



## الموضوع

# سياسات تفعيل الأسواق المالية العربية "دراسة حالة السوق المالي السعودي"

رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية

تخصص: إقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية

تحت إشراف :


أ.دمرغاد لخضر

من إعداد الطالبة:

حوحو فطوم

### لجنة المناقشة:

داودي الطيب	أستاذ التعليم العالي	رئيسا	جامعة بسكرة
مرغاد لخضر	أستاذ التعليم العالي	مقررا	جامعة بسكرة
رابح خوني	أستاذ محاضر -أ-	ممتحنا	جامعة بسكرة
بن سماعيل حياة	أستاذ محاضر -أ-	ممتحنا	جامعة بسكرة
سماي علي	أستاذ محاضر -أ-	ممتحنا	جامعة المدية
عمارزيتوني	أستاذ محاضر -أ-	ممتحنا	جامعة باتنة



سبحانك لا علم لنا  
إلا ما علمتنا إنك أنت العليم  
الحكيم. اللهم أخرجنا من ظلمات  
الوهم وأكرمنا نور الفهم وافتح  
علينا معرفة العلم ويسر  
أطلاقنا بالعلم .



## الإهداء

"نحن لا نكتب إهداء سوى للغرباء وأما الذين نحبهم فهم جزء من الكتاب وليسوا

في حاجة إلى توقيع في الصفحة الأولى"

أحلام مستغانمي

إلى من كانا سبب وجودي في هذه الدنيا ، وسندي في الحياة ولازلا كذلك ، إلى من لن أستطيع أن أوفيهما

حقهما والديا العزيزين حفظهما الله وأطال في عمرهما.

إلى من ليس لي سواهما بعد أبي اخويا ، إلى أخواتي الأقرب إلى روحي مني بارك الله لهم وحفظهم.

إلى كل أفراد عائلتي كبيرهم وصغيرهم.

إلى اقرب المقربين لي أحبائي من لم تلدهم أمي وكانوا عوني

إلى كل أساتذتي وأصدقائي وحتى عمال الإدارة خاصة "ليلي"

إلى كل زملائي وزميلاتي في العمل دون أن أنسى محافظ مكتبة العلوم الدقيقة وعلوم الطبيعة والحياة

السيد "بكري خنير"

إلى كل من مر في حياتي و علمني درس عن الحياة

# كلمة شكر

أشكر الله عز و جل الذي وفقني في إنجاز هذا  
العمل المتواضع . و أتقدم بجزيل الشكر

إلى الأستاذ المشرف الدكتور

" مرغاد لخضر "

الذي كان الأخ الناصح والمرشد قبل الأستاذ ،

وتحمل معي عناء المحاد هذه

الاطروحة ، فقد كان أكبر ونعمة السيد

# المخلص

### الملخص

تحتل الأسواق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية المعاصرة، كما تتمتع بأهمية خاصة، نظرا لما تزاوله من نشاط ومن هنا تعتبر الأسواق المالية ذات أهمية كبرى للاقتصاد القومي والمستثمرين والشركات المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق باعتبارها منبع للأموال التي تتلقاها الشركات في تكوين رؤوس الأموال لمشروعاتها الاستثمارية ولتمويل عمليات النمو والتوسع في الشركات القائمة فضلا عن كونها أحد متطلبات الإصلاح الاقتصادي.

كما نعلم هناك علاقة وثيقة تربط بين السياسة النقدية والسياسة المالية وتنمية الأسواق المالية، وهذا الترابط ينبع أساسا من التداخل واتساق العلاقة القائمة بين أسواق النقد وأسواق رأس المال حيث أدوات السياسة النقدية تأثير جد كبير على أداء الأسواق المالية من خلال إجراءات النظام المصرفي متمثلة بالبنك المركزي والمصارف التجارية والمصارف المتخصصة ، والتي هي مؤسسات مالية محفزة للنمو الاقتصادي، ويمكن أن تصبح إحدى الدعامات الرئيسية في قيام سوق متطورة لتداول الأوراق المالية هذا من جهة، ومن جهة أخرى الدور الذي تلعبه السياسة المالية من خلال تخفيف التفاوت في توزيع الدخل بين شرائح المجتمع، والتخصيص الأمثل للموارد، وتمثل سياسة العجز الحكومي أهم قناة تؤثر على السوق المالية.

ومن هذا المنطلق برزت إشكالية الدراسة المتمثلة في " ما هي سياسات و سبل تفعيل الأسواق المالية العربية؟ "

إن ما تملكه المملكة من احتياطات نقدية وثروات طبيعية ، لا يعكس القدرة المالية الحقيقية لبلد بحجم السعودية، فقد تكون هيئة سوق المال نجحت في وقت قصير في مضاعفة عدد الشركات المدرجة تقريبا إلا أنها لم تتمكن من جذب عددا من الشركات الناجحة و الكبيرة في المملكة بالرغم من أن الشركات المساهمة العامة تمتلك فرصا كبيرة للنمو لقدرتها على الحصول على النقد عبر إصدار المزيد من الأسهم أو الاقتراض من مؤسسات التمويل بفائدة اقل . غير أنها نجحت في تحقيق هدفها بزيادة عمق السوق لاستيعاب السيولة التي كانت اكبر من حجم وعدد الشركات ، استقرار و نمو الأسواق المالية يحتاج إلى ثقة المتداولين والمستثمرين و هذه الثقة لا تكون بتحديد نسب الارتفاع و الانخفاض فحسب و إنما تحتاج إلى شفافية و تطوير آليات توضح للمستثمر نسب النمو في الأرباح و العائد النقدي بالإضافة للعديد من المؤشرات و تكون هذه البيانات موجودة في موقع تداول و موقع الشركة الالكتروني لتتجه السيولة للشركات الأفضل أداء و يكون المستثمر على وعي تام بنوعية استثماراته و المخاطر التي يتحملها.

---

**Abstract :**

Financial markets occupy a vital position in the contemporary economic systems, also has special importance, because of his activity, so the financial markets are importance for the national economy, investors and the companies issuers of securities traded in the market as a source of funds receive a companies for their investment projects, also to financing the growth and expansion of existing business processes as well as being one of the economic reform requirements.

We know too the relation between monetary policy , fiscal policy and the development the financial markets, This interdependence stems mainly from the overlap and the consistency of the relationship between money markets and capital markets, where the tools of monetary policy a significant impact on the performance of financial markets through the banking system procedures, represented by the central bank, the commercial banks and specialized banks, which are a financial companies stimulating economic growth, and they can become one of the main pillars in the sophisticated market for the trading of securities, On the one hand, the role of fiscal policy reduced the disparity in the distribution of income between segments of society, and the optimal resources allocation. The government deficit policy represent the most important channel affect in the financial market

In this sense emerged problematic study of "What policies and ways to activate the Arab financial markets?"

What is owned by the Kingdom of Saudi Arabia from cash reserves and natural riches, does not reflect the true financial ability of a country the size of Saudi Arabia, Authority market financial may be successful in a short time in doubling the number of listed companies, but it was unable to attract a number of successful and large companies in the Kingdom. Authority market financial may be successful in a short time in doubling the number of listed companies, but it was unable to attract a number of successful and large companies in the Kingdom, despite the fact that the public shareholding companies have great opportunities for growth for their ability to get cash by issuing more stock or borrowing from financial institutions interest rate less. However, they succeeded in achieving its goal to increase the depth of the market to absorb liquidity, which was larger than the size and number of companies. Stability and growth in the financial markets needs to be confidence of traders and investors, and this trust will not just be determining height ratios and decline, but it need to be transparent and develops mechanisms to explain to the investor growth rates in earnings and cash return in addition to many of the indicators, and these data are present on the tadawol site and the company's website, sending the liquidity to the best-performing companies and the investor is fully aware of the investments quality and risks borne.

---

---

## Résumé

Les marchés financiers occupent une position essentielle dans les systèmes économiques contemporains, à aussi une importance particulière, en raison de l'activité exercée sur l'activité. Ainsi, les marchés financiers sont d'une grande importance pour l'économie nationale, les investisseurs et les émetteurs de titres négociés sur le marché comme une source de fonds reçus par les entreprises dans la composition du capital pour leurs projets, l'investissement pour financer la croissance et l'expansion des entreprises existantes de processus ainsi que d'être l'une des exigences de réforme économique.

Nous savons aussi qu'il y a un lien étroit entre la politique monétaire et la politique budgétaire et le développement de la relation des marchés financiers, et cette interdépendance se explique principalement par le chevauchement et la cohérence de la relation entre les marchés monétaires et les marchés de capitaux, où les outils de la politique monétaire ont un impact très significatif sur la performance des marchés financiers à travers les procédures du système bancaire, représentée par la banque centrale et les banques commerciales et spécialisées, qui stimulent la croissance économique, les institutions financières, et peut devenir l'un des principaux piliers de l'évolution du marché pour la négociation des titres d'une part, et d'autre part, le rôle de la politique budgétaire joué par la réduction de la disparité dans la répartition des revenus entre les segments de la société, et l'allocation optimale des ressources, et représenter la politique du déficit public le canal le plus important affecte le marché financier.

De ce point sur émergé l'étude problématique de "Quelles sont les politiques et les moyens d'activer les marchés financiers arabes?"

Ce qui est détenue par le Royaume des réserves de trésorerie et des richesses naturelles, ne reflète pas la véritable capacité financière du pays de taille Arabie Saoudite, peut être l'autorité des marchés de capitaux a réussi en peu de temps dans le «presque» le double du nombre de sociétés cotées, mais il était incapable d'attirer un certain nombre d'entreprises prospères et grande au Royaume-Uni malgré le fait que les sociétés par actions publiques ont de grandes possibilités de croissance pour leur capacité à obtenir des liquidités en émettant plus de stock ou d'emprunter auprès des institutions financières moins taux d'intérêt. Toute fois, il a réussi dans son objectif d'augmenter la profondeur du marché à absorber la liquidité, qui était plus grande que la taille et le nombre de sociétés, la stabilité et les marchés financiers, la croissance doit «confiance» des commerçants et des investisseurs, et cette confiance ne sera pas déterminant rapports de hauteur et seule baisse, mais plutôt besoin d'être transparent et de développer des mécanismes décrit les taux de croissance des investisseurs dans le bénéfice et le retour de trésorerie, en plus de nombreux indicateurs et ces données sont présentes dans la circulation et le site web du site de la société, l'envoi de la liquidité des sociétés les plus performantes et l'investisseur est pleinement conscient de la qualité des investissements et des risques supportés.







# فهرس المحتويات

	شكر و عرفان
	إهداء
I	الملخص باللغة العربية
II	الملخص باللغة الانجليزية
III	الملخص باللغة الفرنسية
IV	فهرس المحتويات
X	فهرس الأشكال
XII	فهرس الجداول
XIII	فهرس الملاحق
أ- ز	مقدمة عامة
01	<b>الفصل الأول: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية</b>
03	المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية
03	المطلب الأول: نشأة ومفهوم الأسواق المالية.
03	الفرع الأول: مراحل نشأة الأسواق المالية
04	الفرع الثاني: مفهوم الأسواق المالية
07	المطلب الثاني: أهمية ووظيفة الأسواق المالية
07	الفرع الأول: أهمية الأسواق المالية
10	الفرع الثاني: وظائف السوق المالي
12	المطلب الثالث: خصائص وأركان الأسواق المالية
12	الفرع الأول: خصائص الأسواق المالية
13	الفرع الثاني: أركان السوق المالي
17	المطلب الرابع: الأزمات في الأسواق المالية
17	الفرع الأول: الأزمات المالية
18	الفرع الثاني: أنواع الأزمات
20	الفرع الثالث: أسباب الأزمات
23	المبحث الثاني: عمليات الأسواق المالية، أنواعها وأدواتها
23	المطلب الأول: أنواع الأسواق المالية
23	الفرع الأول: سوق رأس المال

27	الفرع الثاني: سوق النقد
29	المطلب الثاني: عمليات أسواق رأس المال
29	الفرع الأول: العمليات العاجلة
32	الفرع الثاني: العمليات الآجلة
35	المطلب الثالث: أدوات السوق المالية
35	الفرع الأول: أدوات أسواق رأس المال
41	الفرع الثاني: أدوات سوق النقد
46	المبحث الثالث: ماهية كفاءة الأسواق المالية
46	المطلب الأول: كفاءة الأسواق المالية
46	الفرع الأول: تعريف الكفاءة
47	الفرع الثاني: مفهوم كفاءة السوق المالي
51	الفرع الثالث: أسباب عدم كفاءة الأسواق المالية
52	الفرع الرابع: الكفاءة التامة (الكاملة) والكفاءة الاقتصادية
56	المطلب الثاني: متطلبات كفاءة السوق المالي وصيغته
56	الفرع الأول: عوامل تعيق كفاءة السوق المالية
57	الفرع الثاني: متطلبات كفاءة السوق
59	الفرع الثالث: الصيغ المختلفة لكفاءة السوق
62	الفرع الرابع: خصائص السوق الجيد (الكفاء).
65	المطلب الثالث: علاقة التحليل الأساسي والتحليل الفني بكفاءة السوق المالي
65	الفرع الأول: التحليل الفني للأسواق المالية
68	الفرع الثاني: التحليل الأساسي للأسواق المالية
70	الفرع الثالث: أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي والتحليل الفني
72	خلاصة الفصل الأول
73	<b>الفصل الثاني: الأسواق المالية العربية</b>
75	المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية العربية
75	المطلب الأول: واقع الأسواق المالية العربية
75	الفرع الأول: نشأة الأسواق المالية العربية.
76	الفرع الثاني: أسباب إنشاء أسواق مالية عربية.
77	الفرع الثالث: واقع الأسواق المالية العربية.

80	المطلب الثاني: الخصائص الأساسية للأسواق المالية العربية
80	الفرع الأول: الفرع الأول: خصائص أسواق الأوراق المالية العربية.
83	الفرع الثاني: أسباب ضعف الأسواق المالية العربية
89	المطلب الثالث: تطوير نشاط الأسواق المالية العربية
89	الفرع الأول: هيكلية الأسواق المالية العربية
90	الفرع الثاني: تطوير الأسواق المالية العربية
94	المبحث الثاني: الأزمات في الأسواق المالية العربية
94	المطلب الأول: الأزمة في الأسواق المالية العربية
94	الفرع الأول: بعض أزمات بورصات الأوراق المالية العربية
96	الفرع الثاني: آثار الأزمة على الأسواق المالية العربية
98	المطلب الثالث: سياسات مواجهة الأزمة الاقتصادية العالمية في الدول العربية
103	المبحث الثالث: تطور نشاط الأسواق المالية العربية
103	المطلب الأول: مؤشرات الأسواق المالية
103	الفرع الأول: ماهية المؤشرات المالية
107	الفرع الثاني: احتساب مؤشر صندوق النقد العربي.
109	الفرع الثالث: مؤشرات بعض الأسواق المالية العربية
112	المطلب الثاني: نشاط الأسواق المالية العربية خلال 2003-2013
112	الفرع الأول: نشاط الأسواق المالية العربية خلال 2003-2007
117	الفرع الثاني: نشاط الأسواق المالية العربية خلال 2008-2013
123	المطلب الثالث: آليات وإجراءات تأهيل السوق المالية العربية
123	الفرع الأول: انفتاح أسواق المال العربية
125	الفرع الثاني: إجراءات تأهيل السوق المالية العربية
126	الفرع الثالث: الربط بين الأسواق المالية العربية
128	الفرع الرابع: دعائم تنشيط البورصة العربية الموحدة
131	خلاصة الفصل الثاني
132	<b>الفصل الثالث: فعالية السياسات الاقتصادية في تطوير نشاط السوق المالية</b>
133	المبحث الأول: ماهية السياسة الاقتصادية
133	المطلب الأول: مفهوم السياسة الاقتصادية
133	الفرع الأول: تعريف السياسة الاقتصادية

136	الفرع الثاني: أهداف السياسة الاقتصادية
139	المطلب الثاني: آليات وتقسيمات السياسة الاقتصادية
139	الفرع الأول: آليات السياسة الاقتصادية
140	الفرع الثاني: تقسيمات السياسة الاقتصادية
151	المبحث الثاني: ماهية السياسة النقدية
151	المطلب الأول: مفهوم السياسة النقدية
151	الفرع الأول: تعريف السياسة النقدية
153	الفرع الثاني: علاقة السياسة النقدية بالسياسة الاقتصادية
156	المطلب الثاني: أدوات السياسة النقدية
156	الفرع الأول: أدوات السياسة النقدية الكمية
158	الفرع الثاني: أدوات السياسة النقدية الكيفية
161	المبحث الثالث: ماهية السياسة المالية
161	المطلب الأول: ماهية السياسة المالية
161	الفرع الأول: تعريف السياسة المالية
163	الفرع الثاني: علاقة السياسة المالية بالسياسة الاقتصادية
164	الفرع الثالث: علاقة السياسة المالية بالسياسة النقدية
166	المطلب الثاني: أدوات السياسة المالية
166	الفرع الأول: النفقات
170	الفرع الثاني: الإيرادات
174	الفرع الثالث: الموازنة العامة
178	المبحث الرابع: فعالية السياسة النقدية والمالية على نشاط السوق المالية.
178	المطلب الأول: فعالية السياسة النقدية على نشاط السوق المالية
178	الفرع الأول: علاقة سعر الفائدة بالسوق المالي
182	الفرع الثاني: علاقة السياسة النقدية بسوق السندات
184	الفرع الثالث: علاقة سعر الصرف بالسوق المالي
185	المطلب الثاني: فعالية السياسة المالية على نشاط السوق المالي
185	الفرع الأول: السياسة المالية والسوق المالية.
187	الفرع الثاني: السياسة المالية و سوق السندات
190	خلاصة الفصل الثالث

191	الفصل الرابع: دراسة حالة السوق المالي السعودي
193	المبحث الأول: السوق المالية السعودية
193	المطلب الأول: نشأة وتطور السوق المالية السعودية
193	الفرع الأول: لمحة تاريخية عن السوق المالية
197	الفرع الثاني: أهداف السوق المالية السعودية
203	المطلب الثاني: الإطار التنظيمي والتشريعي للسوق السعودية
203	الفرع الأول: الهيكل التنظيمي
204	الفرع الثاني: الإطار التشريعي للسوق السعودية
212	المطلب الثالث: تطور أداء السوق المالية السعودية
212	الفرع الأول: المؤشر العام للسوق المالية
215	الفرع الثاني: أداء السوق المالية خلال السنوات 2011-2013
223	الفرع الثالث: انعكاس الأزمة المالية العالمية على السوق المالية السعودية
225	المبحث الثاني: السياسة الاقتصادية في السعودية
225	المطلب الأول: نظرة عامة حول الاقتصاد السعودي
225	الفرع الأول: تطور نشاط الاقتصاد السعودي
232	الفرع الثاني: تأثير الأزمة المالية على الاقتصاد السعودي
234	المطلب الثاني: السياسة النقدية في السعودية
234	الفرع الأول: المؤشرات الاقتصادية في السعودية
241	الفرع الثاني: مؤشرات السياسة النقدية في السعودية.
245	المطلب الثالث: السياسة المالية في السعودية
245	الفرع الأول: النفقات
247	الفرع الثاني: الإيرادات
249	الفرع الثالث: الموازنة العامة
252	المبحث الثالث: علاقة السياسات النقدية والمالية بالسوق المالية السعودية
252	المطلب الأول: المؤشرات النقدية والمالية
253	الفرع الأول: المؤشرات النقدية السعودية
258	الفرع الثاني: مؤشرات السياسة المالية السعودية
261	المطلب الثاني: مؤشرات السوق المالية السعودية
263	الفرع الأول: التمثيل البياني لمؤشرات السوق المالي السعودي

268	المطلب الثالث: تأثير المؤشرات النقدية والمالية في السوق المالي
268	الفرع الأول: علاقة مؤشرات السياسة النقدية بالسوق المالية السعودية
274	الفرع الثاني: علاقة مؤشرات السياسة المالية بالسوق المالية السعودية
279	خلاصة الفصل الرابع
281	الخاتمة العامة
288	قائمة المراجع
311	الملاحق

## فهرس الأشكال و الجداول

### فهرس الأشكال

الصفحة	العنوان	رقم الشكل
28	مخطط لتقسيمات الأسواق المالية.	الشكل رقم (1)
45	مخطط أنواع أدوات السوق المالية.	الشكل رقم (2)
67	إطار التحليل الفني.	الشكل رقم (3)
69	اطار منهج التحليل الأساسي.	الشكل رقم (4)
136	المربع السحري لكالدور	الشكل رقم (5)
166	منحنى فيليبس	الشكل رقم (6)
254	سعر الفائدة.	الشكل رقم (7)
255	معدل التضخم.	الشكل رقم (8)
256	سعر الصرف.	الشكل رقم (9)
257	الواردات السلعية	الشكل رقم (10)
257	الصادرات السلعية	الشكل رقم (11)
259	الإيرادات النفطية	الشكل رقم (12)
259	الإيرادات غير النفطية	الشكل رقم (13)
260	النفقات	الشكل رقم (14)
264	مؤشرات السوق المالية السعودية 2003-2013.	الشكل رقم (15)
264	قيمة الأسهم المتداولة	الشكل رقم (16)
265	القيمة السوقية للأسهم المصدرة	الشكل رقم (17)



266	المؤشر العام لأسعار الأسهم نقطة TASI	الشكل رقم(18)
269	علاقة التضخم بالمؤشر العام لأسعار الأسهم.	الشكل رقم(19)
269	علاقة التضخم بالقيمة السوقية للأسهم المصدرة.	الشكل رقم(20)
270	علاقة التضخم بالأسهم المتداولة.	الشكل رقم(21)
272	علاقة سعر الفائدة بالمؤشر العام لأسعار الأسهم.	الشكل رقم(22)
272	علاقة سعر الفائدة بالقيمة السوقية للأسهم المصدرة.	الشكل رقم(23)
273	علاقة سعر الفائدة والأسهم المتداولة.	الشكل رقم(24)
273	اثر متوسط سعر الصرف على أداء السوق المالي السعودي.	الشكل رقم(25)
274	علاقة النفقات بالمؤشر العام لأسعار الأسهم.	الشكل رقم(26)
275	علاقة النفقات بالقيمة السوقية للأسهم المصدرة.	الشكل رقم(27)
275	علاقة النفقات بالأسهم المتداولة.	الشكل رقم(28)
276	علاقة الإيرادات بالمؤشر العام لأسعار الأسهم.	الشكل رقم(29)
277	علاقة الإيرادات بالقيمة السوقية للأسهم المصدرة.	الشكل رقم(30)
277	علاقة الإيرادات بالأسهم المتداولة.	الشكل رقم(31)

فهرس الجداول

الصفحة	العنوان	رقم الجدول
62	يلخص الجدول التالي مختلف أشكال كفاءة الأسواق المالية مع أمثلة	الجدول رقم (1)
70	أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي والتحليل الفني	الجدول رقم (2)
201	الفروقات بين الصكوك/السندات والأسهم	الجدول رقم (3)
223	مقارنة معلومات التداول عن شهر فيفري 2014 مع شهر جانفي 2014	الجدول رقم (4)
231	النتاج المحلي الإجمالي حسب بنود الإنفاق بالأسعار الثابتة	الجدول رقم (5)
241	هيكل الصادرات في بداية الإستراتيجية ونهايتها بالأسعار الثابتة لعام	الجدول رقم (6)
253	المؤشرات النقدية والمالية 2003-2013.	الجدول رقم (7)
263	مؤشرات السوق المالية السعودية 2003-2013.	الجدول رقم (8)

# المقدمة العامة

## 1 تمهيد.

إن دراسة الأسواق المالية أصبح من الموضوعات الهامة ويحظى باهتمام كبير من قبل الأكاديميين وصناع القرار في المؤسسات المالية وذلك نظرا لتزايد الدور والوظائف التي تؤديها هذه الأسواق، خاصة بسبب سرعة استجابة هذه الأسواق للمتغيرات المحلية والخارجية.

