

## مساهمة الأسواق المالية الناشئة في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل سياسة التحرير المالي دراسة حالة السوق المالي الأردني

أ.د رباح خوني، جامعة محمد خيضر بسكرة.

د. عيسى حجاب، جامعة محمد بوضياف المسيلة.

**الملخص:** يتناول هذا البحث موضوع الأسواق المالية الناشئة ومساهمتها في تحقيق النمو الاقتصادي، وهذا في ظل سياسة التحرير المالي، وينتقل إلى بيان الأساس النظري للأسواق المالية، ثم التعريف بالأسواق المالية الناشئة ومراحل تطورها ومن ثم دراسة النمو الاقتصادي وسياسة التحرير المالي، هذا بالنسبة للجانب النظري، أما الجانب التطبيقي فقد تم التطرق فيه للسوق المالي الأردني كنموذج للدراسة.

والهدف من هذه الدراسة هو دراسة أهمية التحرير المالي باعتباره من ابرز الإفرازات التي جاءت بها العولمة المالية، حيث أصبح ضرورة ملحة لاندماج الأسواق المالية الناشئة في الاقتصاد العالمي، كما تهدف الدراسة إلى إبراز أهمية الأسواق المالية في تحقيق معدلات نمو مرتفعة.  
**الكلمات المفتاحية:** تحرير مالي، أسواق مالية ناشئة، نمو اقتصادي.

**Résumé:** Cette étude aborde le sujet des marchés financiers émergents, et leur rôle croissance économique, et cela dans le cadre de la libéralisation financière, cette étude tend a montrer des marchés financiers et a définir les marchés financiers émergents et les phases de leur développement et ensuite du croissance économique et la politique de la libéralisation financière, cela est pour le cote théorique, mais pour le cote pratique nous avons aborde la bourse Jordan .

Le but de cette étude est l'étude de l'importance de la libéralisation financière considérée comme l'une des plus importance conséquences de la globalisation financière et qui est devenue une nécessaire pour intégrer les marchés financiers émergentes dans l'économie mondiale. En effet on vise dans cette étude a montrer l'importance des marchés financiers émergents dans la réalisation de taux de croissance élevés.

**Mots clés:** libéralisation financière, les marchés financiers émergents, la croissance économique.

**مقدمة:** تلعب الأسواق المالية دورا بالغ الأهمية وذلك باعتبارها المكان الذي يلتقي فيه أصحاب الفائض المالي 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 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 المستجدات 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، في المقابل لا يزال العديد من الأسواق في بداية الطريق، فمما سبق يمكن طرح السؤال التالي:

## هل تساهم الأسواق الناشئة في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل سياسة التحرير

### المالي؟

ويغرض الإجابة على هذه الإشكالية فقد تم تقسيم هذه الدراسة إلى ثلاث محاور هي:

المحور الأول: ماهية الأسواق الناشئة؛

المحور الثاني: النمو الاقتصادي وسياسة التحرير المالي؛

المحور الثالث: السوق المالي الأردني كنموذج للدراسة.

### 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 عجزات 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.

### أولاً: تعريف ونشأة الأسواق المالية وأقسامها

**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 تتلاءم مع معتقدات الأفراد وفي إطار السياسة العامة للدولة وما تستهدف تحقيقه من المتغيرات الاقتصادية الأساسية مثل الدخل القومي ومستوى الأسعار<sup>1</sup>.

أما المفهوم الواسع فهو يشمل المؤسسات المالية التي تتعامل في القروض الطويلة الأجل فقط، غير أن المفهوم الأوسع و المقبول لسوق المال فهو الذي يتضمن أيضا الوسطاء و المؤسسات المالية المختلفة بالإضافة إلى سوق النقد<sup>2</sup>.

كما تشير الأسواق المالية إلى الميكانيكية التي ستضمن تجميع المدخرات و تقديم الأموال للأنشطة الاقتصادية المختلفة و ذلك من خلال مختلف المؤسسات المالية التي يضمها السوق<sup>3</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>4</sup>.

