و السياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص 125.
- xvii. مصطفى سليمان، حسام داود، مبادئ الاقتصاد الكلي، دار الميسرة، الأردن، سنة 2000، ص 224.
- xviii- عباس كاظم جاسم الدعي، السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الاردن، 2009، ص: 102.
- xix- حوحو فطوم، سياسات تفعيل الأسواق المالية العربية دراسة حالة السوق المالي السعودي، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه للطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود، جامعة بسكرة، 2014/2015، ص ص: 181-182.

---

<sup>xxi</sup> - صبري الخطيب، تقرير حول أداء بورصة عمان خلال العامين 2004 و2005 غرفة التجارة عمان، إدارة الدراسات والتدريب، وحدة الدراسات والاتفاقات الدولية، تموز، 2006، ص ص: 4،5.

<sup>xxii</sup> - [www.cbj.gov](http://www.cbj.gov)

<sup>xxiii</sup> - [www.cbj.gov](http://www.cbj.gov).

<sup>xxiv</sup> - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الاوراق المالية العربية، العدد التاسع والسبعون، 2014، ص:15.