وباعتبار أن أسواق المال تلعب دورا استراتيجيا وهاما في عملية التنمية الاقتصادية وبشكل خاص من الناحية التمويلية فهي تقوم بحشد المدخرات الوطنية وتحويلها إلى القنوات الاستثمارية الأنسب من خلال توفير قاعدة بيانات ضرورية لبيان فرص الاستثمار المتاحة للمستثمرين المحليين والأجانب. فعلى سبيل المثال تعتبر الأسواق ذات الفعالية العالية مؤشر من مؤشرات التطور، فهي تشير للانعكاس السريع للمعلومات المتعلقة بالسوق في أسعار السوق وبالتالي في التخصيص الأمثل للموارد النادرة.

ولقد شهدت الأسواق المالية الدولية تطورات هائلة خلال السنوات الأخيرة سواء من حيث الأدوات المالية الجديدة أو من حيث التغيرات الهيكلية في تقسيمات الأسواق واستحداث أسواق جديدة وتطوير الأنظمة المتعلقة بالتداول والتسوية والنقاص، الأمر الذي استدعى دول العالم المختلفة لبذل جهود مكثفة لمواكبة هذه التغيرات ومن بينها الدول العربية، حيث كادت تكون حاجة اقتصاديات البلدان النامية والضعيفة إلى سوق مالية شيء إلزامي للنهوض باقتصادياتها، وذلك لشدة تأثير الأسواق المالية على المشروعات والإنجازات الاقتصادية، خاصة الكبرى منها. ولهذا تسعى الدول العربية إلى إقامة ودعم و تفعيل أسواقها المالية كونها إحدى أدوات السياسة المالية المستخدمة في تعبئة المدخرات المحلية وأداة جاذبة للاستثمارات الأجنبية، إضافة إلى دورها الفعال في تمويل خطط التنمية الاقتصادية.

وبالرغم من الإمكانيات المتوفرة في الدول العربية إلا أنها تعاني في اغلب الأحيان من الضعف والركود في بعض الأسواق نتيجة لنقاط الضعف الذي يعاني منها اقتصادها من جهة، وغزو العولمة على اقتصاديات دول العالم وما صحبته من آثار من جهة أخرى، أمام كل هذه العوائق تصبح الحاجة جد ملحة لتطوير أسواق الأوراق المالية العربية، ولتحقيق ذلك سعت الدول العربية لتكثيف جهودها لتحقيق الربط والتكامل بين هذه الأسواق وفتحها على التداول الإقليمي، بالإضافة إلى الجهود التي تقوم بها كل دولة منفردة بهدف الرقي بأسواق الأوراق المالية العربية .

إضافة إلى محاولة انتهاج سياسة اقتصادية تتماشى مع الوضع الحالي، مما يمكنها من تطوير أسواقها وفتحها على العالم، حيث تعتبر هذه الأخير احد أهم مكونات البناء المالي، وذلك عبر تقسيماتها المختلفة، وعلى هذا الأساس، فإن السؤال الجوهرى الذي تحاول هذه الدراسة الإجابة عليه يمكن صياغته على النحو التالي:

### ما هي سياسات و سبل تفعيل الأسواق المالية العربية؟

ضمن هذا التساؤل تدرج الأسئلة الفرعية التالية في مقدمتها:

- هل الأسواق المالية العربية كفؤة وقادرة على توفير المعلومات لكل المتعاملين فيها؟
- كيف يمكن للأسواق المالية العربية الاستفادة من أزمات الأسواق المالية الكبرى؟
- ما العلاقة بين السياسة المالية والنقدية وتطوير الأسواق المالية ؟
- كيف تساهم أدوات السياسة المالية والسياسة النقدية في تنشيط السوق المالي السعودي؟

### 2. فرضيات البحث.

حتى يتسنى لنا ضبط الموضوع بشكل جيد حاولنا صياغة بعض الفرضيات من أجل الإجابة عن

الأسئلة التي طرحت ضمن الإشكالية على النحو التالي:

- وجود جملة من الأسباب التي تحول دون تطوير وتفعيل الأسواق المالية العربية، رغم الجهود المبذولة من طرف الدول العربية.
- للسياسات النقدية والمالية أثر في أداء الأسواق المالية، إلا أن درجة تأثير كل سياسة تختلف و تتباين من بلد إلى آخر تبعاً لمستوى النشاط الاقتصادي في ذلك البلد.
- تعتبر أدوات السياسة النقدية أكثر تأثيراً على الأسواق المالية.
- استطاعت المملكة العربية السعودية النهوض بسوقها المالي من خلال تطبيقها لسياسة اقتصادية جيدة و فعالة.

### 3 تحديد إطار البحث:

يتناول موضوع بحثنا تحديد مفهوم الأسواق المالية، والسياسة الاقتصادية ومحاولة معرفة مدى

تأثير أدوات السياسة الاقتصادية على أداء الأسواق المالية، مع التركيز على السياسات المالية والنقدية

ودورها في تطوير الأسواق المالية العربية، وهذا بعد دراسة أدوات كل سياسة، وتحليلها وإيجاد أهم القنوات التي من خلالها تعمل هذه السياسات على التأثير في السوق المالي، وتحسين أدائه، ويصنف السوق المالي السعودي من بين أكبر وأهم الأسواق المالية العربية، من حيث التعاملات المالية، والشركات المدرجة فيه، إضافة إلى امتلاك المملكة ثروة نفطية ساعدتها على زيادة إيراداتها مما يجعله سوق جيد لتطبيق هذه الدراسة من 2003-2013، ومعرفة العلاقة بين أدوات السياسة الاقتصادية وأداء السوق المالية.

#### 4. أسباب اختيار هذا البحث:

من بين أهم الأسباب التي تجعلنا نهتم ونختار هذا الموضوع ما يلي:

- الأهمية الكبرى التي تحتلها الأسواق المالية.
- معرفة الدور الذي تلعبه السياسة الاقتصادية في تطوير الأسواق المالية، والى أي مدى تستطيع التأثير فيها والنهوض بها.
- إبراز أهم الخصائص التي من نتائجها أن تساهم في تطوير الأسواق المالية العربية.
- معرفة النقص التي تعاني منها الاقتصاديات العربية والأسواق المالية العربية والتي حالت دون وصولها إلى مستوى الأسواق المالية العالمية المتقدمة.
- تأتي هذه الدراسة لتكملة لرسالة الماجستير التي حاولنا من خلالها معرفة مدى فعالية الأسواق المالية العربية ودورها في التنمية الاقتصادية.

#### 5. أهمية البحث:

إن الهدف من هذه الدراسة هو محاولة لإزالة الغموض عن ماهية هذا النوع من الأسواق "الأسواق المالية" وكيفية التعامل فيها وأصولها ومبادئها الأساسية، وأهم هدف هو تحديد واقع الاقتصاد العربي باعتبار السوق المالي هو المرآة العاكسة لاقتصاد أي بلد، وخاصة وأن العولمة غزت كافة الأسواق وساعدت من رفع مستوى تطور الأسواق العالمية أكثر.

ومحاولة فهم العلاقة بين السياسات النقدية والمالية والأسواق المالية وهل استقرار هذه الأخيرة يعد مقياساً لنجاح هذه السياسات.

وعليه يمكن بلورة أهداف البحث في النقاط الآتية:

- محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية والفنية لإقامة سوق أوراق مالية فعالة، حتى يمكن معرفة أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية.
- محاولة معرفة أهم السياسات التي من شأنها تنشيط الأسواق المالية العربية.
- الرغبة في تقديم إسهامات لتطوير أسواق الأوراق المالية العربية على المستوى المحلي من جهة، وجعلها كأداة للتكامل الاقتصادي العربي من خلال الترابط بين الأسواق المالية العربية من جهة ثانية.
- معرفة الشروط الواجب توفرها لإقامة أسواق مالية متطورة.

#### 6. موقع البحث من الدراسات السابقة:

فيما يخص الدراسات السابقة التي تم الحصول عليها من المراجع تتمثل في أطروحات دكتوراه أهمها:

- بوكساني رشيد " معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها" أطروحة دكتوراه تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 2006.
- حيث حاول الإمام بالموضوع من خلال التطرق إلى الملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية، ومعرفة مدى كفاءتها، إلى جانب معرف مدى اثر العولمة على أدائها. كما خصص جانب من الدراسة على الظروف المحيطة بالأسواق المالية العربية، ومدى كفاءتها وتسليط الضوء على سبل تفعيلها وتطويرها.

من خلال دراسته أكد الباحث على أن عدم توفر الأطر التشريعية والتنظيمية الكلية أو الجزئية بما يتناسب مع التشريعات والتنظيمات القانونية للأسواق الأوراق المالية الفعالة يعتبر بمثابة عقبة أساسية في وجه تطوير هذه الأسواق، حيث تعتبر هذه التشريعات والتنظيمات لأسواق الأوراق المالية حجر الزاوية لبناء وفعالية السوق، واستنتج أن عدم كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية يعود إلى عدم توفر المعلومات لأن كفاءة السوق تتوقف على تحقيق أهدافه في تمويل

التنمية وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة من توفير السعر العادل للأوراق المالية المتداولة الذي يعكس كافة المعلومات المتاحة.

- براق محمد "بورصة القيم المنقولة ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية مع دراسة حالة الجزائر" أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 1998-1999.
- سامية زيطاري "ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة حالة أسواق الأوراق المالية العربية" أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، فرع القياس الاقتصادي، جامعة الجزائر 2004.

حيث قامت بدراسة قياسية باستخدام عينة من الدول العربية ومقارنتها مع دول أجنبية تمتلك أسواق ناشئة متطورة ، وفي البداية تطرقت إلى البورصة وكل الجوانب المحيطة بها وأما في الجزء الثاني تم تعريف بالأسواق الناشئة بشكل واسع، وعلى المميزات التي ساعدتها على جذب المستثمرين.

وأخيرا قامت بعرض النتائج المتوصل لها، لمعرفة مدى تطور أسواق المالية العربية، والإجراءات المتبعة لتطورها وجعلها جاذبة للاستثمار. وأهم ما توصلت إليه الباحثة في دراستها، أنه بإمكان الدول العربية توفير فرص استثمارية مغرية للمستثمر الأجنبي العربي أو غير العربي، غير أن هذه الوضعية غير كافية ما لم تتوفر المحيط المثالي للاستثمار مثل الاستقرار الاقتصادي والسياسي، وأيضا ما لم تكن سوق الأوراق المالية تتبع المعايير المعمول بها دولية من محاسبة وتسوية وإفصاح، لحماية المستثمر وغيرها من الشروط الضرورية للأداء الفعال للسوق.

- دراوسي مسعود، "السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي ، حالة الجزائر 1990-2004" أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 2005/2006.

وقد تطرق في دراسته إلى السياسة المالية وأثرها على الاقتصاد من أجل تحقيق التوازن الاقتصادي، مما يؤكد الدور الكبير والهام الذي تلعبه السياسة المالية كواحدة من أهم قنوات السياسة الاقتصادية.



وقد تمكن الباحث من الوصول إلى نتيجة مفادها، إن السياسة الإيرادية في الجزائر تعتمد اعتماد شبه كلي على الإيرادات الجبائية بشقيها العادية والبتروولية، مما جعل الجزائر (محل الدراسة) تعتمد في إيرادات الميزانية على الجباية البتروولية، ومن ثم أصبح الاقتصاد الجزائري يرتبط ارتباط وثيق بإيرادات الجباية البتروولية وعليه يمكن القول أن الاقتصاد الجزائري كان ولازال رهين التغيرات الخارجية وخاصة المتعلقة بسعر النفط وسعر الصرف وسنحاول من خلال دراستنا، معرفة الدور الذي يمكن أن تحققه السياسات الاقتصادية، خاصة النقدية والمالية على تحسين أداء السوق المالي، مما يزيد من فعاليته وهذا لتكملة بعض الدراسات السابقة.

#### 7. منهج البحث.

بالنظر إلى طبيعة الموضوع وبغية الوصول إلى تحقيق أهداف الدراسة والإحاطة بمختلف جوانبها، تم المزج بين منهجين:

- تم اعتماد المنهج الوصفي في الجزء النظري من الدراسة بالنظر إلى طبيعة العناصر التي تناولها من عرض الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية، كفاءة ومؤشرات هذه الأسواق، كما تم التعرض لمختلف جوانب الأسواق المالية العربية، أسباب ضعفها وإجراءات تأهيلها، وتقديم اقتراحات لتطوير وتفعيل الأسواق المالية العربية.
- أما في الجزء التطبيقي تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي عند رصد تطورات نشاط السوق المالي السعودي خلال الفترة من 2003-2013 ، والتطرق للاقتصاد في المملكة من خلال التعرف على السياسة الاقتصادية المطبقة فيها، وأهم ما يميزها.

#### 8. محتويات البحث:

بهدف الإلمام بجوانب الموضوع، وللإجابة على التساؤلات المطروحة وتأكيد صحة الفرضيات تضمن هذا البحث المحتوى التالي:

- الفصل التمهيدي: طرح من خلاله المقدمة العامة التي تتضمن الإشكالية ومختلف جوانب البحث.

الجزء النظري: يتضمن ثلاث فصول كما يلي:

- الفصل الأول: " مفاهيم عامة حول الأسواق المالية " يتناول مختلف جوانب الأسواق المالية من مفهوم وأنواع وأهم تقسيماتها.
- الفصل الثاني: " الأسواق المالية العربية " يتضمن هذا الفصل نظرة على الأسواق المالية العربية، إضافة إلى أهم النقاط ميزات وخصائص التعامل فيها.
- الفصل الثالث: "فعالية السياسات الاقتصادية في تطوير نشاط السوق المالية " تم التركيز في هذا الفصل على مفهوم وطبيعة السياسة الاقتصادية وأهم تقسيماتها ومدى تأثير أدواتها على أداء السوق المالي، وقد تم التركيز في هذا الفصل على السياستين النقدية والمالية إلى جانب معرفة العلاقة التي تربطها بالسوق المالي.

الجزء التطبيقي: يتضمن دراسة حالة السوق المالية السعودية

- الفصل الرابع: " دراسة حالة السوق المالي السعودي " من خلال هذا الفصل نحاول دراسة السوق المالية السعودية ومعرفة تأثير السياسات المتبعة على مستوى الاقتصاد السعودي على السوق المالي وكيف تساهم في تنشيطه وتفعيله.
- أما الخاتمة فقد تضمنت خلاصة للدراسة مع التوصل لبعض النتائج والتوصيات، واختبار للفرضيات.

## الفصل الأول

مفاهيم عامة حول الأسواق المالية.

## تمهيد.

تلعب أسواق رأسمال بشقيها الأولي والثانوي دوراً أساسياً وهاماً في التنمية الاقتصادية الأمر الذي جعلها تحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي وتزويد من معدلات الرفاه لأفراده.

إضافة إلى أن إنشاء سوق للأوراق المالية يقتضي توفر مجموعة من الشروط حتى تؤدي الدور الموكل لها على جميع الأصعدة، من بيئة تشريعية ملائمة، ظروف اقتصادية جاذبة، وكذا استقرار الأوضاع السياسية، لتكون في مجموعها المناخ المناسب لإنشاء وتطوير هذا السوق.

والدول العربية كغيرها من دول العالم تسعى إلى تطوير أسواقها المالية، من خلال انتعاج مجموعة من الإصلاحات، لمواكبة الأسواق المالية العالمية المتطورة، حيث تشكل الأوراق المالية العربية آلية هامة من آليات تجميع الموارد وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية وتشجيع حركة انتقال هذه الموارد من البلدان التي لديها فائض مالي إلى البلدان التي تعاني من عجز في مواردها المالية، لذلك فإن تنمية الأسواق المالية العربية وإيجاد وسائل الربط فيما بينها تحتل أهمية كبيرة في تسيير حركة انتقال رؤوس الأموال العربية واستثمارها داخل الوطن العربي، حيث أن تطوير وانفتاح هذه الأسواق سيشكل ركناً أساسياً في تمويل التنمية العربية المشتركة وتعزيز التكامل الاقتصادي العربي، ومن هذا المنطلق كان لابد من التطرق إلى مجموعة من العناصر قبل معرفة السياسات التي من شأنها تفعيل الأسواق المالية العربية، وذلك من خلال العناصر التالية:

- المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية.
- المبحث الثاني: عمليات الأسواق المالية، أنواعها وأدواتها.
- المبحث الثالث: ماهية كفاءة الأسواق المالية.

## المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية.

ارتبط تطور أسواق الأوراق المالية تاريخياً بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم ولاسيما الدول الرأسمالية. وقد ساهم إقبال الشركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض ليخلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية والذي أدى إلى ظهور بورصات الأوراق المالية. وكان التعامل بتلك الصكوك يتم 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.

## المطلب الأول: نشأة ومفهوم الأسواق المالية.

يشكل السوق المالي بتنظيماته المختلفة، ركناً أساسياً من أركان النظام التمويلي في النظم الاقتصادية الرأسمالية، ويستمد مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام، فالأسواق موجودة منذ القدم. ولكن السلع التي يتم التعامل بها في هذه الأسواق تختلف، وكذلك وسائل وأساليب تبادل تلك السلع هي التي تغيرت عبر التاريخ وذلك تبعاً لتطور الظروف الاقتصادية والاجتماعية.

## الفرع الأول: مراحل نشأة الأسواق المالية.

تعتبر أسواق البندقية وجنوه في إيطاليا، وسوق فرانكفورت، من أشهر وأهم الأسواق المالية التي عرفت في أوروبا بل في العالم، وكان التعامل فيها يتم بالكمبيالات والسندات الأذنية والمعادن النفيسة. وكانت تلك الأسواق من أكبر الأسواق المالية الأوروبية تعاملاً مع منطقة الشرق الأوسط التي شهدت في تلك الفترة نشاطاً تجارياً هائلاً باعتبارها مركز اتصال بين السوق الأوسط وأوروبا.<sup>(1)</sup>

مرت فكرة الأسواق المالية في نشأتها بجملة مراحل وهي:

**المرحلة الأولى:** وتتميز بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية، وعقارية مختلفة، أما بالنسبة للنشاط الفردي فهذه المرحلة تتميز بزيادة الإنتاج وارتفاع المدخول وبداية اتساع المعاملات وكبرها.

(1) حسين بني هاني، الأسواق المالية (طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة) (دار الكندي للنشر، الاردن، 2002)؛ ص ص 3-4.

**المرحلة الثانية:** وتتميز ببداية ظهور بنك مركزي يسيطر على البنوك التجارية بعد إن كانت المرحلة الأولى تتميز بحرية اقتصادية مطلقة، وفي هذه المرحلة تقوم البنوك التجارية بعملها التقليدي ويزداد قبول خصم الكمبيالات وزيادة دورها في الائتمان طبقاً للقواعد التي يصدرها البنك المركزي، وتحاول مد نشاطها خارج الحدود غير أنها لا تستطيع منح القروض إلا لأجل محددة بالرغم من زيادة طلب الأفراد في هذه المرحلة.<sup>(1)</sup>

**المرحلة الثالثة:** ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط الأجل مثل البنوك الصناعية والزراعية، والعقارية، وبنوك التنمية والاستثمارات... الخ. وأصبحت تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال ولكي تفي بحاجات التمويل للمشاريع المختلفة ويقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزنة.<sup>(2)</sup>

**المرحلة الرابعة:** وفيها ظهرت الأسواق النقدية المحلية، والاهتمام بسعر الفائدة، وزيادة إصدارات سندات الخزنة لفئات متوسطة وطويلة الأجل، وزاد نشاط الأوراق التجارية، وشهادة الإيداع القابلة للتداول، وهذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي في السوق المالي، وبداية ظهور أسواق ثانوية لتبادل هذه الأوراق، بالإضافة إلى وجود سوق نقدي متقدم مما يقتضي وجود موارد مالية كبيرة بالنسبة لحجم العمليات التي تجري فيه.

**المرحلة الخامسة:** وهي مرحلة اندماج الأسواق المالية المحلية في الأسواق المالية الدولية، بحيث تكمل كل سوق الأخرى من حيث العرض على النقود أو الطلب عليها. وهذه المرحلة تمثل حلقة متطورة في نمو النظام المصرفي داخل الدولة وتطور المرافق الاقتصادية العامة فيها.<sup>(3)</sup>

### الفرع الثاني: مفهوم الأسواق المالية.

(1) خليل الهندي، انطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية. الجزء الثاني (المؤسسة الحديثة للكتاب طرابلس، لبنان، 2000)؛ ص 26.

(2) رمسيه أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية (دار المعزز للنشر والتوزيع، الأردن، 2005-1425)؛ ص 10.

(3) صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح (عالم الكتب للنشر والتوزيع، مصر، 2003-1323)؛ ص 8.

يعد السوق المالي الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع، أو المكان الذي يتم فيه لكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة فيها.<sup>(1)</sup>

كما يمكن تعريف السوق المالي على أنه "المكان والسوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية بأشكالها المختلفة كالأسهم والسندات والمشتقات المالية، تنظمه القوانين وأنظمة ولوائح تضمن إتمام المبادلات بيع وشراء بسرعة وسهولة وأمان".<sup>(2)</sup> ونجد أن هذا التعريف قد اقتصر على مكان تداول الأوراق المالية، وأهم دور وسائل الاتصال والتكنولوجيا الحديثة في المعاملات المالية، على عكس التعريف الذي يبين أنها المكان أو نظام الكمبيوتر الآلي الذي تتجمع فيه طلبات بيع وطلبات شراء الأدوات المالية، والتي يؤدي تنفيذها إلى تحريك عمليات التداول في الأسواق المالية".<sup>(3)</sup>

#### التعريف الاقتصادي لسوق المال:

يعرف سوق المال من منظور علم الاقتصاد على أنه: الآلية التي تمكن وتيسر للناس القيام بإصدار وتداول الأدوات الاستثمار قصيرة وطويلة الأجل، بتكلفة معاملات منخفضة وأسعار تعكس نظرية السوق الكفاء.<sup>(\*)</sup>

ويشتمل هذا التعريف على المفاهيم التالية:

- الآلي: تمثل المجال أو الإطار أو الإجراءات والقواعد التي يدار على أساسها سوق المال، فالسوق المالي لم يعد مجرد مكان فقط.
- الناس: هم الأفراد والمؤسسات بأنواعها كافة والحكومات، سواء كانوا يمثلون وحدات الفئات المالي أم وحدات العجز المالي.

(1) وليد ناصف، انس البكري، الأسواق المالية والدولية (دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 2009-1430)؛ ص 16.

(2) رمسيه أحمد أبو موسى، مرجع سابق، ص 11

(3) أحمد بوراس، السعيد بريكة، كفاءة الأسواق العربية وتمويل الاقتصاد. الملتقى الدولي "سياسات التمويل وأثرها في اقتصاديات

والمؤسسات" دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة يومي 21-22 نوفمبر، 2006، ص 1.