وارتبط تطور أسواق الأوراق المالية تاريخياً بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم ولأسيما 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 قارة 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>5</sup>.

**3- 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:

- **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>6</sup>.

- **أسواق رأس المال:** وهي أسواق يجري فيها التعامل بالأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل أي التي تستحق في فترات زمنية أطول من سنة مثل الأسهم والسندات<sup>7</sup>.

**ثانياً- مفهوم الأسواق المالية الناشئة وخصائصها**

**1- 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 مائة سنة 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 العشرينتين الأخيرتين ابتداء من سنة 1990<sup>8</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>9</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>10</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.

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

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 للآزمات، وهذا التذبذب المرتبط أساسا بطبيعة السوق المالية في حد ذاتها، يزداد عمقا بازدياد تحرير العمليات المالية في الأسواق.

**2- خصائص الأسواق المالية الناشئة:** هناك العديد من الخصائص التي تميز الأسواق المالية الناشئة وهي، من حيث المبدأ تتمحور حول التالي<sup>11</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.

### ثالثا- 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 و المتداولة في الأسواق الناشئة:** يجرى تداول ثلاث فئات أساسية من الأدوات المالية في الأسواق الناشئة وهي تحديدا الأسهم،السندات و المنتجات المشتقة.

أ- **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>12</sup>

إن نسبة تدفقات رؤوس الأموال، باتجاه الأسواق الناشئة المستثمرة باسهم 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.

ب- **السندات:** تمثل السندات صكوك دين مالکها، 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 التسييل العالية لحامله بوجود سوق الأوراق المالية. 13

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

**ج- المنتجات المالية المشتقة:** تعتبر المنتجات المالية المشتقة سواء كانت على معدلات فائدة أو على أسعار الصرف أو على مؤشرات أخرى حديثة النشأة في معظم هذه الأسواق واستناداً إلى دراسة قامت لها **INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION IFC** في العام 1994 وشملت 32 سوقاً ناشئة، تبين أن 12 سوق كانت تفتقر لمنتجات مشتقة و 13 أخرى أقرت بأنها مهتمة بمنتجات من هذا النوع.

**2- إصدارات لشركات الأسواق الناشئة لمنتجات في الأسواق الخارجية والتسعير في هذه الأسواق لمنتجات صادرة في الأسواق الناشئة:** بهدف استقطاب عدد أكبر من المستثمرين أصدرت العديد من الشركات المسعرة في الأسواق الناشئة أسهماً في بعض الأسواق المتطورة الأجنبية أو أيضاً أقدمت على التسعير في هذه الأخيرة لأسهمها التي قد أصدرتها في السوق المحلي.<sup>14</sup>

**أ- المنتجات المالية من نموذج الأسهم:** المقصود بذلك على وجه الخصوص:

" EDR "

" GDR "

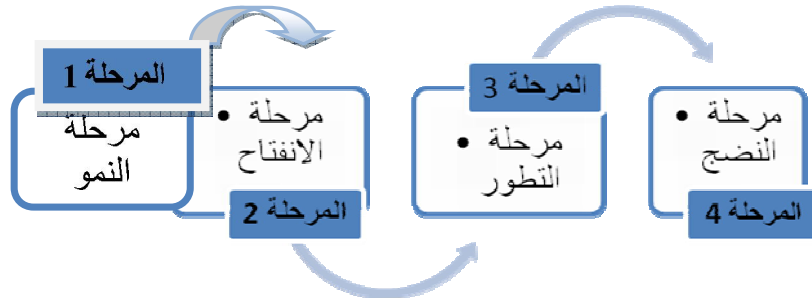
" ADR "

وهي في مجملها، أسهم نموذجية مصدرة في الأسواق الناشئة لكنها مسعرة في أسواق أجنبية متطورة، وتعتبر قيم كل من شركة MEXICO وشركة TELEFONOS ( أي الشركة البترولية الأرجنتينية ) من ضمن القيم الأكثر سيولة في بورصة نيويورك.