\* السوق الكفاء: يعكس سعر سهم المنشأة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات على شكل: قوائم مالية، معلومات تبثها وسائل الإعلام، السجل التاريخي لسعر السهم، أو تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة.

- إصدار وتداول: تعني أن هناك سوقين هما سوق الإصدار وسوق التداول لأدوات الاستثمار.

- أدوات الاستثمار: تشمل الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات وأذون الخزانة وشهادات الإيداع وغيرها، والسلع والقيم المنقولة الأخرى التي لها قيمة.

- تكلفة معاملات منخفضة: أي أن سوق المال يجب أن يحقق الكفاءة التشغيلية.

### تعريف سوق المال في إطار علم التمويل.

في إطار علم التمويل يعرف السوق المالي بأنه السوق الذي يقوم بالوظائف التالية:

- تسهيل زيادة رأس المال، ويتم ذلك من خلال أسواق رأس المال.
- تسهيل نقل المخاطر ويتم ذلك من خلال أسواق المشتقات.
- تسهيل التجارة الدولية، ويتم ذلك من خلال أسواق العملة.
- الوساطة بين من يملكون (يعرضون) ويطلبون رأس المال.<sup>(1)</sup>

ومن خلال فعاليته ودوره التمويلي للنشاط الاقتصادي يعرف السوق المالي على انه:

- سوق منظمة تتعقد في مكان معين وفي أوقات دورية بين المتعاملين في بيع وشراء مختلف الأوراق المالية التي تصدرها الشركات والدول.
- شبكة تمويل طويلة الأجل، مبنية على الإصدار، بمعنى بيع القيم المتداولة، أسهم وسندات والتي تسمح بتعبئة الادخار الفردي.
- سوق للأوراق المالية وفيها تنتقل من الأفراد والشركات إلى مؤسسات السمسرة من خلال أدواته المالية طويلة الأجل، وهو إطار لتنظيم وتسيير العمليات فيما يخص القيم المتداولة أو المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القطاع العام والشركات ذات الأسهم.
- مكان التقاء بين عارضي رؤوس الأموال طويلة الأجل، والطلبين لها. وذلك بغية تعبئة وتسهيل تدفق الفوائض المالية نحو من لهم عجز مالي، وفق شروط معينة، من أجل المساهمة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية.<sup>(2)</sup>

(1) السيد متولي عبد القادر، الأسواق النقدية المالية في عالم متغير (دار الفكر ناشرون وموزعون، المملكة الأردنية الهاشمية،

2010-1431)؛ ص ص 67-68



## المطلب الثاني: أهمية ووظيفة الأسواق المالية.

تستمد الأسواق المالية أهميتها من وجودها، ومن الدور متعدد الأوجه والجوانب الذي تقوم به، فهي تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته، وفي الوقت ذاته تتأثر به مما يحدث بالتالي آثارا جديدة. كما تلعب أسواق الأوراق المالية دورا بالغ الأهمية في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي، وتحوله من مال عاطل خامل إلى رأس مال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم والسندات والصكوك التي يتم طرحها في أسواق الأوراق المالية.

### الفرع الأول: أهمية الأسواق المالية.

ترجع أهمية الأسواق المالية إلى عدة عوامل تتمثل فيما يلي:

- تمويل خطط التنمية الاقتصادية: حيث تحتاج عمليات التنمية إلى رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوفر لدى الدولة، وفي هذه الحالة لابد من اللجوء إلى عمليات الاقتراض الخارجي التي غالبا ما يترتب عليها أعباء كثيرة تثقل كاهل الدولة بالديون وما قد يترتب على هذه الديون من عواقب، فتقوم بطرح مشاريعها النقدية في الأسواق المالية المنظمة وبواسطة هذه الأسواق تستطيع تمويل عملياتها التنموية ويكون ذلك باشتراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع بواسطة طرح أسهم هذه المشاريع في الأسواق المالية للاكتتاب فيها.<sup>(1)</sup>
- عدم قدرة البنوك التجارية على التمويل المتوسط والطويل الأجل لعدة أسباب أهمها مشاكل التضخم ومشاكل المخاطرة التي قد تتعرض لها هذه البنوك وخاصة عند منحها القروض المتوسطة والطويلة الأجل، إضافة إلى أن هذه القروض غالبا ما تعطي بكميات محددة وفقا للقوانين والأنظمة التي تصدر عن البنك المركزي.
- كثيرا ما تتعامل هذه الأسواق بالأوراق المالية القابلة للتداول وبالعملات القابلة للتحويل مما يترتب على ذلك تحويل هذه الأسواق من أسواق محلية إلى أسواق دولية أو إقليمية حيث يمكن لتلك الأسواق طرح أسهم أو سندات لشركات من جنسيات مختلفة.

(2) جمال لعمارة، رابح حدة، تحديات السوق المالي الإسلامي. الملتقى الدولي "سياسات التمويل وأثرها في اقتصاديات والمؤسسات" دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة يومي 21-22 نوفمبر، 2006، ص3.

(1) رمسيه أحمد أبو موسى، مرجع سابق، ص12.

- تعريف جمهور المستثمرين ورجال الأعمال بالشركات والمؤسسات الوطنية ووضعها المالي، حيث يعطي حجم التداول لأسهم الشركة أسعار أسهمها مؤشرا واضحا عن أحوال الشركة ومركزها المالي.
- تنظيم ومراقبة عملية إصدار الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية والتعامل بها بالشكل الذي يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته، وبما يضمن سلامة البلاد المالية وحماية صغار المدخرين.
- المساهمة في تعبئة الموارد المالية المعطلة، وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة الطويلة ومتوسطة الأجل، وللمساعدة في جذب رؤوس الأموال الأجنبية، وبعبارة أخرى تجميع المدخرات الوطنية من القطاعات ذات الفائض النقدي وتحويله مباشرة إلى قطاعات الاستثمار ذات العجز في الموارد المالية.<sup>(1)</sup>
- تسهيل النقاء مدخرات الأفراد والهيئات والمستثمرين، حيث أن الأسهم والسندات يتم طرحها للاكتتاب العام عن طريق الأسواق المالية الأولية وبواسطة الوسطاء.
- تعمل الأسواق على تحقيق موازنة فعالة مابين قوى الطلب وقوى العرض، وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات، وتزداد أهمية أسواق الأوراق المالية وتتبلور ضرورتها في المجتمعات التي تتسم بحرية الاقتصاد والتي يعتمد الاقتصاد فيها على المبادرة.
- تمثل حافزا للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين أدائها وزيادة ربحيتها مما يؤدي إلى تحسن أسعار أسهم هذه الشركات، وكلما كانت أسواق الأوراق المالية فعالة كلما كانت أكثر قدرة على تحقيق رسالتها الحيوية في دعم وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة وذلك من خلال:
- توفير الحافز والدافع الحيوي لدى جماهير المستثمرين من خلال تحقيق السعر العالي للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وحماية الأطراف المتبادلة.
- القدرة على توفير وإعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع، ودعم الاستثمارات ذات الأجل المختلفة.

(1) حسين بني هاني، مرجع سابق، ص ص 11-12.

- رفع درجة الوعي الجماهيري بأهمية التعامل في الأسواق المالية وتحويلهم إلى مستثمرين فعالين في الاقتصاد القومي.(1)
- المحافظة على الثروة وتنميتها: إن الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق التي يتم التعامل بها في الأسواق وسيلة مهمة من وسائل حفظ القيمة ( أو القوة الشرائية) حتى موعد الحاجة إليها في المستقبل فيتم بيعها لاسيما وأن الأوراق المالية لا تستهلك أو تتآكل بمرور الزمن بل إنها على العكس تولد أرباحا وبذلك فإنها تساعد على نمو ثروة من يكتنيها.
- المساعدة على تنفيذ السياسات النقدية وذلك عن طريق البنك المركزي حيث يستعمل البنك المركزي أسلوب عمليات السوق المفتوحة والمقصود انه إذا أراد مكافحة التضخم فانه يلجأ إلى أساليب منها أن يسحب جزءا من الكتلة النقدية من بين أيدي الجمهور والبنوك فيطرح في الأسواق المالية أدوات مالية ( سندات، أذون خزينة) وبيعها بأسعار تعود على المستثمرين بعوائد مغرية وإذا أراد مكافحة الركود يضع في الاقتصاد مبالغ من النقود عن طريق شراء سندات وأوراق مالية أخرى.(2)
- نشر سلوك الاستثمار من خلال ملاحظة الأشخاص للنشاطات التي تجري في الأسواق المالية حيث تعرض أسهم وسندات وأدوات مالية أخرى، يصدرها مستثمرون(أو وسطائهم) بغرض تمويل مشروعات معينة أو اعتماد تسهيلات ائتمانية متداولة. وهذا ما يحفز هؤلاء الأشخاص على إتباع نفس السلوك في الأسواق المالية، كما أن مجرد عرض الأدوات الاستثمارية القابلة للتداول في الأسواق المعنية يسهم مباشرة في تحويل المدخرين إلى مستثمرين وذلك عند الطلب على هذه الأدوات والتخلي عن السيولة المدخرة مقابلها.
- تعد الأسواق المالية مجالا واسعا لتسهيل عمليات تبادل الأصول الاستثمارية فيما بين الأسر والمؤسسات والحكومة كأطراف اقتصادية رئيسية، ذلك لتحويل الموارد إلى المستقبل أو لإيصال الناتج الراهن إلى الاستهلاك المستقبلي مع توفير السيولة لتعزيز التبادل خلال الزمن.(3)

(1) عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة) (دار أسامة للنشر والتوزيع ، الأردن، 2008)؛ ص ص 84-85.

(2) زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية (جامعة القدس المفتوحة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008)؛ ص ص 10-11.

(3) هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية (دار الصفاء للنشر والتوزيع، الاردن، 2003-1424)؛ ص ص 85-86.

## الفرع الثاني: وظائف السوق المالي.

تقوم أسواق رأس المال بمهام حيوية أهمها ما يلي :

- تعبئة النقدية وتوجيهها نحو الاستثمار في المشروعات الاستثمارية، فمن المؤكد أن التنمية الاقتصادية تتطلب تعبئة لرأس المال، وتتوقف تعبئة رأس المال بدورها على معدلات الادخار وفرص الاستثمار فالمشروعات تحتاج إلى رؤوس أموال ضخمة تلبى هذه الحاجة ويتحقق لها ذلك من خلال الأسواق المالية لقدرتها على تسهيل تحويل الموارد الاقتصادية الحقيقية من المدخرين إلى المستثمرين.
- توزيع رأس المال على مختلف الأنشطة الاستثمارية، إذ أنها تمثل همزة الوصل بين الاستثمار في المشروعات وادخار الأفراد، وبذلك تلعب دورا في توزيع المدخرات على مختلف القطاعات الاقتصادية.
- لا يترتب على قيامها بوظائفها آثار تضخمية، بخلاف البنوك التي تقوم بخلق الائتمان، والذي يؤدي بدوره إلى آثار تضخمية.
- تعطي عملياتها في مجموعها مؤشرا عاما لاتجاهات الأسعار والادخار والاستثمار، وتعكس بصورة حقيقية الوضع الاقتصادي في فترات الرواج والكساد، وهي مؤشرات تساهم في الدراسات الخاصة بالاقتصاد القومي فيما يتعلق بمعرفة أهم القطاعات الاقتصادية، إذ أن أسعار الأسهم في البورصة تعكس نجاح أو فشل المشروعات الإنتاجية، وهي بذلك توفر رقابة على الأداء الاقتصادي للمشروعات الخاصة، وتحكم على كفاءة السياسة النقدية والمالية للدولة، وتوفر قاعدة بيانات جيدة لاتخاذ القرارات الاستثمارية الصحيحة.
- يترتب على نشاطها ورواجها دفع الأفراد إلى توجيه مدخراتهم إلى المشروعات، عن طريق شرائهم أسهم تلك المشروعات، مما يضاعف من حالة الرواج، كما أن تحديد أسعارها وفقا لمبادئ العرض والطلب في سوق متنافسة يؤدي إلى حسن تخصيص الموارد.<sup>(1)</sup>

(1) أشرف محمد دواية، نحو سوق مالية عربية. مؤتمر التجارة العربية البنينة والتكامل الاقتصادي. الجامعة الأردنية، 2004، ص 1.

- تساهم في رفع الكفاءة الاقتصادية بالمشروعات، وذلك لإصدار الشركات نتائجها المالية بصفة دورية، وتكون محل متابعة وتقييم من جانب المساهمين. كما تيسر تداول الأوراق المالية لمن يريد استثمارا حقيقيا أو ماليا أو يري سيولة سريعة مما يضيق الفجوة بين الاستثمار قصير وطويل الأجل.
- توفر المدخرات المحلية والخارجية للاستثمار من خلال قنوات تيسر تدفقها عند الطلب، كما أنها تنمي الوعي الادخاري لدى المدخرين، وتوفر لهم الفرصة والوقت لسرعة اتخاذ قرار الاستثمار.
- توفر مكانا للمدخر لاستثمار مدخراته، ومكانا أيضا لتسييلها عند الحاجة كما أنها توسع دائرة الخيار أمامه، مما ينوع من استثماراته، كما أنها وسيلة من وسائل تغطية المخاطر. (1)
- تعد الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي عن طريق السوق المفتوحة، وذلك ببيع أو شراء الأوراق المالية، لتغيير كمية النقود للقضاء على التضخم أو الانكماش.

---

(1) المرجع السابق، ص2.

### المطلب الثالث: خصائص وأركان الأسواق المالية.

من المعروف أن هناك عناصر أو متدخلون مسئولون عن عمليات التداول والإصدار داخل السوق المالي، ولكي يختار هؤلاء المتعاملون الأسواق المالية التي لا بد من المغامرة فيها لا بد عليهم من معرفة أهم الخصائص التي تميز كل سوق مالي عن باقي الأسواق. حيث تعتبر الخصائص أو الميزات التي يتمتع بها كل سوق مالي هي المعيار الذي يعرف من خلاله مدى تميز هذه الأسواق.

#### الفرع الأول: خصائص الأسواق المالية.

- 1 ارتفاع حجم المعاملات الخاصة بالأدوات الاستثمارية الأجنبية في سوق مالية وطنية معينة، بحيث يشكل هذا الحجم نسبة عالية من التبادلات الجارية بشكل عادي.
- 2 ارتفاع نسبة المساهمة بلد أو عدد محدد من البلدان بشكل عام وأسواق معينة بشكل خاص، في القيمة الكلية للتبادلات الدولية.
- 3 اعتماد شبكات الاتصالات الدولية في التعاقدات الدولية ومتابعة إجراءات تنفيذها. ويغطي هذا الاعتماد مختلف أدوات الاستثمارية وكافة الأسواق النظامية وغير النظامية.
- 4 تزايد دور التعاملات غير النظامية، سواء جرى ذلك بشكل مباشر بين أطراف العقود أو بشكل غير مباشر من خلال الوساطة المالية أو الاتصالات السلكية واللاسلكية.
- 5 إن غالبية الأسواق تسودها المضاربة، فتعاني من تقلبات شديدة وحساسية عالية للشائعات.<sup>(1)</sup>
- 6 مصدر تمويل للاقتصاد الوطني، ومكان للتعاملات الخطرة.
- 7 أداة لقياس قيمة الأصول وللمساعدة على تحويل البنية الصناعية والتجارية.<sup>(2)</sup>
- 8 سوق رأس المال قد يرتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل ويكسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج لرؤوس أموال كبيرة في الأجل الطويل.

(1) هوشيار معروف، مرجع سابق، ص ص 184-185.

(2) عبد الرزاق خليل وآخرون، التكامل بين الأسواق المالية العربية كأساس لتحقيق سوق مالي عربي موحد. الملتقى الدولي الأول "اليورو واقتصاديات الدول العربية فرص وتحديات"، الأغواط، أيام 18-20 أبريل 2005، ص 493.

- 9- الاستثمار في سوق رأس المال يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي وذلك نظرا لأن أدوات الاستثمار فيه طويلة الأجل، الأمر الذي يحتمل مخاطر سوقية أو سعرية وتنظيمية مختلفة وكذلك الأسهم بالرغم من عائدها الكبير إلا أن مخاطرها كبيرة. (1)
- 10 -السوق النقدي يعتبر سوق جملة ويكون المتعاملين فيه من ذوي الحجم الكبير يتمتعون بخبرات كبيرة جدا ويعملون لحساب مؤسسات كبيرة أخرى ويتم الاعتماد على الوسطاء والسماسرة.
- 11 -أدوات الاستثمار المستخدمة في السوق النقدية تعتبر عالية السيولة.
- 12 -يعتبر السوق النقدي من الأسواق التي تتمتع باستثمارات قليلة المخاطرة. لأن مخاطر الدين وعدم مقدرة المدين على السداد تكون شبه معدومة لأن أدوات الدين في هذا السوق غالبا ما تكون مصدرة من قبل الحكومة.
- 13 -سوق رأس المال أكثر تنظيما من الأسواق الأخرى لأن المتعاملين فيها من الوكلاء المتخصصين. (2)

بصورة عامة تقسم الأسواق المالية في العالم حسب الخصائص بين ثلاث مجموعات رئيسية:

- أسواق متقدمة تشمل أسواق أمريكية وأوروبية ويابانية.
- أسواق ناهضة متقدمة عبر المحيط الهادي، أسواق أستراليا ونيوزيلندا وكندا.
- أسواق ناهضة نامية في آسيا وأمريكا اللاتينية.

### الفرع الثاني: أركان السوق المالي:

- 1 -المقرضين أو:المستثمرين: عارضو رؤوس الأموال وهم أولئك الذين يملكون فوائض سيولة ويريدون تقديمها لطالبي رؤوس الأموال لمقابل حصولهم على عوائد. بشكل عام فان عارضو رؤوس الأموال في سوق الأوراق المالية هم:
- العائلات (الخواص أو الأفراد).

(1)جمال جويدان، دراسات في الأسواق المالية والنقدية (دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2002)؛ ص 35.

(2)وليد ناصف، انس البكري، مرجع سابق، ص 37-38.

- المستثمرين التأسيسيين: وهم الهيئات المالية التي يتجلى دورها في الحياة الاقتصادية في عملية تجميع المدخرات الآتية من مختلف القطاعات في الدولة وتقوم بتوظيف هذه المدخرات في شكل أوراق مالية. ويعتبرون كذلك من أكبر المالكين للسيولة ومن أهم المتدخلين في البورصة، ومن بين أهم المستثمرين نجد صناديق الضمان الاجتماعي، صناديق التقاعد، صناديق البطالة، شركات التأمين، صناديق الودائع والضمانات وكذا هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية كشركات الاستثمار ذات الرأسمال الثابت، شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير ونوادي الاستثمار. (1)

- المتعاملون الآخرون وأهمهم الجمعيات ذات الطابع غير الربحي، المؤسسات والبنوك.

2 المقترضين أو المصدرين: تشمل هذه الفئة من الأفراد والمؤسسات الذين نقل دخولهم النقدية عن احتياجاتهم من الأموال، ويمكن الحصول على الأموال في السوق المالي إما بطريقة الاقتراض المباشر أو عن طريق إصدار الأوراق المالية. وإذا اتخذ الدين الصورة المباشرة لابد من إثبات ذلك في العقد المبرم مابين المقرض والمقترض وبما يشمله من بنود، كالقيمة الاسمية، وسعر الفائدة، وتواريخ دفع أقساط الفائدة وتاريخ استحقاق سداد القرض.

أما إذا كان الإصدار غير مباشر فقد يتخذ صورة السندات أو الأسهم العادية أو الممتازة والتي تصدر من قبل مؤسسات حكومية أو أهلية. وعليه يمكن تقسيم إصدارات الأوراق المالية على النحو التالي:

- إصدارات أهلية وإصدارات حكومية: من زاوية طبيعة الجهة المصدرة للورقة المالية يكون الإصدار أهليا متى كانت جهة الإصدار شركة أو مؤسسة أهلية كشركة مساهمة أو بنك تجاري، ويكون حكوميا متى كانت جهة الإصدار هيئة حكومية كبلدية أو إدارة البريد، تنحصر الإصدارات الحكومية في أدوات الدين مثل السندات بأنواعها وأذون الخزانة بينما تشمل الإصدارات الأهلية أدوات الملكية أي السندات والأسهم بأنواعها.
- إصدارات دين أو إصدارات ملكية: من زاوية الحقوق المترتبة على الإصدار بالنسبة للمستثمر يعتبر الإصدار دينا متى رتبت الورقة المالية المصدرة لحاملها حقا لدائنيه وينقضي هذا الحق

(1) محمد براق، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي. الندوة العلمية الدولية حول " التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية الأوروبية"، بمساهمة مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورو مغاربي، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، مصر، جامعة سطيف يومي 8-9 ماي 2004، ص 5.



بانقضاء الدين، ويعتبر الإصدار حق الملكية متى رتبت الورقة المالية المصدرة لحاملها نفس حقوق الملاك في حجة الإصدار لذا من الطبيعي أن تنعكس القيمة الاسمية لإصدار الدين في شكل زيادة في خصوم جهة الإصدار، بينما تنعكس القيمة الاسمية لإصدار حق الملكية في شكل رأس مال.<sup>(1)</sup>

- إصدارات أولية وإصدارات موسمية: بحسب الغرض فإن الإصدار الذي يتم عند تأسيس الشركة لتمويل رأسمالها الأساسي يعتبر إصداراً أولياً، بينما تسمى جميع الإصدارات التي تليه والتي تهدف إما إلى زيادة رأسمال الشركة أو إلى التوسع بإصدارات موسمية.

- إصدارات مسجلة وإصدارات لحامله: يكون الإصدار مسجلاً متى تم تسجيل اسم المستثمر على الصك، ويكون لحامله متى كان خالياً من اسم المستثمر وإنما يحمل عبارة لحامله. وفي الإصدار الاسمي فإن أي تصرف قانوني يجري عليه لابد وأن يكون من قبل الشخص المثبت اسمه عليه، أما إذا كان لحامله فتخضع التصرفات القانونية التي تجري على الصك لآخر من يحمله أي كانت طريقة حيازته له. ومن هنا وبهدف توفير عنصر الحماية والأمان لحقوق المستثمر فإن الإصدارات الاسمية هي الأكثر شيوعاً إلا في الحالات الاستثنائية ومتى كان الهدف هو تحقيق مرونة كبيرة في تداول الورقة المالية لتوفير عنصر السيولة فحينئذ تصدر لحامله كما يحدث في أدون الخزينة الأمريكية مثلاً.

3 إصدارات محلية وإصدارات أجنبية: إذا ما كان النطاق الجغرافي للإصدار محلاً للاعتبار تقسم الإصدارات تبعاً لموطن جهة الإصدار إلى محلية أو أجنبية<sup>(2)</sup>

4 الوسطاء: تتم غالبية التعاقدات والتعاملات في الأسواق المالية بواسطة شركات تعمل في مجال الوساطة والسمسرة فهي تعتبر وكيل عن المستثمرين. والذي يقوم بدور الوسيط عادة شخص طبيعي أو معنوي بشرط أن يكون مرخصاً بموجب قانون السوق المالي وأنظّمته وتعليماته.<sup>(2)</sup> ويقوم الوسطاء بمجموعة من الأعمال وهي:

(1) رمسيه أحمد أبو موسى، مرجع سابق، ص 37-38.

(1) محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية (جامعة البتراء، الأردن، الطبعة الثالثة، 2004)؛ ص 183-185.

(2) حسين بني هاني، مرجع سابق، ص 183-185.

- أعمال السمسرة: السمسار هو وسيط في سوق الأوراق المالية، ويعمل كوكيل للمستثمرين الماليين عند شراء أو بيع الأوراق المالية، فوظائفهم تقتصر على المقابلة بين رغبات البائعين والمشتريين مقابل الحصول على عمولة.<sup>(3)</sup>

يكفي أن يصدر العميل أمرا لسمساره ليشرع هذا الأخير في تنفيذ العملية وفقا للقانون الداخلي للبورصة، من هنا فللسمسار دور مزدوج يكمن في نقل أوامر العملاء إلى سوق الأوراق المالية من جهة والعمل على تنفيذها من جهة أخرى، فالأخير على دراية وعلم في شؤون الأوراق المالية، يقوم

بعقد عمليات بيع وشراء للأوراق المالية، لحساب عملائه في البورصة، وفي المواعيد الرسمية، ويعد مسئولاً وضامناً لصحة كل عملية يتمها، كما ينحصر عمل السمسار في تقريب وجهتي نظر شخصين ليتعاقدا مقابل عمولة متفق عليها تكون غالبا نسبة مئوية من قيمة الصفقة التي يتمها، لذلك فانه وان كانت الصفقة التي تتم على يديه فهو يعتبر ممثلا لأي من الطرفين، وإنما يقرب بينها فقط . ونظرا للدور الفعال الذي يلعبه السمسار في سوق الأوراق المالية فقد اشترط فيه بعض القواعد لحماية المتعاملين والمصلحة العامة أهمها:

- أن يكون متمتعا بالأهلية القانونية والتأهيل العلمي، وان لا يكون قد سبق إشهار إفلاسه أو حكم عليه بالإدانة في جنابة أو جنحة أو سرقة أو نصب أو خيانة للأمانة، إضافة إلى التزوير أو مخالفة قوانين النقد إلا إذا كان قد رد إليه اعتباره.<sup>(1)</sup>

- أن لا يكون قد حكم عليه بالتوقيف أو غرامة بصفته ملحقا بأحد مكاتب السمسرة، وأن لا يعمل بأعمال تجارية أخرى غير أعمال البورصة، كما يجب أن لا يكون عضوا بمجلس إدارة إحدى الشركات.

- صناعة الأسواق: صانع السوق متداول غرضه الأساسي من التداول الربح من توفير السيولة عبر الإعلان المستمر عن عروض وطلبات لبقية المتداولين في السوق. ويعد صانع السوق متداول غير مطلع على قيمة الورقة المالية، ولذلك فهو يحدد أسعار عروضه وطلباته بشكل رئيس بناء على

(3) أحمد أبو الفتوح الناقبة، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية (مؤسسة شباب الجامعة، 1991)؛ ص 28.

(1) شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر (دار هومه للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، بدون سنة نشر)؛ ص 35-36.

وضع الطلب والعرض في السوق. ويركز صانع السوق على تحقيق أفضل توازن بين العرض والطلب، لأن الفروق بين أفضل العروض والطلبات هي مصدر ربحه.<sup>(1)</sup>

### المطلب الرابع: ماهية الأزمات المالية.

شهد العالم وبصورة أساسية الاقتصاد الرأسمالي العديد من الأزمات منذ أواخر القرن التاسع عشر وأوائل القرن العشرين، ابتداء من أزمة المكسيك مروراً بأزمة دول جنوب شرق آسيا، وانتهاء بالأزمة البرازيلية، وصولاً إلى الأزمة العالمية الحالية 2008. مما جعل من الضروري معالجة مواطن الخلل، وتعزيز مصداقية الاقتصاديات بما يساعد على التعرف في وقت مبكر على بوادر الأزمات والتحرك لمعالجتها في الوقت المناسب.

### الفرع الأول: الأزمات المالية.

تعتبر الأزمات المالية من أكثر مواضيع الاقتصاد تداولاً، نظراً لطبيعتها الدورية، وارتباطها بدورات الأعمال، لذا سنتطرق لبعض الأزمات.

تعرف الأزمة على أنها " لحظة حرجية و حاسمة تتعلق بمصير الكيان الإداري الذي أصيب بها، مشكلة بذلك صعوبة حادة أمام متخذ القرار تجعله في حيرة بالغة"، فالأزمة حسب ما سبق لها بعدين :

- 1 - التهديد الخطير للمصالح و الأهداف الحالية و المستقبلية.
- 2 - الوقت المحدد المتاح لاتخاذ القرار سريع و صائب لحل الأزمة، و إلا فان القرار يصير غير ذي جدوى في مواجهة الموقف الجديد المفاجئ.

(1) محمد بن إبراهيم السحيباني، التلاعب في الأسواق المالية: البعد الاقتصادي. ورقة عمل مقدمة في ندوة "المضاربة والتلاعب في الأسواق المالية: الأبعاد الاقتصادية والقانونية والشرعية" الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل، الرياض، 05 مارس 2008، ص 1429، ص 5.

وتعرف أيضا الأزمة بأنها "حدث يهدد المصلحة القومية، يحدث في ظروف ضيق الوقت و عدم توفر الإمكانيات، و ينشأ عن اختلاف وجهات النظر أو وقوع كوارث طبيعية أو اقتصادية، تستغل كل قوى الدولة أو بعضها لمواجهتها من خلال حل توفيقى قهري أو إجراء عاجل".<sup>(1)</sup>

مما سبق نجد أن للأزمة خصائص أساسية هي:

- المفاجئة العنيفة عند حدوثها، و استقطابها لاهتمام الجميع.
  - التعقيد، التشابك و التداخل في عواملها و أسبابها.
  - نقص المعلومات و عدم وضوح الرؤية حولها.
  - سيادة حالة من الخوف قد تصل إلى حد الرعب من الآثار التي يضمنها إطار الأزمة.
- و منه فان الأزمة ينظر لها من خلال تأثيراتها المستقبلية، باعتبارها خطر حقيقي لا يتعلق بالماضي و الحاضر، بل يشتد تأثيرها في المستقبل.

كما عرفت بأنها ذلك التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة أو مجموعة من الدول و من ابرز سماتها هو فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية والذي ينعكس في التدهور كبير في قيمة العملة وفي أسعار الأسهم لأهم الشركات الصناعية في السوق المالية. ومن الأسباب الأساسية للأزمة المالية نذكر: عدم استقرار الاقتصاد الكلي، التقلبات في أسعار الفائدة العالمية، التقلبات في أسعار الصرف الحقيقية، اضطرابات القطاع المالي، عدم تلاؤم أصول وخصوم المصارف، التحرر المالي غير الوقائي، تدخل الحكومة في تخصيص الائتمان، ضعف النظام المحاسبي والرقابي والتنظيمي.<sup>(2)</sup>

### الفرع الثاني: أنواع الأزمات.

تعكس الأزمة المالية انهيار النظام المالي برمته، مصحوبا بفشل عدد كبير من المؤسسات المالية وغير المالية مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي. وهناك العديد من الأزمات كأزمة الصرف، الأزمة البنكية وأزمة انهيار الأسواق المالية. ويمكن لأي من هذه الأزمات أن تصبح أزمة شاملة بفعل ما يسمى خطر النظام. فإذا انخفضت أسعار الأسهم في السوق المالية، فان ذلك يؤدي إلى حالات عدم الدفع وعدم الملائمة من طرف الوسطاء الماليين، والتي تؤدي بدورها إلى أزمة النظام البنكي، الأمر الذي ينجز

(1) محمد نصر مهنا، إدارة الأزمات ( مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2004 )؛ ص 242.

(2) حدة رابيس، الآثار الاقتصادية لأزمة العقود العقارية بالولايات المتحدة الأمريكية أوت 2007. مجلة العلوم الإنسانية، دورية، دولية، علمية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، مارس، العدد 16، 2009، ص 66.

عنه أزمة معمقة. كما يمكن أن تظهر الأزمة عبر البنوك بسبب تخفيض العملة أو بسبب المنافسة القوية، سرعان ما تنتشر إلى الأسواق المالية بسبب الذعر الكبير الذي سيحدث بحكم أن البنوك تمثل احد أهم المتدخلين في البورصة سواء كوسطاء ماليين أو كمؤسسات مقيدة الأسهم فيها، وبالتالي إفلاسها يؤدي إلى تدهور البورصة والى أزمة مالية شاملة . (1)

ومن أنواع الأزمات نذكر ما يلي:

#### أولاً: الأزمات المصرفية.

تظهر الأزمات المصرفية عندما تتعرض المصارف لطلبات كبيرة ومفاجئة من جانب المودعين لسحب ودائعهم، بحيث لا تغطي سيولتها المتوفرة ولا نسبة احتياطياتها (الاحتياطي القانوني (ي) حجم السحوبات المطلوبة، وهذا ما يسمى بأزمة السيولة لدى البنوك، ويستطيع البنك المركزي أن يتدخل باعتباره الملجأ الأخير للسيولة في حالة تعرض بنك واحد لهذه الأزمة، أما إذا انتقلت العدوى إلى باقي البنوك فتسمى في تلك الحالة أزمة مصرفية وعندها قد يعجز في تدخله للإنقاذ.

وهناك صورة أخرى للأزمات المصرفية تحدث عندما ترفض البنوك منح القروض خوفا من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب المتوقعة، وهذا الخوف يحدث أزمة في الإقراض وهو ما يسمى بأزمة بالائتمان.

#### ثانياً: أزمات أسواق الأوراق المالية.

يحدث هذا النوع من الأزمات في أسواق الأوراق المالية نتيجة للتدهور الحاد والمفاجئ في أسعار الأسهم، والذي يعكس أثاره السلبية التي يتركها في قطاع الإنتاج والعمالة بحيث يؤدي إلى إعادة توزيع الدخل والثروات فيما بينها، وارتفاع الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة، على نحو ارتفاع غير مبرر

(1) زايدي بلقاسم، الأزمة المالية المعاصرة الأسباب والدروس المستفادة الملتقى الدولي الثالث حول إستراتيجية إدارة المخاطر في المؤسسات، آفاق وتحديات، أيام 25\_26 نوفمبر 2008، الشلف، ص 2.

وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل، والأصول إما رأس مال مادي يستخدم في العملية الإنتاجية مثل الآلات والمعدات والأبنية، وأما أصول مالية هي حقوق ملكية لرأس المال المادي أو للمحزون السلعي مثل الأسهم وحسابات الادخار مثلا، أو أنها حقوق ملكية للأصول المالية، وهذه تسمى مشتقات مالية، ومنها العقود المستقبلية، وكلما زاد ارتفاع الأسعار أصبح انهيار أسعار الأصل مسالة وقت عندما يكون هناك اتجاهها قويا لبيعه، فيبدأ سعره في الهبوط، ومن ثم تبدأ حالات الذعر المالي في الظهور.<sup>(1)</sup>

وعادة ما تحدث هذه الأزمات المالية بصورة مفاجئة نتيجة لأزمة الثقة في النظام المالي، فتتهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو مختلف الأصول سواء في نفس القطاع أو القطاعات الأخرى، وقد شبهت هذه الحالة بظاهرة الفقاعة.\*<sup>2</sup>

وقد تأخذ الأزمة المالية شكل انهيار مفاجئ في سوق الأسهم، أو في عملة دولة ما، أو في سوق العقارات، أو مجموعة من المؤسسات المالية، لتمتد بعد ذلك إلى باقي الاقتصاد.

### ثالثا: أزمة النقد الأجنبي.

يحدث عندما تؤدي هجمات المضاربة على العملة لبلد ما إلى تخفيض قيمتها والى هبوط حاد فيها، أو ترغم البنك المركزي بالحفاظ على العملة ببيع مقادير ضخمة من احتياطياته، أو رفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة. ويميز بعض المحللين بين أزمات العملة ذات الطابع القديم أو الحركة البطيئة وبين أزمات ذات طابع جديد. إذ أن الأولى تبلغ ذروتها بعد فترة من الإفراط في الإنفاق، والارتفاع الحقيقي في قيمة العملة التي تؤدي إلى إضعاف الحساب الجاري غالبا في سياق من الضوابط المتزايدة على رأس المال، مما يؤدي إلى تخفيض قيمة العملة.

(1) عمر يوسف عبد الله عباينة، الأزمة المالية المعاصرة تقدير اقتصادي إسلامي (عالم الكتب الحديث، اربد، الأردن، 2011)؛ ص 21-24.

\* الفقاعة السعوية أو الفقاعة المالية، أو فقاعة المضاربة، وتكون عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة على نحو غير مبرر، وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل كالأصل هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل. ومن علامات الفقاعة بيع وشراء الأصول بحثا عن الربح الرأسمالي المتوقع وليس بناء على العائد المنتظم أو غير المنتظم لتلك الأصول، وتتشأ الفقاعة عندما تصب أموال على أصول أكثر مما تيرره عوائدها، كما يحدث في عملية المضاربة.

أما في الحالة الثانية، فإن القلق الذي ينتاب المستثمرين بشأن جدارة ميزانيات جزء مهم من الاقتصاد والضغط سريعا على سعر الصرف.<sup>(1)</sup>

### الفرع الثالث: أسباب الأزمات.

هناك العديد من الأسباب التي أدت إلى حدوث الأزمات المالية من بينها:

- مادام تسيير النشاط الاقتصادي والمالي مرتبط بالإنسان فلا مفر من وقوع هذه الأزمات، ومن الذين استخدموا هذا الطرح للتنبؤ بزمن وقوع الأزمة القادمة عقب أزمة الرهن العقاري 2008 محافظ بنك انجلترا مرفين كينغ، حيث توقع أن تحدث في غضون السنوات الخمس أو العشر القادمة 2013-2018.
- في دراسة دولية معمقة لعشرين بلد خلال العشرين العام الماضية ( استخدم مؤشر مزدوج يتكون من درجة انخفاض قيمة العملة ونسبة الخسارة في الاحتياطات )، وقد توصلت هذه الدراسة إلى نتيجة مفادها أن أكثر بلدان العينة عرضة للازمات المالية والمصرفية هي التي شهدت تحريرا في أسواقها المالية، والتي أدت بدورها إلى أزمة عملات نظرا للعلاقة السببية بين الأزمة المصرفية و أزمة العملات مع المشاكل التي تواجه ميزان المدفوعات للبلد المعني.
- بصفة عامة يكمن إرجاع أسباب الأزمات المالية إلى ما يلي:
- المتغيرات الدولية من الكوارث والحروب والأزمات الاقتصادية والحروب التجارية.
- المتغيرات المحلية في معدل التضخم ( أسواق السندات) وأسعار الصرف(أسواق العملات الحرة) وأسعار الأسهم وتغير أسعار الفائدة.
- التغيرات التكنولوجية مثل المنتجات الجديدة والاختراعات وتحول الطلب على المنتجات والخدمات وهياكل محفظة الاستثمار.
- الانقلابات في شروط التبادل الدولي فعادة ما يصعب على زبائن البنوك الوفاء بالتزاماتها (خدمة الدين) عندما تختل شروط التبادل الدولي والتي تؤدي إلى اضطراب المشغلين بنشاطات التصدير والاستيراد.
- عدم الاستقرار السياسي والقلق والنزاعات الأهلية في بعض الحالات.

(1) حدة رايس، الآثار الاقتصادية لأزمة العقود العقارية بالولايات المتحدة الأمريكية أوت 2007. مرجع سابق، ص 67.

- تعود كثير من الأزمات المالية والمصرفية إلى أصحاب البنوك والإدارات القائمة على تسييرها، فكثيرا ما يقدم البنك على تحمل مخاطر زائدة على مقدرته، كما أن الإدارات العليا لدى البنوك كثيرا ما كانت تخفي الديون المعدومة للبنك لعدة سنوات يرجع ذلك إلى ضعف الرقابة المصرفية من ناحية وضعف الأنظمة المحاسبية أو قلة الكفاءة في القائمين على محاسبة المصرف.<sup>(1)</sup>
- وجود نوع من الضبابية يمنع الرؤية بشكل واضح و هو ما يتمثل في نقص المعلومات المتوفرة لدى متخذ القرار، و بالتالي عدم قدرته على تحديد أي الاتجاهات يجب أن يسلك.
- توجد عدة مؤشرات لحدوث أزمة مالية و التي تتصل بالسياسات الاقتصادية الكلية، و كذلك بالخصائص الهيكلية للأسواق المالية و النقدية، و يترتب عنها عدم الثقة لدى المستثمرين في الدولة على تحقيق طموحاتهم الاستثمارية، و من بين هذه المؤشرات ما يلي:
- الارتفاع في معدل البطالة و معدلات التضخم و المستوى العام للأسعار.
- ارتفاع معدلات الفائدة على الودائع و القروض المحلية.
- ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي قيمة القروض المحلية.
- انخفاض قيمة الاحتياطي النقدي من العملات الحرة.
- انخفاض نسبة النمو الاقتصادي، بتراجع الناتج المحلي الإجمالي.
- ارتفاع الرقم القياسي للعجز في الحسابات الجارية إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي.
- غلبة الأصول المالية عالية المخاطر كأصول العقارية على أسواق الائتمان.
- تسرب الضعف إلى الجهاز الإداري المنوط به الإشراف على أسواق المال و قطاعات البنوك.
- غياب الشفافية و الإفصاح اللتان يستلزمهما للتطبيق السليم لمعايير المحاسبة الدولية عند عرض القوائم المالية للمؤسسات الاقتصادية، مما يحجب عن المستثمرين الظروف التي تساعد على تقييم أصول هذه المؤسسات بصورتها الحقيقية.

(1) راتول محمد، معزوز لقمان، عملية توريق الديون كأداة مالية مستحدثة ودورها في صناعة وانتشار الأزمات المالية. الملتقى

العلمي الدولي الخامس حول الاقتصاد الافتراضي وانعكاساته على الاقتصاديات الدولية، خميس مليانة، 13-14 مارس 2012، ص



- سيطرة بعض المؤسسات على الأسواق على الأسواق المالية، و ما ينجم عن ذلك من سهولة تحكمها في هذه الأسواق. (1)

### المبحث الثاني: عمليات الأسواق المالية، أنواعها وأدواتها.

تعتبر الأسواق المالية قناة تواصل بين المتعاملين فيها، فهي الحيز الذي يجمع بائع الورقة المالية بمشترئها، وذلك من خلال سوقها، سوق رأس المال وسوق النقد وباستخدام مختلف أدواتها، فالسوق المالية تنقسم وفق معيار الأجل إلى قسمين، سوق النقد الذي تتم فيه العمليات قصيرة الأجل، وسوق رأس المال التي يكون التعامل فيها في الأجل الطويل والذي ينقسم بدوره لمجموعة من الأسواق، وسيتم من خلال هذا المبحث التطرق لأهم تقسيمات السوق المالية والأدوات المستخدمة فيها.

### المطلب الأول: أنواع الأسواق المالية.

إن هيكل السوق المالية هو مجموعة المؤسسات أو القنوات التي ينساب فيها المال الفائض من الأفراد والمؤسسات في المجتمع وفقا لسياسة معينة، إلى من هم في حاجة إلى هذه الأموال لفترة من الوقت عن طريق الوسطاء الماليين ويشمل السوق المالي، سوق النقد وسوق رأس المال.

### الفرع الأول: سوق رأس المال:

(1) ناصر مراد، الأزمة المالية العالمية، الأسباب، الآثار، وسياسة مواجهتها. الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، سطيف بالتعاون مع مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورو مغاربي، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص 3.

يعرف سوق رأس المال أو سوق الأوراق المالية، بأنه المكان أو الزمن الذي يتم فيه عقد الصفقات المالية والاستثمارية والتجارية طويلة الأجل، ويختلف سوق رأس المال عن السوق النقدي في أن الأول يمثل مصدرا للتمويل طويل الأجل أما الثاني فهو مصدر للتمويل قصير الأجل.<sup>(1)</sup>

### أولاً: أسواق آجلة (مستقبلية):

وتعرف أيضاً بأسواق المشتقات المالية وتنقسم إلى فئتين أساسيتين أسواق آجلة "المستقبل" The future contracts وأسواق الخيارات Option وسميت كذلك لأنها تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار الأدوات من أدوات السوق المالية الرئيسية "الداخلية أو الكامنة" (الأسهم والسندات) من خلال العقود الآجلة وعقود الخيار، من هذا المنطلق يمكن القول أن الأسواق المشتقة أو المشتقات المالية شبيهة بالمبادلة.<sup>(2)</sup>

عقود الخيارات: عرفها Rainer Brosch بأنها حق وليس إلزام لشراء أو لبيع أصل معين، مثل أوراق مالية متداولة في الأسواق المالية، وفقاً لشروط محددة<sup>(3)</sup>.

كما عرف Thomas McCafferty عقد الخيار بأنه عقد ينص ببساطة على شروط يتفق عليها كل من البائع والمشتري، وهي تعطي الحق في فعل شيء أو شراء شيء ما، أو بيع التزام لفعل شيء أو تسليم شيء ما، بسعر متفق عليه مسبقاً في أو قبل تاريخ معين، و الخيار هو عقد على ما يعرف باسم "الكيان"

الأساسي"، ويمكن أن يكون هذا الكيان: ممتلكات عقارية، أو أدوات مالية، أو عقود مشتقة أخرى<sup>(4)</sup>. تعطي حق شراء أو بيع أي أداة بأي سعر في تاريخ مستقبلي لأي كمية من السلع، ولها الحق في نقل أي حق من هذه الحقوق من المشتري أو البائع مقابل تعهد نهائي بالبيع أو الشراء من الحائز على الخيار، من خلال هذا التعريف نستنتج أنه يوجد نوعين من الخيارات " خيارات الشراء، خيارات البيع".

(1) علي عباس، إدارة الأعمال الدولية (دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2007)؛ ص 303.

(2) Joël priolon, **les marchés financiers** (UFR économie, gestion et politiques publiques, Département des sciences économiques, sociales et de gestion, la grande école européenne d'ingénieurs et de managers dans le domaine du vivant et de l'environnement, paris, novembre 2007), p3.

(3) Rainer Brosch, **Portfolios of Real option**, (Springer edition, Berlin, 2008), p 8.

(4) Thomas McCafferty, **Options Demystified**, (McGRAW-HILL, USA, 2006), p p 1, 2.

إن الهدف من هذا النوع من الأدوات هو حماية المستثمرين من تقلبات الأسعار في المستقبل. ويجب الإشارة إلى أن قرار ممارسة هذا الحق راجع لإرادة المستثمر وان كان بمصلحته القيام بذلك إذا ما كان دفع حق الاكتتاب، أما في حالة عدم ممارسته فهو يسقط عنه عندما يتجاوز الفترة الزمنية المحددة لممارسته. (1)

**عقود المستقبل:** هو اتفاق بين طرفين الطرف البائع والطرف المشتري ويقضي الاتفاق أن يسلم البائع للمشتري أصل سلعة ما في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التسليم، وذلك على أساس سعر يتفق عليه لدى التعاقد، وعلى طرفي العقد أن يودعا لدى السمسار الذي يتم التعامل معه مبلغا نقديا يمثل نسبة ضئيلة من سعر العقد يطلق عليها الهامش المبدئي، والغرض منه إثبات الجدية وحسن نية الطرفين، كما يستخدم لأغراض التسوية اليومية، إذا ما تعرض أحد الطرفين للخسائر نتيجة تغير سعر الوحدة محل العقد في غير صالحه. (2)

كما عرفت بأنها التزام تعاقدي ملزم نمطي إما لبيع أو لشراء موجود معين، بسعر معين، وبتاريخ معين في المستقبل. ويختلف عن العقد الآجل من أنه متاح للتداول في البورصة (3).