**ب- المنتجات المالية من نموذج السندات:** شهدت إصدارات المقترضين في الأسواق الناشئة باليورو -سندات المزيد من الانتشار خلال السنوات الأخيرة وفي العام 1994 قارب مجموع هذه الإصدارات ما قيمته 37 مليار دولار فهناك السندات المصدرة بالين والموظفة في أسواق مالية غير يابانية أو أيضاً السندات المصدرة بغير الدولار الأمريكي والموظفة في الوم التي لاقت الاهتمام الشديد من قبل المستثمرين.

رابعاً- مراحل الأسواق المالية الناشئة: تتضمن اربع مراحل يمكن ايضاحها في الشكل التالي<sup>15</sup>:

الشكل رقم (01): مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة



المصدر: من إعداد الباحثين

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 المتداولة.
- تنوع الأوراق المالية على نحو يوفر للمستثمرين الفرصة بجني الأرباح من تكوين محافظ متنوعة للأوراق المالية.
- المصدر الرئيسي للتمويل هو إصدار الأسهم.

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: النمو الاقتصادي وسياسة التحرير المالي

**أولاً- النمو الاقتصادي:** نعني به حدوث زيادة مستمرة في متوسط الدخل الفردي الحقيقي مع مرور الزمن ومتوسط الدخل هو حاصل قسمة الدخل الكلي على عدد السكان أي أنه يشير لنصيب الفرد في المتوسط من الدخل الكلي للمجتمع وهذا يعني أن النمو الاقتصادي لا يعني مجرد حدوث زيادة نصيب الفرد من الدخل الكلي أو الناتج الكلي لأنه يتعدى ذلك ليعني حدوث تحسن في مستوى معيشة الفرد ممثلاً في زيادة نصيبه من الدخل الكلي وهذا لا يتحقق إلا إذا فاقت الزيادة في معدل نمو الدخل الكلي معدل الزيادة في عدد السكان، فإذا كان معدل نمو الدخل الكلي مساوياً لمعدل النمو السكاني فإن نصيب الفرد من الدخل الكلي سوف يظل ثابتاً، أي أن مستوى المعيشة للفرد لن تتغير بمعنى لا يوجد نمو اقتصادي، أما إذا زاد الدخل الكلي بمعدل أقل من معدل النمو السكاني فإن نصيب الفرد سوف ينخفض وبالتالي تتدهور مستوى معيشته والعكس صحيح.

"قالنمو الاقتصادي يعني حدوث زيادة حقيقية في الدخل الفردي وليس النقدي، وللحديث عن النمو الاقتصادي لا بد من حدوث زيادة مستمرة في الدخل فعادة ما يتم منح إعانة إلى دولة ما تزيد من متوسط الدخل الحقيقي لمدة عام أو عامين ولكنها تعتبر زيادة مؤقتة وليست نموًا<sup>16</sup>."

كما يعرف النمو هو الزيادة المطردة أو المستمرة في إنتاج بلد ما خلال فترة أو عدة فترات طويلة من الزمن وبذلك فإن النمو يختلف عن مجرد التوسع الذي يعني الزيادة في الإنتاج لفترة قصيرة .

وكظاهرة اقتصادية يحظى النمو بمكانة مرموقة في علم الاقتصاد، وقد كان الاقتصاديين سابقين في الاهتمام به، حيث اعتبر آدم سميث مثلاً، قسيم العمل مصدراً رئيسياً للنمو، لكن بالنسبة للكلاسيك فإن النمو يتوقف دائماً حيث يبدأ المردود للاقتصاد الرأى أن زيادة الإنتاج في أي مؤسسة أو بلد ما تكون مقيدة أو محدودة بظاهرة المردود المتناقص لعوامل الإنتاج الإضافية، وتبعاً لذلك فإن الاقتصاد يدخل في حالة سكون<sup>16</sup>.

أيضا ظاهرة النمو هي تزايد قابلية اقتصاد ما على توفير السلع والخدمات خلال فترة زمنية، وذلك مهما كان مصدر هذا التوفير محليا أو خارجي<sup>17</sup>.

**2- نظريات النمو في الفكر الاقتصادي:** نذكر أهم النظريات المفسرة للنمو من خلال الجدول التالي:

### ثانيا: سياسة التحرير المالي

**1- أسباب ظهور نظرية التحرير المالي:** لقد اعتبرت الحكومات في الدول النامية القطاع المالي كقطاع استراتيجي وأخضعته لمختلف الأشكال من الرقابة، ابتداء من التأميم إلى وضع مجموعة من القيود والضوابط على النشاط المالي والبنكي مثل تحديد أسقف لسعر الفائدة الدائنة والمدينة وفرض احتياطي إلزامي كبير يسمح للدولة بتمويل عجز الميزانية بأقل تكلفة وإتباع سياسة توجيه الائتمان، وتمثل مجموعة هذه الإجراءات المفروضة على القطاع المالي ما أطلق عليه كل من R Mackinnon و E. Show بالكبح المالي<sup>18</sup>.

حيث تتميز هذه السياسة بتثبيت سعر الفائدة الحقيقي فوق مستوى توازنه في السوق أي وضع سقف لسعر الفائدة، وإلزام البنوك بإعطاء الأولوية في تمويل المشاريع الحكومية قليلة المرودية وبنسبة تضخم مرتفعة<sup>19</sup>.

إلا أن هذه السياسة المتعلقة بكبح القطاع المالي في الدول النامية قد أضرت بالنظم المالية لهذه الدول ولم تحقق الأهداف التي خططت لها، وهذا ما دفع بالعديد من هذه الدول في أواخر السبعينات بالشروع بإصلاحات جذرية على مستوى أنظمتها المالية والاقتصادية، وبإيجاز من البنك وصندوق النقد الدوليين اتخذ العديد من هذه الدول إجراءات تهدف إلى إصلاح القطاع المالي، وقد اعتمد في هذا الإطار النظري والذي وضعه من R. Mackinnon و E. Show عام 1973 للتحرير المالي في الدول النامية<sup>20</sup>.

## 2- تعريف التحرير المالي:

يمكن تعريف سياسة التحرير المالي على أنها "مجموعة من الأساليب والإجراءات التي تتخذها الدولة من أجل إلغاء أو التخفيف من درجة القيود المفروضة على النشاط المالي بهدف تعزيز كفاءته وإصلاحه"<sup>21</sup>.

أيضا يعرف بالمعنى الشامل انه مجموعة من الأساليب والإجراءات التي تتخذها الدولة لإلغاء أو تخفيف درجة القيود المفروضة على عمل النظام المالي بهدف تعزيز مستوى كفاءته وإصلاحه كليا، فيما يتحدد مفهوم التحرير المالي بالمعنى الضيق تحرير عمليات السوق المالية من القيود المفروضة عليها والتي تعيق عملية تداول الأوراق المالية من المستويين المحلي والدولي<sup>22</sup>.

كما يعرفه البعض على انه إلغاء القيود و الترتيبات و الضوابط المفروضة على حركات رؤوس الأموال قصيرة و طويلة الأجل عبر الحدود الوطنية و إعطاء السوق الوطنية مطلق الفعالية في عملية ضمان وتوزيع وتخصيص الموارد المالية و تحديد أسعار العمليات المالية طبقا لقوى العرض و الطلب كذلك ينبغي إلغاء الرقابة المالية الحكومية وبيع البنوك ذات الملكية العامة وإعطاء البنوك والمؤسسات المالية استقلالها التام<sup>23</sup>.