ويتم التعامل في العقود المستقبلية التالية:

- العقود المستقبلية لمعدلات الفائدة: ومنها يكون موضوع التعامل هو معدل الفائدة على ودائع

أو مستندات أو قروض معينة.

- العقود المستقبلية لأسعار الصرف: ويتم فيها تداول العملات المحلية مقابل العملات الأجنبية.

- العقود المستقبلية لمؤشرات الأسهم: ويتم فيها تداول مؤشرات لمجموعة من الأسهم والسندات التي

يتم تداولها في سوق الأوراق المالية. (1)

(1) سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية العربية. أطروحة

مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة، في العلوم الاقتصادية، فرع القياس الاقتصادي، الجزائر، 2004، ص 19.

(2) فاطمة الزهراء طاهري، العقود المستقبلية كوسيلة لتسيير مخاطر السعر في الأسواق الزراعية. أبحاث اقتصادية وإدارية، مجلة

محكمة سداسية، جامعة بسكرة، جوان 2009، العدد 5، ص 161.

(3) Trading In Futures An Introduction, Chicago Board of Trade (CBOT), p 1, sur le site :

www.cbot.com; le: 19/04/2012, à 22:48

## ثانياً: أسواق فورية.

يقصد بأسواق رأس المال الفورية أو الأسواق الحاضرة لرأس المال تلك الأسواق التي تتعامل في

أوراق

مالية طويلة الأجل يتم تسليمها أو تسلمها فور إتمام الصفقة.<sup>(2)</sup>

وتنقسم إلى قسمين:

1. سوق أولية "ابتدائية": وفيها تصدر الأوراق المالية لأول مرة وتعمل فيها مؤسسات مالية تسمى

مصارف الاستثمار التي تقدم النصح والمشورة إلى الشركات فيما يتعلق بأنسب أنواع الأوراق

المالية المزعم إصدارها وأنسب توقيت للإصدار وأنسب سعر وأنسب كمية، كما تقوم بترويج

الأوراق المالية المصدرة بسعر معين، وقد يقوم بنفس وظائف مصارف الاستثمار كل من

البنوك وشركات سمسة الأوراق المالية.

2. الأسواق الثانوية: وهي التي تتداول فيها الأوراق المالية التي سبق إصدارها في الأسواق

الأولية وتعمل فيها المؤسسات المالية التي تقوم بتنشيط تداول الأوراق المالية وتوفير عنصر

السيولة مثل شركات السمسة وصناديق الاستثمار وشركات إدارة محافظ الأوراق المالية.<sup>(3)</sup>

ونجد في السوق الثانوي نوعين من الأسواق:

- السوق المنظمة: وتنقسم إلى السوق المركزية وأسواق المناطق أو الأسواق المحلية، ويقصد

بالسوق المركزية السوق التي تتعامل في الأوراق المالية المسجلة لدى البورصة بغض النظر

عن الموقع الجغرافي لمصدر الورقة المالية ومن الأمثلة على هذه السوق بورصة طوكيو

وبورصة لندن... أما أسواق المناطق فتتعامل بأوراق مالية لمنشآت صغيرة تهتم جمهور

المستثمرين في النطاق الجغرافي للمنشأة أو في المناطق القريبة ولكن لا يوجد ما يمنع من

(1) بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة، أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها؟، الملتقى العلمي الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية" بالتعاون مع مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورو مغاربي، جامعة سطيف، أيام 20-21 أكتوبر، 2009، ص 6-7.

(2) ياسر بو حسون، شادي أحمد زهرة، الأسواق المالية الناشئة ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني، سورية، دراسة تحليلية استشرافية، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد 27، العدد 1، جامعة دمشق سوريا، 2005، ص 110.

(3) محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي (دار زمزم للنشر والتوزيع، الأردن، 2009)؛ ص ص

- تعامل الأسواق المحلية في الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المركزية.<sup>(1)</sup>
- السوق غير المنظمة: وتعرف أيضا بالسوق الموازية أو السوق غير الرسمي المفتوح، ويتم في هذه الأسواق تداول الأوراق المالية من خلال بيوت السمسرة والبنوك التجارية وغيرها، أي المعاملات التي تجري خارج البورصات، والتي يطلق عليها المعاملات على المنضدة، ولا يوجد مكان محدد لإجرائها إذ تتم من خلال شبكة اتصالات قوية بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ويتحدد سعر الورقة في هذه السوق بالتفاوض. <sup>(2)</sup> ويأخذ على الأسواق غير المنظمة عدم وجود آليات للحد من التدهور والارتفاع الحاد للأسعار، الذي يحدث بسبب عدم التوازن بين العرض والطلب وتظم:
- السوق الثالث: وتتكون من بيوت السمسرة لغير أعضاء السوق المنظمة، حيث تستثمر فيها عملية بيع وشراء الأوراق بكميات مختلفة مما يجعلها منافسا للسوق المنظمة. وما يفسر وجود هذه السوق عدم القدرة على التفاوض في العمولة في الأسواق الأخرى مما يتيح الفرصة لخفض معدلات العمولة من طرف بيوت السمسرة لكون العمليات التي تتم تكون محدودة والسماسرة غير ملزمين بعمولة محددة ناهيك عن ميزة عدم دفع بيوت السمسرة للرسوم كما هو الحال في البورصات ومن يعمل فيها بالالتزام.
- السوق الرابع: ويتكون ممن يبيعون ويشتررون الأوراق المالية بكميات كبيرة كالمؤسسات الاستثمارية وكبار المستثمرين حتى يتجنبون دفع العمولات للسماسرة فيتوقف على وسيط يسوي العملية من خلال الهاتف والكمبيوتر ووسائل الاتصال المتاحة، الأمر الذي يسمح بإتمام الصفقة بسرعة فائقة وبتكلفة أقل بكثير من غيرها، ولذلك فإن هذا السوق يشكل منافسا حقيقيا حيث سيفرض على الوسطاء والسماسرة خفض عمولاتهم والمصاريف المقبوضة ضمن السوق المنظمة للحد من منافسة السوق الرابع لها. <sup>(3)</sup>

### الفرع الثاني: أسواق النقد:

هي الميكانيكية الفنية التي بموجبها ومن خلالها يتم إصدار وتداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل،

(1) أسرار فخري عبد اللطيف، دور أسواق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية. المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، قسم بحوث الائتمان، البنك المركزي العراقي، بدون سنة، ص 4.

(2) عماد صالح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة (بن دسمال للطباعة والنشر، أبو ظبي، 2002)؛ ص 233.

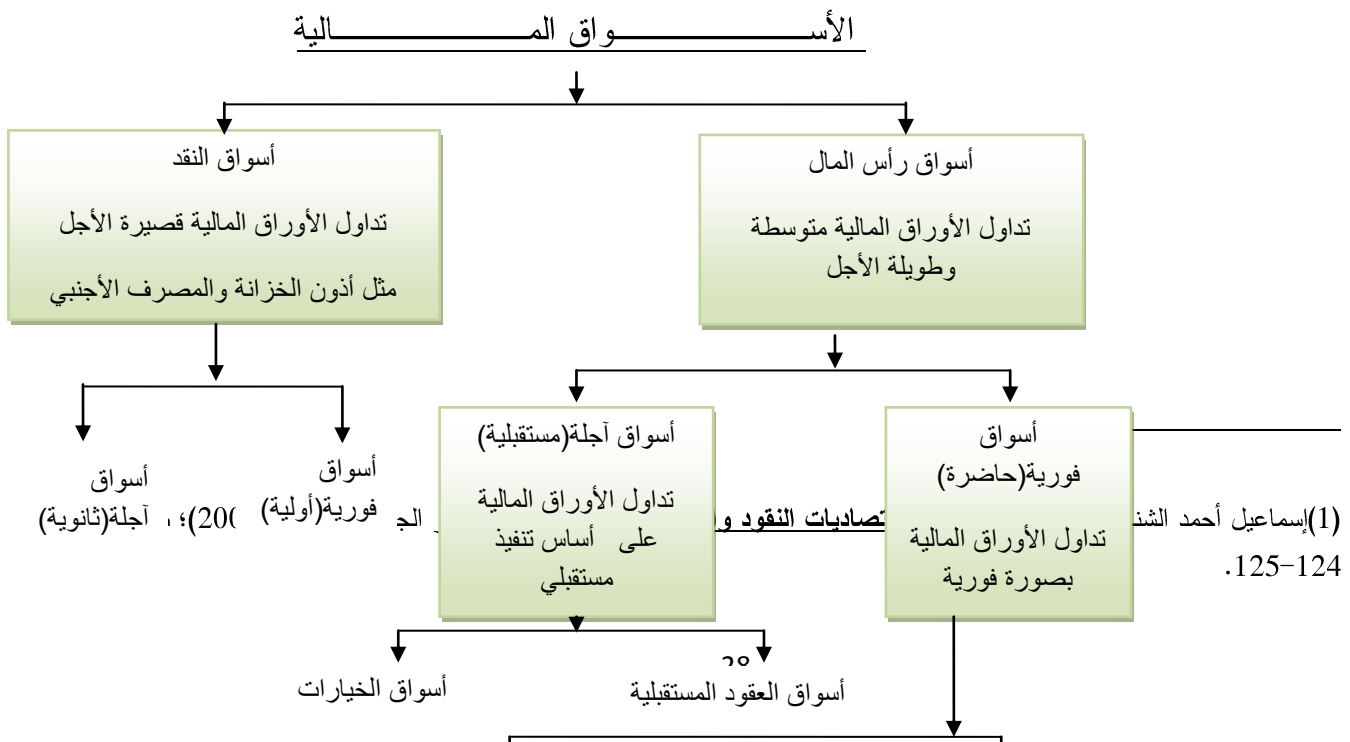
(3) ناظم محمد الشمري وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي (دار وائل للطباعة والنشر، الأردن، 1999)؛ ص ص 89-

ففي هذه السوق يتركز عرض وطلب الأموال القابلة للإقراض لفترة تقل عن عام. ويتولد عرض هذه الأموال من جانب كل من يرغب في توظيف مدخراته عن طريق التخلي عن منافع نقوده لفترة قصيرة في مقابل حصوله على عائدها، بينما يتشكل الطلب عليها من جانب جميع الراغبين في الحصول على منافع نقود الغير لفترة قصيرة في نظير دفع فائدة ما.

ويمكن أن نميز في سوق النقد بين سوقين:

- السوق الأولى التي يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها لآجال قصيرة بأسعار فائدة تتحدد حسب مصدر هذه الأموال ومتانة المقترض وسمعته المالية.
- السوق الثانوي الذي يجري فيه تداول الإصدارات النقدية قصيرة الأجل بأسعار تتحدد حسب قانون العرض والطلب. ويفوق السوق الثانوي الأولي من حيث الأهمية، لدرجة أنه عندما نذكر سوق النقد يكون المقصود بذلك هو السوق الثانوي للنقد.<sup>(1)</sup>

الشكل رقم(1): مخطط لتقسيمات الأسواق المالية.



المصدر: محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق،

بورصات(دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2005) ؛ ص 45.

### المطلب الثاني: عمليات أسواق رأس المال

تنقسم عمليات أسواق الأوراق المالية إلى عمليات عاجلة وعمليات آجلة:

#### الفرع الأول: العمليات العاجلة.

تعتبر العمليات التي تتم في السوق الفوري عمليات باتة أي غير قابلة للرجوع فيها، إلا أن ذلك لا

يعني ضرورة تنفيذ العمليات العاجلة في الحال، بل إنها تنفذ بعد فترة قصيرة ضرورية لاستكمال

الإجراءات، ويحصر التزام البائع في تسليم الأوراق المالية ومقابل ذلك يلتزم المشتري بدفع الثمن بعد بضعة أيام من عقد العملية.

والغرض من هذه العمليات بالنسبة للبائع الحصول على المال حاضرا وبالنسبة للمشتري استثمار أمواله، ومع ذلك فقد تستعمل العمليات الآجلة للمضاربة لأنها تخضع لنظام تتوافر فيه المرونة إلى حد كبير، ويمكن بجانبها القيام بعمليات أخرى تقلل من الأخطار التي يستهدف لها المضارب. ويختلف المستثمر عن المضارب في أن الأول يشتري أوراقا مالية ويحتفظ بها للحصول على دخل، بينما الثاني لا يهتم بدخل الصكوك، بل يرمي إلى الحصول على ربح من جراء القيام ببيعها مرة ثانية. وغالبا ما تكون العمليات الفورية عبارة عن توظيف للأموال غير أنها قد يكون الهدف منها المضاربة وليس التوظيف<sup>(1)</sup>.

وبالرغم من التطورات التي حدثت في السوق المالية، و التي أدت إلى جعل غالبية التعاملات في السوق المالية من النوع الآجل، إلا أن الأسواق ما زالت حتى الآن تتعامل بالمعاملات العاجلة و ذلك للأسباب التالية<sup>(2)</sup>:

1. ملائمة العمليات العاجلة للمشروعات الصغيرة، إذ أن المشروعات الصغيرة تتسم بمحدودية الحجم المعروف من صكوكها، ولا شك أن العمليات الآجلة بما تحققه من مزايا تؤدي إلى جذب العديد من المستثمرين الذين يتعاملون معها، وبكميات ضخمة، وهو ما لا تستطيع المشروعات الصغيرة الوفاء بها، مما قد ينشأ عنه تذبذب ملحوظ في أسعار أسهمها.
  2. إن نظام الحصص المقترن بالعمليات الآجلة لا تتاسب صغار المدخرين، قد يقال انه من الممكن التعامل على تجزئة الحصة، وهذا يعد مرهقا لكونه ينتج ارتفاعا في النفقات. وهناك عدة عقود عاجلة ومن أهم هذه العمليات أو العقود: <sup>(3)</sup>
- أ. **العقود العاجلة العادية**: وهي العقود التي يلتزم فيها كل من البائع والمشتري بإتمام الصفقة نقدا، وذلك باستلام المشتري للأوراق المالية، وتسليم الثمن فورا أو خلال مدة قصيرة وتقدر في بعض

(1) سيد طه البدوي، عمليات بورصة الأوراق المالية دراسة مقارنة بين التشريعين الفرنسي والمصري. المؤتمر العلمي الخامس عشر لأسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون جامعة الإمارات المتحدة العربية أيام 6، 7، 8 مارس 2007، ص 6.

(2) أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية (دار الفكر الجامعي، مصر، 2008)؛ ص 214.

(3) السيد المتولي بعبد القادر، مرجع سابق، ص 178.



الأسواق بيومين، فمثلا في بورصة نيويورك يلتزم أن تصفى العملية في موعد أقصاه ساعة قبل افتتاح الجلسة التالية.

ب. **عمليات الشراء بالهامش:** ومعناه أن يدفع المشتري جزءا من قيمة الأوراق المالية التي اشتراها، ثم يقترض الباقي من سمساره مقابل فائدة محددة، على أن ترهن الأوراق المالية المشتراة عند السمسار كضمان للقرض. ويظهر البعد المالي في هذه الصورة من خلال توقع المشتري ارتفاع أسعار الأوراق المالية المشتراة في المستقبل، وبذلك يضمن قيمة الأوراق المالية مع فائدة القرض من السمسار مع هامش ربح، وقد تخيب كل ظنونه فيخسر كل شيء.

ولهذه الطريقة مخاطر كبيرة، حيث يعتقد الكثيرون أن أحد أهم أسباب انهيار البورصة عام 1929 هو التوسع في الشراء بالهامش. ولخطورتها شددت القوانين الموضوعية فيه، وذلك برفعها من نسبة الهامش الابتدائي الذي يدفعه المشتري حتى تحد من التوسع في الشراء الجزئي لأغراض المضاربة السريعة.<sup>(1)</sup>

ج. **البيع على المكشوف (البيع القصير):** لا يقل البيع القصير أهمية عن المتاجرة بالهامش، فهو الآخر يمثل وسيلة من وسائل تطور ونضوج السوق الرأس المالي، ويقصد بالبيع القصير بيع أوراقا مالية لا يملكها الوسيط أو السمسار لحظة إتمام الصفقة ، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل القريب. لذا فإن عمليات البيع القصير هي عبارة عن المتاجرة بالمراكز القصيرة أي أن السمسار يقوم بإعادة تغطية مركزه لاحقا من خلال شراء الأوراق المالية موضوع التعامل من السوق وإعادتها وتسليمها إلى المشتري في الموعد المتفق عليه . وفي هذه الحالة يقال أن المستثمر غطى مركزه القصير والربح المحقق هو الفرق بين سعر

الشراء والسعر الذي تم به بيع هذه الأوراق. في الحقيقة إن البيع القصير يتضمن نوع من المضاربة على انخفاض الأسعار لاحقا ووفقا لتوقعات المستثمر. ولضمان استقرار وتوازن السوق، ومنع المستثمرين من خلق عدم الاستقرار للأوراق المالية موضوع البيع القصير، وضعت أغلب الأسواق قواعد للبيع على المكشوف تسمى قواعد قياس السعر لاسيما في البورصات الأمريكية وبموجب هذه القواعد يكون تنفيذ عمليات البيع القصير في حالتين:

(1) حسن محمد الرفاعي، سوق الأوراق المالية: من المخاطر إلى الأزمات قراءة في أبعادها المالية وأحكامها في الاقتصاد الإسلامي. بحث مقدّم إلى الملتقى الدولي الثاني: "متطلبات التنمية في أعقاب إفرازات الأزمة المالية العالمية" جامعة بشار؛ كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2010

– يجب أن يكون سعر الورقة المالية الذي يجري عليه البيع القصير أعلى من آخر سعر تم

التداول به ويشار لهذه القاعدة Uptick Trade

– ليس هناك أي تغيير جرى على آخر سعر لتداول الأصل موضوع البيع القصير كما أن سعر

التداول اللاحق يجب أن يكون أعلى من السعر الذي تداوله سابقاً، وتسمى هذه القاعدة Zero uptick

فعلى سبيل المثال لو كان سعر السهم الحالي 20 دينار ويتوقع أحد المستثمرين أن ينخفض هذا

السعر بعد أسبوع من الآن، ويرغب بإنشاء وترتيب بيع قصير، وكانت أسعار التداول السابقة 20,13

دينار، 20 دينار على التوالي فان هيئة السوق لا تسمح له بذلك بسبب قاعدة Uptick Trade. ولكن إذا

كانت الأسعار السابقة 19,88 دينار ومن ثم 20 دينار فانه يمكن أن يقوم بترتيب البيع القصير وبسعر 20

دينار للسهم الواحد لتوفر قاعدة Uptick. أما لو كانت الأسعار السابقة 19,88، 20 دينار ومن ثم استقر

على 20 دينار فان المستثمر يحق له إعداد ترتيبات البيع القصير لتوفير قاعدة Zero uptick.<sup>(1)</sup>

**د: نظام شراء وبيع الأوراق المالية في الجلسة ذاتها: إن نظام شراء وبيع الأوراق المالية في الجلسة**

ذاتها Intra-day Trading هو نظام يسمح للمستثمر بأن يقوم بشراء الورقة المالية في الجلسة ذاتها أي

اليوم ذاته، وهو ما يمكن المستثمرين من الاستفادة من الفروق السعرية خلال اليوم، ويكون الهدف منها

تحقيق أرباح سريعة خلال وقت قصير. وهو أحد التسهيلات التي تقدمها البورصات في الدول المتقدمة

بهدف زيادة سيولة السوق وكفاءته.<sup>(2)</sup>

### الفرع الثاني: العمليات الآجلة.

يقوم السوق المالي على مجموعة من العمليات لعقد الصفقات فيه، وسنقوم بالتعرف عليها وعلى أهم

المتعاملين في السوق المالية الآجلة.

(1) أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات (دار اليازوري، الأردن، 2010)؛ ص ص114-115.

(2) السيد المتولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 182.

**أولاً: تعريف العمليات الآجلة:** هي العمليات التي يتم عقد الصفقة فيها الآن ولكن تتم عملية الدفع والتسليم بعد فترة محددة مسبقاً وتسمى موعد التصفية.

كما عرفت بأنها العمليات التي يتفق فيها الطرفان على تأجيل التسليم ودفع الثمن إلى يوم معين يسمى يوم التصفية. ويتضح مما سبق أن المعاملات الآجلة عبارة عن بيع شيء مؤجل بثمن مؤجل<sup>(1)</sup>. ومن خلال التعريف فإن عملية دفع الثمن في السوق المالي الآجل وتسليم الأوراق المالية تتم بعد فترة وهذا يتطلب بدوها حسب الاتفاق المعقود بين الطرفين. ولكن أنظمة السوق المالية اشترطت على المتعاملين في السوق الآجل تقديم تأمين مالي لحين تنفيذ الصفقة ويسمى هذا التأمين "تأمين التغطية"<sup>(2)</sup>. والغرض الأساسي من العمليات الآجلة هو الحصول على الربح من فرق السعر بين يوم عقد الصفقة وبين يوم التصفية. وهناك أغراض أخرى منها الاحتياط من ارتفاع الأسعار.

**ثانياً: المتعاملين في السوق المالية الآجلة:** هناك نوعان من المتعاملين في الأسواق الآجلة وهما<sup>(3)</sup>:

1. متعاملون لديهم النية الجازمة للتنفيذ الفعلي للعقد عن طريق تسليم الصكوك والوفاء بثمنها، فهم ينتظرون موارد معينة يحصلون عليها قبل يوم التصفية بحيث يكون باستطاعتهم الوفاء بالثمن إن كان مشترياً، أو ينتظرون صكوكاً تتول إليهم، أو تكون تحت أيديهم قبل هذا اليوم يقومون بتسليمها.
2. متعاملون يضاربون على فارق سعر الشراء وسعر البيع في التاريخ المحدد للتصفية، و في خلال الفترة التي تفصل إبرام العقد عن تنفيذه يقوم المتعاملون بإعادة بيع الصكوك التي اشتروها، و تتم التسوية بطريقة المقاصة. فالنوع الأخير من المتعاملين قد يكونون مضاربين على ارتفاع السعر، بحيث تكون لديهم النية لإعادة بيع الصكوك التي قد قاموا بشرائها، بحيث يكون لديهم في النهاية دفع الفرق بين ثمن الشراء و ثمن البيع دون أن يتم التسليم والتسلم. وقد يكون هؤلاء المتعاملون مضاربون على النزول في الأسعار بحيث يبيع المتعامل منهم صكوكاً لا يمتلكها، وينوي شراءها عندما تهبط الأسعار قبل يوم التصفية، فان تحقق توقعه كان ربحه الفارق بين ثمن

(1) فتحي سليم زياد غزال، حكم الشرع في البورصة (دار الوضاح للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الثانية، 2008)؛ ص 13.

(2) وليد صافي، انس البكري، مرجع سابق، ص 235

(3) أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص 258.

البيع و ثمن الشراء بسعر اقل. فان حدث العكس و ارتفعت الأسعار خسر الفارق بين ثمن البيع و ثمن الشراء بسعر أعلى.