## 3- إجراءات سياسة التحرير المالي: نذكر منها<sup>24</sup>:

- تحرير أسعار الفائدة: يتضمن تحرير الفائدة إزالة الرقابة والتنشيط وتحديد سقف عليا لأسعار الفائدة الدائنة والمدينة وذلك بإعطاء حرية لتحديد أسعار الفائدة وتركها تتحدد في السوق المالية بالالتقاء بين عارضي الأموال والطلب عليها، والاتجاه نحو تحديدها للاستثمار عن طريق ملائمة بين الاستهلاك والإنفاق الاستثماري وبالتالي زيادة النمو الاقتصادي، ولا يمكن أن يحدث هذا ما لم تثبت الأسعار عند حد معين؛

- تحرير الإعتمادات والاحتياطات الإلزامية: يتضمن الحد من الرقابة على توجيه الائتمان نحو قطاعات محددة، والحد من الاعتماد للقطاعات الأخرى والتخفيف أو حذف الاحتياطات الإلزامية المغالى فيها على البنوك، والاعتماد على الأدوات المباشرة للسياسة النقدية خاصة عمليات السوق المفتوحة للتأثير على العرض النقدي؛

- فتح أسواق الأوراق المالية: تخفيف القيود المفروضة على أسواق الأوراق المالية التي من شأنها أن تعمل على زيادة كفاءة الأسواق المالية، وذلك من خلال إلغاء الحواجز وتقليلها أمام انضمام المستثمرين والشركات المساهمة وإعطاءها حرية أوسع في تحديد كيفية إصدار الأوراق المالية.

### المحور الثالث: السوق المالي الأردني كنموذج

لقد مرت منطقة الشرق الأوسط بالكثير من الصراعات السياسية والاقتصادية التي أثرت على الأردن بصفته دولة اقتصاد دولي صغير ناشئ، حيث يتعرض الاقتصاد الأردني للعديد من الصدمات منذ عدة سنوات وهي تبعات الأزمة العالمية والربيع العربي، وعلى الرغم من هذه التحديات إلا أن الاقتصاد الأردني استطاع التأقلم معها بنجاح وذلك بفضل السياسات المالية والنقدية المطبقة التي ساعدت على تحقيق معدلات نمو اقتصادي موجبة، وهذا ما يوضحه الجدول التالي:

جدول رقم (02): معدل النمو في الأردن خلال الفترة 2010-2014

	2010	2011	2012	2013	2014
معدل النمو الى الناتج المحلي الاجمالي %	2.3	3.6	2.6	2.8	3.5

المصدر: صندوق النقد الدولي

أولاً: لمحة عن بورصة عمان للأوراق المالية: تم تأسيس بورصة عمان في 11/03/1999 بموجب قانون الأوراق المالية كمؤسسة مستقلة لا تهدف 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>25</sup>.

وتخضع بورصة الأوراق المالية لرقابة هيئة الأوراق المالية وذلك استناداً إلى أحكام قانون الأوراق المالية رقم 23 لسنة 1997، فقد جاء إصدار قانون الأوراق المالية عام 1997 في الأردن بهدف إعادة هيكلة سوق المال الأردني واستكمالاً لبنية التحتية لسوق الأوراق المالية ليواكب الأسواق المالية الدولية<sup>26</sup>.

وتتكون البورصة من ثلاث قطاعات: القطاع المالي، قطاع الخدمات وقطاع الصناعة، ويتم الإفصاح عن أوضاع تلك القطاعات من مقدار القيمة السوقية لكل منها ومقدار حجم التداول أيضا لكل منها، بالإضافة إلى المؤشر العام للبورصة<sup>27</sup>.

**ثانيا: أهداف بورصة عمان:** تهدف بورصة عمان بشكل رئيسي 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 كفؤ وشفاف؛
- توفير أنظمة إلكترونية ووسائل ربط وقاعات مجهزة بالأدوات والوسائل التقنية الحديثة؛
- مراقبة عمليات التداول في السوق والتنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات؛
- وضع معايير للسلوك المهني لضمان التزام أعضائها بمبادئ التداول العادل والسليم؛
- النشر الفوري والصحيح للمعلومات لجميع المهتمين بنفس الوقت.