ثالثا: أنواع العمليات الآجلة: تتنوع المعاملات الآجلة إلى عدة أنواع باعتبارات متعددة و هي

كالآتي:

1. **العمليات الباتة القطعية:** وتعرف بأنها العمليات التي يكون التعاقد فيها ملزما للطرفين، فلا يكون لأحدهما حق العدول عن إتمام الصفقة، بل يلتزم البائع بتسليم الأوراق المبيعة التي تعهد بتسليمها والمشتري بدفع الثمن المتفق عليه. (1)

ويمكن أن يتضمن عقد البيع في المعاملات الباتة شرطا يخول المشتري مطالبة البائع بتسليم الأوراق قبل حلول الأجل، وهو شرط خاص بالمشتري دون البائع ويسمى **شرط خيار التنازل عن الأجل**. ويلجأ المشتري إلى استعمال هذا الحق عندما يلحظ أن الأسعار آخذة في النزول، فيطلب من البائع أن يسلمه الأوراق المالية المعقودة عليها، رغبة في التقليل من خسارته قدر الإمكان، حيث يقوم بشرائها من عند البائع بسعر حالي.

2. **العمليات الآجلة بشرط التعويض:** هي العمليات التي يلتزم فيها البائع والمشتري بتصفية العمليات التي تمت بينهما آجلا في تاريخ معين، ويخول احد الأطراف الخيار في عدم تنفيذ العملية مقابل التخلي للطرف الآخر عن مبلغ كتعويض متفق عليه مسبقا مقابل عدم تنفيذ العملية. (2) وتتنوع العمليات الشرطية إلى عمليات شرطية للمشتري، وعمليات شرطية للبائع:

- أ. العمليات الشرطية للمشتري: أي العمليات الشرطية على الصعود، والتي يكون فيها الخيار للمشتري بين استلام الصكوك و بين التخلي عن التعويض.
- ب. العمليات الشرطية للبائع: أي العمليات الشرطية على الهبوط، والتي يكون فيها الخيار للبائع بين استلام الصكوك و بين التخلي عن التعويض.

(1) مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، مرجع سابق، ص ص 844، 845.

(2) أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 178.

3. العمليات مع خيار الزيادة : يحق لواحد من المتعاملين الاستزادة من (البيع والشراء) عند حلول الأجل المنفق عليه، ويتخذ شكلين فقد يكون خيار الزيادة للمشتري أو قد يكون خيار الزيادة للبائع (1)

4. المد للمشتري والمد للبائع : وهي العمليات التي يجوز فيها المتعاملين تأجيل موعد تسوية الصفقة حتى موعد تصفية اللاحق، و يحدث ذلك عندما يشعر المتعاملين بأنهم لن يستطيعوا تنفيذ الصفقة التي عقدها نظرا لتطور الأسعار خلافا لتقديراتهم(2).

5. العمليات المركبة: يلجأ المضاربون في السوق المالية، إلى القيام بعملياتين باتجاه معاكس، ولكن أكثر العمليات المركبة تعامللا بها هي:

- شراء عاجل مقابل بيع بشرط التعويض
- شراء بات مؤجل مقابل بيع بشرط التعويض.
- شراء بشرط التعويض مقابل بيع بات.
- شراء بشرط التعويض مقابل بيع بشرط التعويض. (3)

(1) وليد صافي، انس البكري، مرجع سابق، ص 236

(2) احمد محمد لطفي احمد، مرجع سابق، ص 313

(3) وليد صافي، انس البكري، مرجع سابق، ص 237

### المطلب الثالث: أدوات السوق المالية.

تشهد الأسواق المالية في العالم اليوم تداول أدوات استثمار متنوعة خصائصها وصفاتها وآجالها وعوائدها فهي الأساس في الأسواق المالية، ويطلق عليها مصطلح الأوراق المالية، ومن هنا تبرز ضرورة دراسة الأوراق المالية كجزء مهم من دراسة الأسواق المالية، لهذا لا بد من التعرف على أهم الأدوات من الأوراق المالية المتعامل بها في كل من أسواق رأس المال وأسواق النقد.

#### الفرع الأول: أدوات أسواق رأس المال.

يتم التعامل في أسواق رأس المال من خلال مجموعة من الأدوات أهمها.

#### أولاً: الأسهم العادية:

وتمثل وثيقة ملكية أو صك ملكية، وتعد منشآت الأعمال مصدر لخلق الأسهم، إذ يتكون رأس مال منشآت المساهمة وشركات التوصية بالأسهم من حصص متساوية، يتم تمثيل ملكية الحصص هذه بوثائق ملكية يوضح كل صك اسم المنشأة صاحبة الإصدار، ونوع السهم ورقمه، وعدد الأسهم.

وبشكل عام فإن للأسهم قيمة اسمية وهي القيمة المدونة على قسيمة السهم، و ينص عليها في عقد التأسيس أو الإصدار، أما القيمة الدفترية فتمثل قيمة حقوق الملكية بضمنها الاحتياطات والأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة، أما القيمة السوقية فهي تعكس قيمة السهم المتحققة في السوق، والتي لا يشترط تطابقها مع أي من القيمتين الدفترية والاسمية.<sup>(1)</sup>

وبصفة عامة فالسهم هو صك يدخل متغير تصدره شركة ما عند انطلاقها أو زيادة رأسمالها، ومجموع الأسهم يمثل رأسمال الشركة، والأصل أن تطرح أسهم الشركة على الجمهور للاكتتاب فيها وذلك عن طريق بنك أو أكثر، إذ يتلقى البنك اكتتابات الجمهور التي قد تزيد على عدد الأسهم المصدرة وهنا يقوم المؤسسون بعملية تسمى عملية تخصيص حيث يفضلون صغار المكتتبين في عدد صغير من الأسهم وذلك في حالة الرغبة في انتشار سمعة الشركة على عدد كبير من الناس أو قد يفضل المؤسسون

(1) محمد محمود الداغر، مرجع سابق، ص 88.

كبار المكتتبين ويرفضوا صغارهم. كما قد يقبلوا جميع المكتتبين صغاراً أو كباراً بعملية تسمى التوزيع النسبي أي أن المكتتب يأخذ نسبة أقل من التي يرغب في شرائها.<sup>(1)</sup>

### 1. أنواع الأسهم العادية:

- أسهم مرتبطة بسمعة الشركة: عند تداول الأسهم العادية في الأسواق الثانوية فإن المستثمرين يفضلون الأسهم الخاصة بالشركات التي تحقق أرباحاً عالية نسبياً وتقوم بتوزيع هذه الأرباح بشكل منتظم وهي تمثل عادة نسب مرتفعة من مجموع الأرباح القابلة للتصرف للشركة أو الشركات المعينة، وبالمقابل فإن المستثمرين يبتعدون غالباً عن أسهم الشركات التي تؤكد تواريخها السابقة وخاصة في فترة قريبة من القرار الاستثماري لأنها تعاني من انخفاض الأرباح الصافية وكذلك من انخفاض أو عدم انتظام حصص المساهمين من هذه الأرباح.

- الأسهم المتنامية والأسهم المتباطئة: عندما يقيم السهم بأقل من قيمته الطبيعية فمن المتوقع أن يحقق هذا السهم عوائد متنامية متفوقة على الأسهم الأخرى ذات المخاطر المماثلة، ويطلق على هذا السهم الورقة الراحبة والذي استمدته Wall Street Journal من أوراق البوكر عام 1940 لوصف الأسهم الخاصة بالشركات الكبيرة والأكثر ربحية، ثم صار يذكر التمييز بأي سهم يتسم بالنمو التراكمي وبمعدلات متزايدة. ومن خلال مقارنة الأسهم المتنامية والمتباطئة خلال فترة كافية من الزمن يمكن للمستثمر اقتناء أكثر الفرص الاستثمارية ربحية.

- أسهم المعلومات الدولية: إن شبكة المعلومات الدولية التي بدأت بنشاطاتها الفعلية في بداية التسعينات ازدادت أهميتها حتى أصبحت في السنوات الأخيرة من أهم قنوات تداول الأدوات الاستثمارية، فخلال السنوات الأخيرة من القرن العشرين لم تعد أية مجموعة من الأسهم أكثر حركة من أسهم الشبكات المذكورة فمثلاً أن أسهم Yahoo, Spy Lass, Netscape قد ارتفع على الأقل إلى الضعف خلافاً عامين فقط، وقد تجاوزت القيمة السوقية لهذه الأسهم بعد اليوم الأول من التجارة مليار دولار أمريكي.<sup>(1)</sup>

(1) محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، موقعها من السوق - أحوالها ومستقبلها (دار الوفاء للطباعة والنشر، مصر، 2000)؛ ص44.

(1) محمد عوض عبد الجواد، على إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة (دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1427-2006)؛ ص ص 91-92.

- الأسهم الدورية: تتميز هذه الأسهم بارتفاع درجة العلاقة بين أرباحها وإيراداتها والدورات الاقتصادية من رواج وكساد التي يمر بها الاقتصاد وتقلبات الظروف فيه، فعندما يكون رواج اقتصادي و يرافقه نمو اقتصادي فان هذه الأسهم تحقق ربح وعند الركود تحقق خسارة، ومن الأمثلة على ذلك شركات صناعة مواد البناء والسيارات.
- أسهم المضاربة: وهي تلك الأسهم التي تتميز بارتفاع درجة المخاطرة على الاستثمار بها والناجمة عن احتمالات عدم تحقيق ربح عادي أو تحقيق خسارة أو أنها تحقق ربح غير عادي مثل أسهم الشركات حديثة التأسيس وذات تكنولوجيا المتطورة والتي تقوم باستمرار بابتكار الاختراعات والمنتجات الجديدة وتطويرها لإثبات قدرتها التنافسية في السوق وبما يؤدي إلى حصولها على أرباح عالية وترتفع قيمتها في السوق المالي.(1)

## 2. خصائص الأسهم العادية:

يتمتع السهم العادي بمجموعة من الخصائص تميزه عن غيره من الأوراق المالية الأخرى ومن أهم خصائصها:

- خاصية حق المطالبة بالمتبقي: وتشير إلى اعتبار حملة الأسهم آخر الطوائف في استيفاء حقوقهم من أرباح وأصول الشركة. إذ أنه في حالة تصفية الشركة يكون لحملة الأسهم المطالبة فقط بالمبالغ المتبقية من قيمة أصول الشركة بعد استيفاء حقوق الأطراف الأخرى كالعمال والسلطات الضريبية والدائنين وغيرهم. وفي حالة الشركات التي لا تخضع لعملية التصفية، فان لحملة الأسهم الحق فقط في المطالبة بالجزء المتبقي من الدخل التشغيلي بعد سداد الضرائب والفوائد المستحقة للدائنين وحملة الأسهم.
- خاصية المسؤولية المحدودة: أي أن حملة الأسهم لا يسألون عن ديون الشركة إلا في حدود حصصهم في رأس مال الشركة، بخلاف الوضع في شركات الأشخاص و المنشآت الفردية، إذ يمكن استيفاء ما تبقى من ديون الشركة أولوية الاكتتاب في الأسهم الجديدة عند زيادة رأس المال.(2)
- القابلية للتداول: توفر هذه الخاصية للسهم مرونة كبيرة في سوق رأس المال تجعل بالإمكان التنازل عنه بالطرق التجارية دون الحاجة لإتباع طرق الحوالة المدنية و التي

(1) دريد كامل آل شيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري (دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009)؛ ص 192.

(2) عاطف وليم أندروس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية (مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005)؛ ص 16



- تتطلب ضرورة قبول الشركة المصدرة للحوالة أو إبلاغها بها. وخاصة التداول هي صفة مطلقة بالنسبة لأسهم شركات المساهمة العامة. (1)
- الأسهم المتساوية: التساوي في القيمة الاسمية التي تصدر بها الأسهم، فلا يجوز نظاما أن يكون لبعض الأسهم قيمة أعلى من قيمة البعض الآخر. والتساوي في القيمة يترتب عليه التساوي في الحقوق والالتزامات، سواء من حيث توزيع أرباح الشركة، أو موجوداتها بعد تصفيتها، أو في التصويت، أو في تحمل الديون والالتزامات المترتبة على الشركة، والشريك يسأل عن ديون الشركة بمقدار أسهمه التي يملكها فقط.
- التصويت الإلزامي: لكل سهم صوت واحد بالنسبة لكل منصب في مجلس الإدارة، فمثلا إذا كان هناك سبعة مناصب يتم شغلها في مجلس الإدارة فان المساهم الذي لديه 100 سهم يجوز له الاقتراع بمائة صوت لكل مرشح من المرشحين السبعة المختلفين. وطبقا لهذا النظام، فان أغلبية المساهمين يمكنهم تحديد تكوين مجلس الإدارة (2).

**ثانياً: الأسهم الممتازة:** تقع الأسهم الممتازة بين السندات والأسهم العادية فهي تجمع في خصائصها بين النوعين فهي تشبه السندات من حيث ثبات العائد والأولوية في الحصول على هذا العائد قبل حملة الأسهم العادية وكذلك الحال عند التصفية، وهي تشبه الأسهم في تواجدها فهي دائمة رغم الاتجاه الحالي لتكوين احتياطات إعادة شراء هذه الأسهم وتدفع التوزيعات بعد الضريبة كما يتم بالنسبة للأسهم العادية فهي لا تعتبر في حكم النفقات كالفوائد التي تعفي من الضريبة. (3)

#### أنواع الأسهم الممتازة:

- الأسهم الممتازة المجمع للأرباح: حيث من حق حامل السهم الممتاز ترحيل الأرباح المجمع غير الموزعة من سنة لأخرى في حالة عجز الشركة عن الدفع أو تحقيق الشركة أرباحاً ولم تعلن عن توزيعها لسبب ما.

- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل: وهي فرصة تحويل الأسهم إلى أسهم عادية عند ارتفاع القيمة السوقية للسهم العادي فيحقق عائدا جيدا مع مراعاة الظروف المحيطة.(1)
- الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح: وهي إعطاء الحق لمالك السهم الممتاز بمشاركة المساهمين في الأرباح، حيث يمكن أن يكون هناك حد أقصى للمشاركة في الأرباح أو لا يكون هناك حد مقيد.
- الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء: وهي إلزامية الشركة لصاحب السهم برده للشركة بسعر محدد وفترة زمنية محدودة من تاريخ الإصدار، وذلك لتقليص عدد أصحاب الأسهم الممتازة أحيانا.
- ثالثا: السندات**: السند في اللغة ما يستند إليه، أي يعتمد عليه حسيما كان كالحائط، أو غيره كالوثيقة المكتوب فيها المبلغ المستحق لأخذه(2)
- السندات هي صكوك متساوية القيمة ، قابلة للتداول بالطرق التجارية ، وغير قابلة للتجزئة، تمثل قرضا جماعيا طويل الأجل يعقد عن طريق الاكتتاب العام. ويجري العمل على أن تصدر السندات في شكل شهادات اسمية أو لحاملها قابلة للتداول ويوقع عليها من مجلس الإدارة .ويكون لها كوبونات ذات أرقام متسلسلة وتختتم بختم بارز للشركة. ويكون لكل ورقة كعب يحتفظ به في الدفتر يتضمن بصفة خاصة البيانات الآتية :
- رقم وتاريخ الإصدار ، نوع الورقة وخصائصها ، قيمة الورقة ومدتها ، اسم صاحب الورقة وجنسيته وعنوانه بالنسبة للسندات الاسمية.(3)

#### 1. أنواع السندات:

- السندات القابلة إلى التحويل إلى أسهم: يقصد بها تلك التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية للمنشأة المصدرة للسند. ولقد قدم المهندسون الماليون تلك الورقة لمد يد العون للمنشآت التي تحدها الرغبة في إصدار أسهم عادية، غير أنها تجد صعوبة في ذلك ،ربما لكونها قد تحولت

(1) ناظم محمد الشمري، مرجع سابق، ص ص 213-214.

(2) احمد عبدالعزيز الحداد، الأسهم والسندات تصور وإحكام. مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات لآفاق وتحديات"، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، 16-18 صفر 1428، 6-8 مارس 2066، ص4.

(3) أسامة كامل، عبد الغني حامد، مبادئ في المالية (مؤسسة لورد العالمية الشؤون الجامعية، مصر، 1427-2006)؛ ص95.

- حديثاً من شركة خاصة إلى شركة مساهمة، تتسم السندات بصفة عامة بانخفاض المخاطر التي تنطوي عليها مقارنة بالأسهم العادية.<sup>(1)</sup>
- سندات تصدرها منشآت الأعمال : تعد هذه السندات بمثابة عقد أو اتفاق بين المنشأة (المقترض) والمستثمر (المقرض). وبمقتضى هذا الاتفاق يفرض الطرف الثاني مبلغاً معيناً إلى الطرف الأول الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في مواعيد محددة.<sup>(2)</sup>
- السندات غير المضمونة: على عكس السندات السابقة فإن هذا النوع من السندات يمثل ديناً عادياً غير مرتبط بأي أصل من أصول الشركة.<sup>(3)</sup>
- سندات ذات معدل فائدة متحركة: وهو نوع استحدث في بداية الثمانينات لمواجهة موجة التضخم.
- سندات ذات دخل: لا يجوز لحملة هذه السندات المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها المنشأة أرباحاً. ومع هذا فمن الممكن أن تنص في بعض العقود على خلاف ذلك.<sup>(4)</sup>
- سندات بدون كوبون : قد يرغب الكثير من صغار المستثمرين في توجيه أموالهم إلى سندات حكومية لانخفاض مستوى المخاطر المرتبطة بها إلا أنهم لا يقدمون على ذلك لقلة الموارد المالية المتاحة، لذلك اتجه عدد كبير من بنوك الاستثمار التي تصدر أدوات مالية إلى شراء سندات حكومية بمئات الملايين وإعادة بيعها لصغار المستثمرين.<sup>(5)</sup>
2. خصائص السندات:

- السند يوضح الخصائص الأساسية للأوراق المالية ومصدرها ومعدل الفائدة الاسمية في وقت الاستحقاق، كما يعتبر قيمة حقيقية لأن مبلغ السند يمثل ديناً كما تعتبر القيمة الحقيقية للسند هي القيمة التي يتم تسديدها بعد الاستحقاق.

(1) منير ابراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر (توزيع منشأة المعارف، مصر، بدون سنة نشر)؛ الجزء الأول، ص 356.

(2) حسام الدين محمد، ألف باء بورصة، الشبكة الذكية، اسلام اون لاين، ص ص7-8.  
<http://alsullah.com/vb/showthread.php>

(3) جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية (دار هومة، الجزائر، 2002)؛ الجزء الثاني، ص56.

(4) عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية (الدار الجامعية، مصر، 2002)؛ ص285.

(5) عصام حسين، مرجع سابق، ص ص 151-152.

- معدل الفائدة الاسمية أو الكوبون: هو المكافئة أو التعويض الذي يعطيه مصدر السند إلى حامله ويتم تحديد هذه النسبة بعد إصدار السند ويمكن أن تتراوح على فترات من الوقت أو يمكن أن تكون ثابتة ثباتا مطلقا، كما يستخدم أيضا تحديد معدل الكوبون الذي يتم رده على أقساط منتظمة ويطلق عليه النسبة المئوية للقيمة الحقيقية<sup>(1)</sup>
- السند يعتبر شهادة دين على الشركة، وليس جزءا من رأس المال كما هو الحال في الأسهم.
- حصول صاحبه على الفائدة الدورية المقررة له دون النظر إلى أن الشركة ربحت، أم خسرت، أو كانت الأرباح كثيرة، إضافة إلى عدم مشاركة صاحبه في إدارة الشركة.
- تحديده بوقت محدد على عكس الأسهم، وبالتالي يحصل صاحبه على قيمة سنده وفوائده في التاريخ الذي حدد له دون النظر إلى تصفية الشركة، ومدته مختلفة أقصرها تسعون يوما، وبعضها يمتد المائة عام، على أن بعض السندات تستمر لحين قيام المصدر باستدعائها، أو شرائها من السوق.<sup>(2)</sup>
- يشترك حامل السند في جمعيات المساهمين العامة ولا يكون لقرارات هذه الهيئات أي تأثير بالنسبة له.
- يترتب على كون السند عبارة عن قرض يقدمه شخص إلى الشركة اشتراك حملة السندات مع الدائنين عند إفلاس الشركة. ويتقدم حملة الأسهم إلى استفاء قيمة سنداتهم من أموال الشركة عند تصفيتها.
- لا يحق لحملة السندات التدخل في الدعاوي القائمة ما بين الشركة والغير مالم يكونوا حائزين على تأمينات خاصة يخشى عليها من نتيجة الدعوى القائمة.<sup>(3)</sup>

### الفرع الثاني: أدوات سوق النقد.

- القروض المصرفية: القروض المصرفية متنوعة الأشكال ومتعددة الأغراض تبعا لاحتياجات المقترض أو إمكانيات البنوك والكفاءة الائتمانية للمقترض. ولكن بشكل عام تصنف القروض إما لأغراض استهلاكية كتمويل شراء السيارات أو الأثاث... وإما لأغراض تجارية أو صناعية كتمويل المشروعات المختلفة لبناء المجمعات التجارية و

(1) سمير عبيدان، مرجع سابق، ص 32.

(2) علي محي الدين القرعة داغي، أثر ديون ونفود الشركة أو المحفظة على تداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية (البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، بحث رقم 61، مكتبة فهد الوطنية للنشر، جدة، 1424-2003)؛ ص 11.

(3) شمعون شمعون، مرجع سابق، ص 26-27.

المعامل أو المصانع، أو تكون قروض قصيرة الأجل لتتلاقى العجز في الإيرادات وتغطية نفقات شراء المواد الأولية أو الدفع الرواتب.

كما أن القرض المصرفية قد تحمل سعر فائدة ثابت لحين استحقاق كامل القرض أو قد يكون سعر الفائدة متغيراً خلال فترة القرض ويسمى بالسعر العائم، ويتبع في تغيره أسعار الفائدة السائدة في السوق، أما إذا كان مبلغ القرض المطلوب كبير جداً بحيث لا يستطيع بنك واحد تمويله فقد تشترك عدة بنوك في منح القرض ويسمى القرض المشترك، يحصل غالباً في تمويل مشروعات التنمية الكبيرة في الدول النامية.<sup>(1)</sup>

#### - أذون الخزانة:

- أوراق مالية تصدرها الحكومة ويحصل حاملها على عائد ثابت في تاريخ محدد.

- تصدر أذون الخزانة بتواريخ استحقاق مختلفة وعادة ما تكون 91 يوم و182 يوم وأخيراً 65 يوماً. لا يتم دفع الفائدة للمستثمر، حيث تباع الأوراق بخخص

- تعتبر مجالاً استثمارياً ممتازاً "ومؤقتاً" للأموال المراد الاحتفاظ بها لمواجهة احتياجات السيولة في المستقبل القريب، وذلك للأسباب التالية :

- كونها استثمارات خالية من المخاطر (Risk-Free)، فهي أوراق حكومية تحمل ضمانها

- لها سوق مستمر (سوق ثانوي) فالمتعاملين فيها على استعداد دائماً للشراء أو البيع لكل الإصدارات الحالية منها

- لا توجد مخاطر لانخفاض قيمتها إذا رغب حاملها في بيعها بسرعة لمقابلة احتياجات السيولة عنده . وذلك لقصر تاريخ استحقاقها، حتى إذا كانت التغيرات في معدلات الفائدة كبيرة، فإن التغير الذي سيحدث في قيمتها سيكون صغيراً نسبياً.<sup>(2)</sup>

- ودائع لأجل: تعرف الوديعة لأجل على أنها إيداع مبلغ من المال لدى أحد البنوك أو المؤسسات المالية بسعر فائدة، على أن يرجع البنك الوديعة مضافاً إليها الفوائد المتحققة للجهة المودعة عند

(1) عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، البنوك والمصارف والأسواق المالية (دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2004)؛ ص ص 114-115.

(2) أحمد حسين بتال، محاضرات في الأسواق المالية (كلية المعارف، سبتمبر 2004-1425)؛ ص 6.

تاريخ الاستحقاق، ولذلك فمن حق البنك أن يستعمل هذه المبالغ المودعة في استثمارات قصيرة ومتوسطة الأجل.

ومن العوامل التي تحدد عملية ربط المبالغ في ودائع لأجل نذكر مايلي :

\*المفاضلة بين عروض البنوك لاختيار الأفضل، كأن تطلب عرضاً من بنك في إنجلترا وعرضاً من بنك في سويسرا وعرضاً من بنك في فرنسا لاختيار الأفضل.

\*التعامل مع البنوك ذات المركز المالي الممتاز والسمعة الطيبة للحد من المخاطر.<sup>(1)</sup>

- القبولات المصرفية: وهي عبارة عن سندات مسحوبة من قبل عميل معين على بنك ما يطلب فيه من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص آخر مبلغاً محدداً من المال في موعد محدد، مما يجعل عامل المخاطرة متدنية من هنا، وتستعمل هذه السندات في العادة في تمويل التجارة الخارجية والداخلية، ويكون البنك ملزماً بدفع قيمة السند إذا عجز العميل عن دفعها.<sup>(2)</sup>

- الأوراق التجارية: الورقة التجارية عبارة عن تعهد غير مضمون بأصول مادية وتباع بخصم من القيمة الاسمية، تصدره الشركات ذات المراكز المالية والائتمانية من النوعية العالية ويحق للمستثمر الحصول على القيمة الاسمية عند الاستحقاق.

إن الغرض الأساسي لإصدار هذه الأوراق من قبل الشركات غير المالية هو تمويل الاحتياجات الموسمية، أو لتمويل رأس المال التشغيل، والفئة الأكبر من المستثمرين في هذه الأوراق يتخذون شكل المستثمر المؤسسي لتوظيف الفائض النقدي من الأموال وتشكل صناديق التقاعد، والصناديق المشتركة.

- اتفاقية إعادة الشراء: وهي عبارة عن عقد بيع أوراق مالية، يتعهد البائع بإعادة شرائها في تاريخ محدد وسعر محدد يذكر في عقد الاتفاقية مسبقاً.

التسمية الشائعة لهذه الاتفاقية في سوق النقد بالريبو Repo وهي بمثابة قروض مضمونة، عنصر الضمان يتمثل بالورقة النقدية محل العقد، وهي إما ادونات خزانة أو سندات حكومية، أوراق مالية

(1) ناظم محمد الشمري وآخرون، مرجع سابق، ص 237.

(2) سعيد سامي حلاق، محمد محمود العجلوني، النقود والبنوك والمصارف المركزية (دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن،

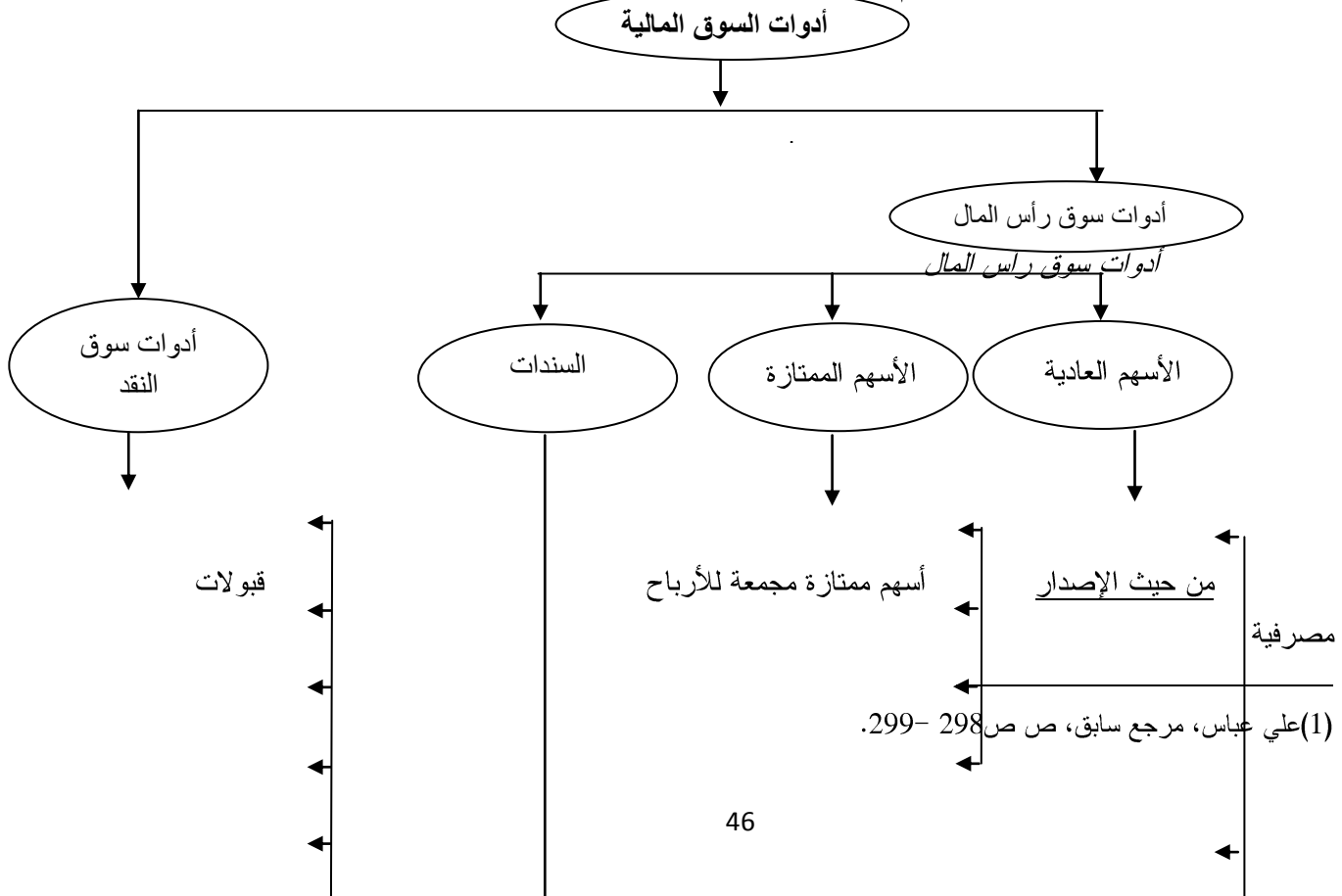
2010)؛ ص 68

- مدعومة برهانات عقارية، أوراق مالية مدعومة بالموجودات. وتعد اتفاقية إعادة الشراء من الأدوات الجذابة من وجهة نظر الزبون لتوفير عنصر الضمان العالي، والأجل القصير.<sup>(1)</sup>
- اليورو دولار: ولا يقصد بها العملة الأوروبية بل هو مصطلح معروف ومتداول في مجال عمل الأسواق المالية الدولية، والمقصود هو العملات الوطنية المودعة في بنوك خارج البلد الأصلي للعملة مثل الدولار الأمريكي المستثمر خارج الولايات المتحدة يسمى اليورو دولار، والدينار الأردني المودع أو المستثمر خارج الأردن يسمى يورو دينار... الخ. أما بالنسبة لليورو دولار فله سوق كبيرة في كافة أسواق النقد العالمية نتيجة للطلب الهائل عليه في الشركات متعددة الجنسيات لتمويل عملياتها في أوروبا والشرق الأوسط وجنوب شرق آسيا، ناهيك عن اعتماد الدول النفطية على الدولار كثمن لمبيعاتها النفطية، وكذلك الدول غير النفطية لتمويل ميزان مدفوعاتها الخارجية، وغيرها من الأسباب التي جعلت اليورو دولار العملة الرئيسية الأولى على مستوى الأسواق المالية والنقدية في العالم، ومن المهم كذلك الإشارة إلى أهمية سوق العملات الأوروبية الأخرى مثل الجنيه الإسترليني والين الياباني والعملة الأوروبية الموحدة اليورو حيث تلجأ الشركات متعددة الجنسيات إلى شراء أو بيع مبالغ ضخمة في هذه الأسواق، ويزيد حجم التعامل اليومي بالعملات الأوروبية الرئيسية والدولار عن 4 تريليون دولار.
- وبسبب التدفق الهائل لليورو دولار فإن هناك احتمال حدوث حالات من عدم استقرار في أسعار صرف العملات الأخرى، والى ارتباك السياسات المالية والنقدية التي تطبقها بعض الدول لحماية نفسها من مخاطر التضخم أو أية مشكلات أخرى في وضعها الاقتصادي الداخلي، إلا أن من فوائد تدفق اليورو دولار بمبالغ ضخمة توفير سيولة نقدية كبيرة، وقللت بعض الشيء من تكاليف الأعمال الدولية للمستثمرين، بنوك، أو شركات أو أفراد.
- شهادات الإيداع القابلة للتداول: وهي ورقة مالية تصدرها البنوك التجارية تثبت انه تم بموجبها إيداع مبلغ محدد لمدة سنة أو اقل وبسعر فائدة أعلى قليلا من سعر الفائدة الذي تمنحه البنوك التجارية على الودائع العادية، وميزة هذه الأوراق المالية أنه يمكن تداولها في السوق النقدية قبل حلول تاريخ استحقاقها. وتستخدم البنوك الشهادات الإيداع كوسيلة للحصول على أموال ولكن من عيوب هذه الشهادات أنه يمكن استرداد قيمتها من البنك أو الشركة التي أصدرتها قبل تاريخ

(1) أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، مرجع سابق، ص 65-74.

استحقاقها، بل يمكن لصاحبها أن يبيعها أو يتنازل عنها في السوق الثانوي الذي يشمل البنوك الاستثمار، وشركات الوساطة المالية بالإضافة للبنوك التجارية.<sup>(1)</sup>

الشكل رقم (2): مخطط أنواع أدوات السوق المالية.





اتفاقيات إعادة	أسهم ممتازة قابلة للتحويل	قيمة اسمية للسهم	الشراء
الودائع لأجل	أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح	قيمة دفترية للسهم	
الأوراق	أسهم ممتازة قابلة للاستدعاء	قيمة سوقية للسهم	التجارية
شهادات الإيداع		من حيث طبيعة الاستثمار	
قروض		أسهم مرتبطة بسمعة الشركة	مصرفية
اليورو دولار	سندات حكومية	الأسهم المتنامية والمتباطئة	
	سندات بدون كوبون	أسهم المعلومات الدولية	
	سندات ذات معدل فائدة متحركة	أسهم دورية	
	سندات ذات دخل	أسهم المضاربة	
	سندات الهيئات المحلية	اتجاهات جديدة للأسهم	
	السندات غير المضمونة	أسهم عادية للأقسام الإنتاجية	
	سندات قابلة للتحويل إلى أسهم	أسهم ذات توزيعات مخصصة	
	سندات المنشآت العامة	أسهم عادية مضمونة	
<b>إعداد الطالبة</b>			

### المبحث الثالث: ماهية كفاءة الأسواق المالية.

يعد المفهوم العام للكفاءة مرتبط ومتداخل مع المفهوم العام للفعالية، فالفاعلية في هذا السياق تعني إمكانية تحقيق الهدف والوصول إلى نتائج التي يتم تحديدها مسبقاً وإن الهدف عبارة عن نقطة نهاية أو نتيجة يراد الوصول إليها في وقت محدد. والكفاءة في مفهومها العام تعني القيام بعمل بأفضل طريقة ممكنة من حيث التكلفة والوقت والربحية.

ومن هنا نشير إلى اختلاف مفهوم الكفاءة عن مفهوم الفعالية حيث أن الفعالية تركز على نقطة النهاية الواجب الوصول إليها بينما الكفاءة لا تهتم بالكيفية التي يمكن بها البلوغ هذه النقطة.

## المطلب الأول : كفاءة الأسواق المالية.

اقترح هذا النموذج 1953 M.KENDAL وذلك من خلال بحث إحصائي قدمه مع ROBERTS و OSBORNE إلى جمعية الإحصاء الملكية البريطانية حينما قام بتحليل السلاسل الزمنية التصادفية لتغيرات أسعار الأسهم على وفق نموذج احتمالي.

يعتبر الاقتصادي الشهير بول سام ويلسن Paul Samuelson من أوائل الباحثين الذين حاولوا إعطاء تعريف شامل لمصطلح الكفاءة السوقية وعلاقته بالسلوك العشوائي للأسعار، إلا أن المفهوم الذي قدمه في هذا الصدد اتصف بالتشدد وعدم الواقعية، ولتوضيح هذا المصطلح بدقة، حاول العديد من الباحثين صياغة تعريف أقل تشدد وأكثر مرونة. ومن بين هؤلاء الباحثين نجد: جونسون Jensen وبيفر Beaver وفرنسيس Francis، والاقتصادي البارز يوجين فاما\* Eugene Fama، حيث طرح هذا الأخير مفهوما اتصف بالبساطة والوضوح استطاع من خلاله إزالة كل الغموض والتعقيد الذي أحاط بالتعاريف السابقة.

### الفرع الأول: تعريف الكفاءة .

-تعرف الكفاءة لغة على أنها الحالة التي يكون فيها الشيء مساوي لشيء آخر.

-أما اصطلاحا فتعرف الكفاءة على أنها الطريقة المثلى لاستعمال الموارد.

-ويعرف (SHONE) الكفاءة على أنها الكيفية المثلى استخدام الموارد لإنتاج شيء ما.

-كما تعرف الكفاءة على أنها الوصول إلى أفضل علاقة بين المدخلات والمخرجات. والكفاءة هي انجاز الكثير بأقل ما يمكن، أي العمل على تقليل الموارد المستخدمة سواء كانت بشرية أو مادية أو مالية، كذلك العمل على تقليل الهدر والعطل في الطاقة الإنتاجية (1)

\*اقتصادي أمريكي، مؤلف كتاب نظرية كفاءة أسواق رأس المال. نال جائزة نوبل في الاقتصاد عام 2013 لعمله على أسعار الأصول. يلقب بوالد فرضية كفاءة السوق، والتي تناولها من خلال أطروحة الدكتوراه في مقال نشر في مايو 1970 مجلة التمويل

(1) قريشي محمد جموعي، قياس الكفاءة الاقتصادية في المؤسسات المصرفية دراسة نظرية و ميدانية للبنوك الجزائرية خلال الفترة 1994-2003.مذكرة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، الجزائر، 2005-2006، ص ص 5-7.

-الكفاءة هي القدرة على تحقيق أقصى المخرجات من مدخلات محددة، أو القدرة على تحقيق الحجم نفسه باستخدام أدنى قدر من المدخلات.

-ارتبط مفهوم الكفاءة في الفكر الاقتصادي الرأسمالي بالمشكلة الاقتصادية الأساسية والمتمثلة في كيفية تخصيص الموارد المحدودة المتاحة للجميع، من أجل تلبية الحاجيات ورغبات الأفراد المتجددة والمتكررة -ويعود مفهوم الكفاءة تاريخياً، إلى الاقتصادي الإيطالي "فلفريديو باريتو" (1848-1923) الذي طور صيغة هذا المفهوم وأصبح يعرف "بأمثليه باريتو".

وحسب باريتو فإن أي تخصيص ممكن للموارد فهو إما تخصيص كفاء أو تخصيص غير كفاء، وأي تخصيص غير كفاء للموارد فهو يعبر عن اللاكفاءة.

والتخصيص الكفاء للموارد المالية هو الذي يؤدي إلى تحسين حالة الفرد أي جعل حاله أفضل مما كان، أو جعله أكثر غنى، دون جعل فرد آخر أسوأ حالاً، أو أكثر فقراً.

#### الفرع الثاني: مفهوم كفاءة السوق المالي.

يرى فاما Fama انه في ظل السوق الكفؤة تعكس أسعار الأوراق المالية بدقة كل المعلومات المتاحة عن الشركة التي أصدرت هذه الأوراق، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو المعلومات المنشورة من خلال وسائل الإعلام أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر الورقة المالية، أو في تحليلات وتقارير مراكز الدراسات والبحوث الاقتصادية عن الأوضاع الاقتصادية العامة المؤثرة على أداء الشركة والقيمة السوقية لأوراقها المالية.<sup>(1)</sup>

كفاءة السوق تعني قدرة السوق المالي على تحديد أسعار الأوراق المالية بحيث تكون أسعار هذه الأوراق قريبة أو مساوية للقيمة الحقيقية لهذه الأوراق وذلك عن طريق تزويد المستثمر أو المضارب في السوق المعلومات عن الأوراق المالية بالسرعة وبدون كلفة إلى كافة المستثمرين ومن خلال هذه المعلومات يستطيع المستثمر تحديد السعر وإذا كان يساوي القيمة الحقيقية يكون السوق كفؤ كفاءة تامة<sup>(2)</sup>.

(1) مريم عبدلة، استعمال مؤشرات البورصة في تسيير صناديق الاستثمار والمحافظة المالية. مذكرة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، عنابة، 2009-2010، ص30.

(2) غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة (دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2009)؛ ص 143.

إن أسعار الأوراق المالية تتحدد بالتوقعات المستقبلية للأرباح الاقتصادية، المخاطر ومعدلات الفائدة. وفي ظل هذه التوقعات فإن الأفراد يحاولون تقييم أية معلومات متاحة في ذلك الوقت. فمثلا لمعرفة فيما إذا كانت الأسهم العادية لمنشأة قد سعرت بصورة عادلة فإنه يستوجب دراسة الأحوال الاقتصادية العالمية، المساهمة، تقدم الكمبيوتر وتقنيته ... وبينما تكون قائمة المعلومات الملائمة لا حدود لها لكن النقطة المهمة أن هذه المعلومات ضرورية لاتخاذ قرار التسعي ر. وبتصور كهذا نقول أن أسعار الأوراق المالية ربما تعكس تماما كافة المعلومات الملائمة. فيبدو ظاهريا أن أسواق الأوراق المالية تصبح كفاءة إذا لم يتفق عدد كبير من الناس مع فرض السوق الكفاءة ومحاولتهم في نفس الوقت إيجاد طرق لكسب أرباح مضاربة. ولتحقيق هذه الأرباح فإن على الفرد أن يحتفظ بمعلومات فريدة عن الورقة المالية لا يعرفها الآخرون في السوق المالية. وحال الحصول على المعلومات الجديدة فإن المضاربين الذين يملكون هذه المعلومات يقومون بعملية التداول فورا وإذا اكتشف المتضاربون معلومات مهمة أو محبذة لهم فإنهم سيحاولون شراء الأوراق المالية قبل أن ينتبه الآخرون لهذه المعلومات فيؤدي ذلك إلى زيادة أسعار عروضهم وإذا اكتشف المضاربون معلومات لا يحبذوها فإنه سيبيعون فورا ونتيجة لذلك فإن تعظيم الربح يدفع بالمضاربين إلى الحصول على معلومات قبل غيرهم من المشاركين بالتداول. وينجم عن حالة كهذه سباق للحصول على المعلومات الجديدة وفي النهاية فإن جميع المعلومات ستعكس في أسعار الأوراق المالية عندما تكون متاحة للجميع<sup>(1)</sup>.

وتؤكد فرضية الأسواق الكفاءة أن الأسهم تكون في تعادل دائما، وأن من المستحيل للمستثمر أن "يهزم السوق" بصورة متسقة. ومن الضروري لهؤلاء الذين يؤمنوا بفرض الأسواق المالية أن يلاحظوا أنه يوجد 100.000، أو ما شابه ذلك، من المحللين والتجار المهنيين مرتفعي الكفاءة والتدريب يعملوا في السوق، بينما يوجد أقل من 3.000 سهم رئيسي لذلك إذا تابع كل محلل 30 سهما وهذا صحيح تقريبا، لأن المحللين يميلوا إلى التخصص في أسهم لصناعة محددة، فسيكون هناك 1.000 محلل في المتوسط يتابعوا كل سهم. إضافة إلى هذا، يعمل هؤلاء المحللون لتنظيمات مثل سيتيجروب، ومريل لينش، وبرودينتيال للتأمين، وما شابهها، والتي لديها بلايين من الدولارات المتاحة لتستفيد منها في الصفقات.

إضافة إلى هذا، ونتيجة لمتطلبات الإفصاح وشبكات المعلومات الإلكترونية، عندما تتاح معلومات جديدة عن السهم يحصل هؤلاء المحللون البالغ عددهم 1.000 للسهم على المعلومات، ويجروا تقويما لها

(1) خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية (دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 1999-1419)؛ ص ص 249-250.

في نفس الوقت تقريبا. لذلك، سيتم تعديل سعر السهم فوراً تقريباً لأي تطور جديد. وهنا فإنه إذا كانت السوق كفاءاً فسوف تعكس أسعار الأسهم كل المعلومات المتاحة.<sup>(1)</sup>

وتتناول فرضية السوق الكفاء رد فعل أسعار السوق اتجاه المعلومات المالية وغيرها، وتستمد هذه الفرضية أصولها من فرضية السلوك العشوائي التي تنص على أنه في نقطة زمنية معينة يكون حجم واتجاه التغير السعري التالي عشوائياً بالنسبة لما هو معلوم عن استثمارها في تلك النقطة الزمنية المعينة<sup>(2)</sup>.

إن القرار باتباع إستراتيجية سلبية أو فعالة يعتمد لدرجة كبيرة على نظرة الفرد لكفاءة السوق. وتؤكد فرضية كفاءة السوق على ضرورة أن تعكس أسعار السوق كل المعلومات الخاصة بالأوراق المالية. و مفهوم كفاءة سعريه للسوق هو مفهوم مغال به فالمستثمرون ومن يتعاملون في الأسواق المالية منذ ما يزيد عن 35 سنة يدرسون ذلك القدر الذي تطبق فيه فرضيات كفاءة الأسواق في أسواق العالم الفعلية. ومن المعروف أن هذه الأسواق لا يمكن أن تكون كفوءة تماماً، وان وجدت مثل هذه الأسواق فلا مجال لجذب المحللين الماليين لمراقبة وتنمية المعلومات الجديدة .

وقد أظهرت حالة عدم الكفاءة ما يسمى بالشذوذ عن السوق والتي لا يعرف عنها الكثير. ولكن الظواهر أثبتت أن هذه الأسواق منظمة تنظيمياً جيداً وأكثر كفاءة مما يعتقد البعض<sup>(3)</sup>.

كما عرف بعض الكتاب السوق الكفوءة بأنها تلك السوق التي يتعامل فيها عدد كبير من الباعة والمشتريين للأوراق المالية ضمن آلية كفوءة، مما يجعل الأسعار تعكس بصدق وبسرعة التوقعات المتعلقة بالشركات التابعة لها تلك الأوراق<sup>(4)</sup>.