**ثالثا: المؤشرات النقدية لسوق الأردن:** أثرت جهود الإصلاح الاقتصادي التي تبنتها الحكومة خلال السنوات القليلة الماضية في تمكين الاقتصاد الوطني 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>28</sup>.

وقد جاء النمو المتحقق خلال عام 2014 مدفوعا 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 مقاسا بمخفض الناتج المحلي خلال عام 2014 نموا بنسبة 3.4% مقابل 5.6% خلال عام 2013<sup>29</sup>.

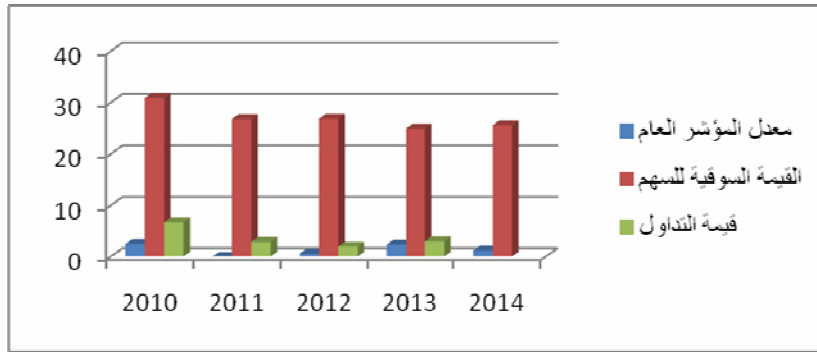
كما شهدت مؤشرات بورصة عمان خلال عام 2014 في أدائها تباينا في أدائها مقارنة بعام 2013، حيث تراجعت القيمة السوقية للأسهم المدرجة في البورصة سنة 2011 حيث بلغت 26.79 و 26.85 سنة 2012 و 24.93 سنة 2013، و 25.6 سنة 2014، كما تراجع حجم التداول ليصل إلى 2.9% سنة 2011 على مستواه المسجل خلال عام 2010، كما انخفض في سنة 2012 ليصل إلى 2%، وارتفع عام 2013 ليصل 3%<sup>30</sup>.

### جدول رقم (03): 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 الأوراق المالية العربية، العدد التاسع والسبعون، 2014، ص:15  
كما يمكن تمثيل هذه البيانات في الشكل التالي:

### شكل رقم (02): مؤشرات السوق المالي الأردني



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (04)

**خاتمة:** كحوصلة لهذا البحث يمكن القول أن الأسواق المالية الناشئة تساهم في تحقيق النمو الاقتصادي 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 تتبعه 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.

كما يعتبر السوق المالي الأردني من الأسواق المالية الناشئة، نظرا لإمكانيات النمو الاقتصادي ومؤشرات التداول.  
ومن أهم النتائج المتوصل إليها:

- تعتبر الأسواق المالية الناشئة محركاً مهماً في نمو الاقتصاديات المختلفة.
- تنشأ السوق المالية الناشئة أساساً من وجود ضغوطات داخلية (الطلب على التمويل) وأخرى خارجية (عرض التمويل) مع توفر شروط الجاذبية المطلوبة التي تسمح بالنقاء كل من العرض والطلب الدوليين على التمويل.
- التعرف على الأسواق المالية الناشئة وكيف لعبت مجموعة من العوامل دوراً في جلب أموال الأجانب نحو هذه الأسواق.

### الاحالات والهوامش:

- 1- نوزاد الهختي، مقدمة في الأسواق المالية، دار الشط للإعمال الفنية، دمشق، 1998، ص: 14.
- 2- رسمية قريبا قص وعبد الغفار حنفي، أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص 255.
- 3- محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 21.
- 4- عباس كاظم الدعوي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار الصفاء، الأردن، 2010، ص 114-115.
- 5- محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، دار زمزم، الأردن، 2009، ص: 21.
- 6- عصام فهد العرييد، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية، دار الرضا، دمشق، 2002، ص: 10-11.
- 7- سيد مولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، الردين، 2010، ص: 95.
- 8- حسان خبابية، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، بيفري 2004، ص: 03.
- 9- سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في البلدان الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة دكتورا دولة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2004، ص ص 44-46.
- 10- بوعبدالله علي، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتورا علوم، علوم اقتصادية، جامعة بسكرة، 2014، ص ص: 178-179.
- وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، دار المنهل اللبناني مكتبة رأس النبع، لبنان، 2003، ص- ص: 104، 105<sup>11</sup>
- 12 الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، الجزائر، ص: 82.
- 13 هندي إبراهيم منير، ادوات الاستثمار في سوق ارس المال، المكتب العربي الحديث، مصر، 1999، ص: 69.
- 14 وسام ملاك، مرجع سابق ص: 111.
- 15- أمل مصطفى عصفور، إدارة البورصات العربية وسبل تنميتها، ملتقى حول: بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية، مصر، 6\_7.
- 1- عبد القادر محمد عبد القادر، إيمان عطية ناصف، اتجاهات، حديثة في التنمية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 11 - 12 - 13 .
- 16- محمد مسعي، سياسة الإنعاش الاقتصادي في الجزائر وأثرها على النمو الاقتصادي، مجلة الباحث، عدد 2012/10، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، ص: 150.

- 17- محمد عبد العزيز عجمية، إيمان عطية ناصف، التنمية الاقتصادية دراسات نظرية وتطبيقية، قسم الاقتصاد كلية التجارة، الإسكندرية، 2002، ص: 57.
- 18- بلعزوز بن علي، أثر تغير سعر الفائدة على اقتصاديات الدول النامية حالة الجزائر، أطروحة دكتورا في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 2014، ص: 106.
- 19- jude c.Eggho, **Croissance Economique et Développement Financier: éléments d'analyse théorique et empirique**, thèse doctorat science économique, université D'orleans, 2009, p p:26-27.
- 20- بلعزوز بن علي، مرجع سابق، ص: 107.
- 21- بن زيان محمد، غربي ناصر صلاح الدين، أثر أسعار الفائدة على حجم الادخار دراسة قياسية لحالة الجزائر، الملتقى الدولي الثاني الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، يومي 5-6 ماي، 2009، المركز الجامعي خميس مليانة، ص: 08.
- 22- عماد محمد علي العافي، اندماج الأسواق المالية الدولية: أسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي، بيت الحكمة، بغداد، 2002، ص: 148.
- 23- باري إشنجرين و مايكل موسى، صندوق النقد الدولي و حساب رأس المال، مجلة التمويل و التنمية، ديسمبر 1998، ص 18.
- 24- عبد الغني حريري، دور التحرير المالي في الأزمات و التعثر المصرفي، الملتقى الدولي الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، يومي 20-21 أكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس، سطيف، ص: 4.
- 25- [www.ase.com.jo](http://www.ase.com.jo)
- 26- عبد الناصر الزبور و محمد أبو زيد، أثر الانترنت في الاسواق دراسة تطبيقية على بورصة عمان المالية، مجلد 9، جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 2007، 1، ص: 85.
- 27- فاروق رقيق التهنومي، فرضية السير العشوائي لبورصة عمان للاوراق المالية دراسة مقارنة مع أنواع مؤشرات السوق من 2003-2007 عن موقع [www.shatharal.net](http://www.shatharal.net)
- 28- صبري الخطيب، تقرير حول أداء بورصة عمان خلال العامين 2004 و 2005 غرفة التجارة عمان، إدارة الدراسات والتدريب، وحدة الدراسات والاتفاقات الدولية، تموز، 2006، ص ص: 4، 5.
- 29 - [www.cbj.gov](http://www.cbj.gov)
- 30- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الاوراق المالية العربية، العدد التاسع والسبعون، 2014، ص: 15.