إن فرضية الأسواق الكفوءة تؤثر ضمناً في الاختيار بين الإستراتيجية السلبية والإستراتيجية الايجابية في الاستثمار. فالإدارة السلبية للمحفظة المالية تقوم على رفع درجة تنوع الأصول دون بذل جهد أو توظيف موارد في محاولة لتحسين أداء المحفظة عبر تحليل الأوراق المالية. أما الإدارة الايجابية

(1) أوجين بريجهام و آخرون، الإدارة المالية، النظرية والتطبيق العملي (دار المريخ للنشر، مصر، 2009)؛ ص 419.

(2) طارق حماد عبد العال، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية (الدار الجامعية، مصر، 2005)؛ ص 281.

(3) خالد وهيب الراوي، الاستثمار مفاهيم، تحليل، إستراتيجية (دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن 1999-1420)؛ ص

(4) محفوظ جبار، كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2001. مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 03،

فتسعى إلى تحسين أداء مجموعة أصول المحفظة عن طريق محاولة تبيين الأوراق المالية المسعرة بأقل من قيمتها الفعلية أو بأكثر منها أو من خلال توقيت أداء فئات الأصول عموماً<sup>(1)</sup>.

ووفقاً لمفهوم الكفاءة، يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وعلى وجه السرعة، لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرتهم في الشركة المصدرة للسهم. وتتجه أسعار الأسهم صعوداً وهبوطاً تبعاً لطبيعة الأنباء إذا كانت ايجابية أم لا. وفي سوق تمتاز بالكفاءة يعكس سهم الشركة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات على شكل قوائم مالية أو معلومات تتعلق بأنشطتها تبثها وسائل الإعلام، أو تتعلق بالسجل التاريخي لسعر السهم أو غيرها من تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة لأداء المنشأة، والذي يتضمن المستويات العوائد الفعلية، رسمة الأرباح، ورقم العمال وغيرها.

ويعكس سعر السهم في ظل السوق الكفوء توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب. ولكن رغم توافر المعلومات لجمع المتعاملين في السوق لا يعني ذلك بالضرورة تطابق تقديراتهم المستقبلية والمخاطر المحيطة بها تماماً.<sup>(2)</sup>

و ينبغي أن ينقل السوق الكفاء المعلومات دون أي تحريف، وبالتالي تستطيع أسعار أسهم الشركات أن تتكيف على الفور لأي معلومة جديدة متوفرة ودون انحياز، وتنعكس هذه المعلومات الجديدة في مؤشرات معدلات العائد وتطورها عبر الزمن.

وبذلك يقترب مفهوم كفاءة السوق المالي من وجهتي نظر وهما:

- من وجهة النظر التشغيلية: يتم التقليل من تكاليف المعاملات إلى أقل ما يمكن.
- من وجهة نظر تسعيرية: تعكس أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي جميع المعلومات المتاحة في الوقت الحقيقي.

و يعتبر السوق المالي سوق كفاء عندما يتحقق ما يتوقعه الوكلاء الاقتصاديين من ارتفاع أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق ويتوافق هذا السعر مع القيمة الحقيقية للسهم، وتضبط على المعلومات الجديدة، وفي هذه الحالة، يكون الدور الحقيقي لسوق المالي نقل المعلومات في الوقت الحقيقي

(1) محمد مجد الدين باكير، محافظة الاستثمار، إدارتها وإستراتيجيتها (شعاع للنشر والعلوم، حلب، سوريا، 2008؛ ص 53.

(2) حسان خضر، تحليل الأسواق المالية. سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في القطار العربية، الأردن، العدد السابع والعشرون، مارس، 2004، ص ص 8-9.

والمناسب<sup>(1)</sup>. ونعني بالقيمة الحقيقية "Valeur véritable" للسهم ليست القيمة المستقبلية وإنما يشير هذا المصطلح إلى سعر التوازن الذي يشتمل على جميع المعلومات المتاحة للمستثمرين في كل مرة.<sup>(2)</sup>

من أهم المعايير التي تحدد كفاءة السوق المالي:

- تعميم أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية.
  - توفر معلومات على الفور ودون أي تكلفة لجميع المشاركين في السوق.
  - التقليل من تكاليف المعاملات للمستثمرين وذلك ليكون الربح طبيعياً.
  - أن يكون المشاركين في السوق عقلانيين وقاديرين على الاعتراف بكفاءة الأصول المالية.<sup>(3)</sup>
- الفرع الثالث: أسباب عدم كفاءة الأسواق المالية .

هناك جملة من الأسباب قد تحول دون كفاءة السوق المالية من بينها:

1. عدم دقة البيانات والمعلومات المنشورة من خلال السوق المالي وتأخير نشر هذه البيانات والمعلومات على المتعاملين مما يقلل فوائدها على المستثمرين، وعدم كفاية المعلومات والبيانات لأغراض التحليل الفني والاقتصادي وإخفاء بعض المتغيرات الأساسية وعدم الإفصاح عنها مما يؤثر على اتخاذ القرارات الصائبة.
2. تشجيع وتحفيز بعض الوسطاء لعملائهم على تنفيذ صفقات بيع وشراء الأوراق المالية دون مبررات اقتصادية قوية ذات جدوى ومحاولة تفعيل المضاربات القائمة على التقديرات المتباينة، مما يؤثر على طبيعة التداول داخل السوق يترتب عليه أيضاً آثار اقتصادية واجتماعية غير صحية تنعكس على سمعة السوق بل أحيانا على اقتصاد البلد ككل.
3. انخفاض عدد المتعاملين وعزوف المستثمرين عن توظيف أموالهم في السوق المالي مما يؤدي إلى تخفيض حجم التداول بيعا وشراء والتأثير على سيولة السوق.

(1) Abdelkader beltas, Marché des capitaux et la structure par échéance des taux d'intérêt, (Edition LEGENDE, Alger, 2008), p p15-17.

(2) Richard A.Brealey, Stewart C.Myers, Pierre Haroche, Principes de gestion financière des sociétés, (Dépôt. Légal, 2eme edition, Canada, 1992), p 7.

(3) Ibid, p 89.

4. انتشار ظاهرة المبادلات الداخلية أي استفادة المدراء والمنفذين في بعض الشركات من مزايا سبق في الحصول على المعلومات والبيانات وتحقيق أرباح غير عادية على حساب المتعاملين الآخرين في الأسواق المالية .

5. قيام بعض الوسطاء بانجاز بعض صفقات صورية والتي تنجم عنها تعاملات صورية مكثفة ونشطة تؤثر على أسعار الأوراق المالية وتؤدي إلى تحقيق أرباح غير اعتيادية<sup>(1)</sup>.  
**الفرع الرابع: الكفاءة التامة (الكاملة) والكفاءة الاقتصادية.**

بعد التعرف على كفاءة السوق المالي، واهم الأسباب التي تعيقها لابد من معرفة أنواعها.

#### أولاً: الكفاءة التامة.

إن مفهوم الكفاءة التامة هو أن إدارة السوق المالي قادرة على تزويد المستثمر بالمعلومات بسرعة وبدون كلفة بحيث تصل إلى المستثمرين في نفس الوقت وان المستثمر يتجاوب مباشرة مع هذه المعلومات فيفترض أن تكون هذه المعلومات محللة وأن المستثمر قادر على اتخاذ القرار حسب هذه المعلومات إن كانت حسنة أو سيئة أو كان تأثيرها على سعر السهم ايجابي أو سلبي. فالأصل أن لا تتاح فرصة للمستثمر لا تتاح لغيره فالكل سواسية، فسر السهم يحدد بناء على هذه المعلومات ويجب أن يكون السعر في السوق مساوي للسعر العادل لهذا السهم

لكن لكي تكون كفاءة السوق تامة لابد من وجود فرضيات، والفرضيات التي تحكم كفاءة السوق هي

كالتالي:

1. المعلومات متوفرة في السوق لكل المستثمرين بسرعة وبدون كلفة.
2. توقعات المستثمرين واحدة فهي متجانسة، وهذا يتطلب أن تكون ثقافتهم المالية واحدة.
3. عدم وجود ضرائب وتكاليف لبيع وشراء الأوراق المالية .
4. أي مستثمر مهما كان حجم رأس ماله يستطيع الشراء والبيع بالسوق.
5. يفترض أن يكون في الأسواق المالية منافسة كاملة بحيث لا يوجد مستثمر أو مجموعة من المستثمرين يستطيعون أن يؤثروا على السعر في السوق .
6. نمط المستثمر في السوق المالي هو التحفظ أي لا يقبل أن يخاطر بالاستثمارات إلا إذا توقع أن هناك عائد يعوضه عن هذه المخاطرة ،هذا النمط من المستثمرين هو الذي ينطبق عليه

(1)دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، صص 212-213.



نظريات الاستثمار وقواعدها مثل العلاقة ما بين العائد والمخاطرة هي علاقة طردية وأن

المنافع المتحصل من الاستثمار متناقصة.

7. المستثمرين يتصفون بالرشد، ومن ثم فإنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من

وراء استغلال ثروتهم.

يبقى أثر هذه الفرضيات على كفاءة السوق متفاوت فبعضها لا تؤثر بشكل كبير وبعضها تؤثر

بشكل مباشر وكبير على نظرية كفاءة السوق وتضعف من أقوال المحللين حول وجود أسواق ذات كفاءة

كاملة لأن بعض هذه الفرضيات لا تحدث في الواقع.

فالفرضية الأولى التي تقول أن المعلومات متاحة لجميع المستثمرين بدون كلفة وتصل بنفس

الوقت، غير واردة ففي واقع الأمر يمكن أن تتسرب المعلومات عن طريق الموظفين أو أعضاء مجلس

الإدارة لأقاربهم أو أصحابهم وتؤدي إلى وصول المعلومة إلى المستثمر بأوقات متفرقة لذلك يتم استغلال

هذه المعلومات من طرف المستثمر الذي تصل إليه المعلومات أولاً. وحتى وإن وصلت في نفس الوقت

فإن المستثمرين يختلفون في سرعة الاستجابة لهذه المعلومات.<sup>(1)</sup>

أما الفرضية الثانية فحدوثها يكون أكثر صعوبة، بسبب أن المستثمرين قد يختلفوا في الخلفية

التعليمية أو الثقافة المالية أو قدرتهم الاستيعابية لهذه المعلومة فمن الصعب جداً أن تكون التوقعات

واحدة، كما أن هذا يطبق على باقي الفرضيات خاصة الفرضية الخامسة والتي تقول بأن يكون هنالك

منافسة تامة في السوق، فمن الممكن أن لا تستطيع مجموعة من المستثمرين أو مستثمر واحد مهما كان

حجمه أن يؤثر على أسعار السوق ككل ولكن يمكن أن يتم التأثير على أسعار أسهم بعض الشركات

منفردة.

ومن أجل بقاء الأسواق جيدة وذات كفاءة تامة يفترض وجود وحضور الأعوان أو العملاء مسبقاً،

ففعالية الأسواق واستمرار الكفاءة التامة يتطلب توفر مايلي:

- حرية انتقال أثر المنتجات.

- غياب العوائق الداخلية.

- شفافية المعلومات<sup>(2)</sup>.

(1)غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص ص147-148.

(2)Arnaud de servigny, Ivan zelenko, *économie financière*.dunod ,paris ,1999 p 15.

- إتاحة المعلومات عن السوق للجميع وفي ذات اللحظة ودون تكاليف.
- عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو الضرائب أو غيرها، بما في ذلك حق المستثمر في بيع أو شراء الكمية التي يريدها من الأسهم ودون شروط وبسهولة.
- وجود عدد كبير من المستثمرين مما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم.
- اتصاف سلوك المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء استثمار ثرواتهم.<sup>(1)</sup>

### ثانياً: الكفاءة الاقتصادية.

من خلال استعراض شروط الكفاءة التامة وتحليلها يمكن القول أن الكفاءة الكاملة لا يمكن أن تتوفر في أسواق رأس المال أو أي أسواق أخرى، إذ من المستحيل تحقيق الكمال خاصة في أسواقنا العربية. غير أنه يمكننا التمسك بالشرط الأخير ( السابع ) ، وذلك باعتباره المحور الأساسي لكفاءة السوق، وهنا نكون قد انتقلنا من مفهوم الكفاءة الكاملة إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية.

وفي ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق وحتى تتعكس آثار تلك المعلومات على أسعار الأسهم، وهو ما يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على أقل، غير أن من المعتقد أنه بسبب تكلفة المعاملات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبيراً، إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية خاصة في المدى الطويل. كل هذا يعني أن مفهوم الكفاءة الاقتصادية يعترف بوجود فاصل زمني بين ورود المعلومات واستجابة أسعار الأسهم لتلك المعلومات.

### ثالثاً: أبعاد كفاءة السوق المالي.

للسوق بعدين أحدها مباشر والثاني غير مباشر، فالبعد المباشر يقوم على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمر بشراء أسهم منشأة ما، فهم في حقيقة الأمر يشترون عوائد مستقبلية. هذا يعني أن المنشآت التي تتاح لها فرص الاستثمار واعدة، وصلت أخبارها إلى المتعاملين سوف تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم، بل وبيعها بسعر ملائم مما يعني زيادة حصيلة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال بالتبعية.

(1) حسان خضر، مرجع سابق، ص 9.

أما البعد الغير مباشر فهو أن إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المنشأة يعد بمثابة مؤشر على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض على المؤسسات المالية، وعادة ما يكون ذلك السعر فائدة معقول. كما يتوقع أن تواجه المنشآت التي لا تتوفر لها فرص مواتية للاستثمار صعوبة في إصدار وتصريف المزيد من الأسهم، وحتى إذا تم ذلك فعادة ما يكون من خلال تقديم خصم على السعر المطروح به السهم، مما يعني حصيللة إصدار أقل وتكلفة أكبر للأموال. وإذا ما لجأت مثل هذه المنشآت إلى الاقتراض كمصدر بديل أو مصدر مكمل، فسوف يكون ذلك بمعدل فائدة مرتفع.<sup>(1)</sup>

### المطلب الثاني: متطلبات كفاءة السوق المالي وصيغته.

انطلاقاً من أهمية الدور الذي تلعبه المعلومات في تحديد سعر الورقة المالية فقد قام الباحثون بتحديد ثلاث صيغ رئيسية لكفاءة الأسواق المالية. وتتحدد كل صيغة من تلك الصيغ على ضوء طبيعة وحجم المعلومات التي يعكسها سعر الورقة المالية.

#### الفرع الأول: عوامل تعيق كفاءة السوق المالية.

(1) منير إبراهيم هندي، مستقبل أسواق رأس المال العربية مخاطر ومحاذير (مركز دلتا للطباعة، مصر 1995)؛ ص ص 20-21.

هناك عوامل من شأنها أن تضعف من قدرة السوق على تحقيق هذا الهدف، وتتمثل هذه العوامل

في:

#### - الاعتماد على الأرباح المحتجزة في التمويل.

تفضل معظم المنشآت تمويل التوسعات من الأرباح المحتجزة نظرا لانخفاض تكلفتها، وذلك بدل عن إصدار المزيد من الأسهم.

غير أن الاعتماد على هذا المصدر من التمويل من شأنه أن يعني توجيه موارد مالية إلى استثمارات ليست بالضرورة هي أفضل الفرص المتاحة لحملة أسهم المنشأة. بعبارة أخرى لو أن المنشأة قامت بتوزيع الأرباح ولم تحتجزها ثم قامت بإصدار أسهم جديدة.

فليس هناك ما يضمن أن يقوم حملة أسهمها باستخدام تلك التوزيعات في شراء تلك الأسهم، بل وربما استخدموها في شراء أسهم منشآت أخرى منافسة تتوافر لها فرص استثمارية أفضل.

#### - تعاملات فريق الضوضاء.

هناك فريق من المتعاملين في أسواق رأس المال أطلق عليهم فريق الضوضاء، يتخذون قراراتهم على ضوء انطباعات وإشاعات يعتقدون في أنها معلومات. وعادة ما تسفر تعاملات هذا الفريق على إحداث التغيرات في أسعار الأوراق المالية التي يتعاملون فيها. هذه التغيرات لا تقوم على أساس من المعلومات، ومن ثم فإن من شأنها أن تضعف من فرصة تحقيق هدف تخصيص الموارد، إذ قد يزداد الطلب على ورقة ما دون أن يكون لذلك ما يبرره.<sup>(1)</sup>

#### - المضاربة الغوغائية.

يقصد بالمضاربة الغوغائية هستيريا مؤقتة تسود بين المتعاملين يكون من شأنها إحداث تغيرات في أسعار الأوراق المالية، دون أن يكون لذلك سبب معلوم. كما هو الحال بالنسبة لتعاملات فريق الضوضاء، فإن المضاربة الغوغائية من شأنها أن تؤدي إلى تسعير خاطئ للأوراق المالية، مما يؤدي في النهاية إلى التخصيص غير الكفء للموارد المتاحة.

(1) منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال (منشأة المعرف للتوزيع، مصر، 2002)؛ ص 670.

**- ضعف تأثير آلية التصويت.**

يعتبر حق التصويت آلية أساسية يعتمد عليها حملة الأسهم العادية لممارسة الضغط على إدارة المنشأة، لكي تعمل جاهدة على خدمة مصالحهم. ومع ضخامة عدد حملة الأسهم، وضآلة حصة كل منهم في رأس المال إضافة إلى تشتتهم الجغرافي، فقد ضعف تأثير استخدام تلك الآلية، بشكل يترتب عليه في أحوال كثيرة بقاء الإدارة في موقعها لفترة طويلة، رغم سوء استغلالها للموارد المالية المتاحة للمنشأة.<sup>(1)</sup>

**الفرع الثاني: متطلبات كفاءة السوق.****1- كفاءة التسعير (خارجية).**

يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بالسرعة -دون فاصل زمني كبير- بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين بدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات بهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة فالجميع لهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين.

وإذا كان تحقيق أرباحا غير عادية أمرا صعبا في هذا السوق إلا أنه أيضا غير مستحيل لأسباب

التالية:

- قد يكون المستثمر عديم الخبرة نظر لدخوله إلى السوق دون تحليل المعلومات المتاحة، هذا السبب لا يرجع إلى نقص كفاءة السوق بل يرجع إلى جهل وكسل المستثمر ذاته.

- قد يستطيع عدد محدود من الأفراد استخدام وسائلهم الخاصة في الحصول على معلومات قبل غيرهم واستخدامها في تحقيق أرباح غير عادية غير أن هذا يحدث لعدد قلبي من المستثمرين ولمرات معدودة. وهذا السبب غير صحيح دوما في ظل السوق الكفؤة لا يمكن لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام

(1) المرجع السابق، ص 671.

على تلك المعلومات ويحققوا بسببها أرباحا طائلة على حساب الآخرين لأن أي وسيلة للكسب المميز في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين<sup>(1)</sup>.

## 2- كفاءة التشغيل الداخلية.

يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب والعرض دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين إلى صناع السوق فرصة إلى تحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه كما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد على حد كبير على كفاءة التشغيل فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة، ينبغي أن تكون التكاليف التي تكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يجعلهم يبذلون جهدا للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة وبالطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة قد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلا ولا يغطي تلك التكاليف<sup>(2)</sup>.

## 3- الكفاءة التخصيفية.

تتحقق الكفاءة التخصيفية في الأسواق المالية عندما يتم توجيه الأموال إلى الوحدات الاقتصادية التي تتمتع بالمراكز الائتمانية القوية قبل غيرها من الوحدات الاقتصادية. ولا شك أن المركز الائتمانية القوية التي تتمتع بها بعض الوحدات الاقتصادية قد تحققت على مدى فترة زمنية طويلة من خلال كفاءة تلك الوحدات في توظيف الموارد الاقتصادية المتاحة لديها. ويؤدي حصول تلك الوحدات على الأموال في الأسواق المالية قبل غيرها من الوحدات إلى توجيه تلك الموارد المالية في المشروعات الاقتصادية التي تحقق المزيد من المنافع الاقتصادية للدولة، مثل القيام بسداد الضرائب التي تستحق على أرباح تلك الأنشطة. ويؤدي ذلك في النهاية إلى توظيف الموارد الاقتصادية للدولة في الأنشطة الاقتصادية التي تعود بالمنافع المختلفة على أفراد المجتمع.

(1) عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات (الدار الجامعية، مصر، 2001)؛ ص 191.

(2) بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها. مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، الجزائر 2005-2006، ص 107.

ويتسع مفهوم الكفاءة التخصيصية ليشمل قدرة المدخرين على شراء الأوراق المالية التي تتناسب مع تفضيلاتهم الاستثمارية فيما يتعلق بمستويات العائد ودرجات المخاطرة. ففي الأسواق المالية هناك مستثمرون يسعون لشراء الأدوات المالية التي توفر لهم فرصة الحصول على الأرباح الرأسمالية.<sup>(1)</sup> وتوفر الأسواق المالية التي تتصف بالكفاءة التخصيصية لتلك الفئات المختلفة فرصة الاستثمار في الأنواع المختلفة من الأدوات التي يتم تداولها في تلك السوق.

#### 4-الأمان.

الأمن والأمان وإمكانية الحماية ضد المخاطر وعلى إدارة السوق حماية المستثمر من الصفقات غير الأخلاقية أو الوهمية التي يروج لها البعض دون وجه حق ولا تؤثّر على المتعاملين الآخرين.

#### 5-العقلانية

وإمكانية التعامل مع السوق بحدود الربح وبناء الربح على معلومات واردة إلى السوق تسمح بارتفاع الأسعار كما ويجب توفر البدائل عند وجود عدة خيارات أمام المستثمر لكي يتصف بالعقلانية فعند انخفاض حجم الخيارات تنخفض درجة العقلانية وينقلب السوق إلى احتكار<sup>(2)</sup>.

#### الفرع الثالث:الصيغ المختلفة لكفاءة السوق.

انطلاقاً من المعلومات، وطرق التعامل في السوق المالي يتم تحديد مجموع من الصيغ التي يبني عليها السوق المالي وتتمثل في:

#### أولاً:صيغة الكفاءة الضعيفة.

ويتمثل هذا الافتراض في أن أسعار الأسهم التاريخية وبيانات حجم تداول الأوراق المالية لا تحتوي على معلومات يمكن استخدامها للحصول على ربح تجاري يفوق ما يمكن الحصول عليه من خلال الإستراتيجية البسيطة التي تتضمن شراء الأسهم والاحتفاظ بها"إن هذا الأمر يشير إلى أن التحليل الفني لهذا الافتراض غير قيم<sup>(3)</sup>.

(1)سعد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة (مكتبة أم القرى بالمنصورة، 2001)؛ ص 369.

(2)علي كنعان، الأسواق المالية. السنة الثالثة، قسم المصارف والتأمين. جامعة دمشق، 2005-2006، ص 121.

(3)طار حماد عبد العال، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية (الدار الجامعية، مصر، 2000)؛ ص 260.

يعني هذا أن أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات السابقة وبالتالي فإن تحليل هذه الأخيرة لا يمكن من التنبؤ باتجاه الأسعار في المستقبل وتحقيق أرباح غير عادية. إذ لا يوجد ارتباط بين تلك الأسعار في الفترات المتتالية، مما يثبت فكرة الحركة العشوائية لها. اختبر هذا الشكل بالعديد من الطرق أهمها: سلاسل الارتباط، المجاري المتتابعة...<sup>(1)</sup>

ولتحقيق هذا النوع من الكفاءة في السوق العربي يجب أن تلتزم جميع الشركات التي يتم التعامل على أسهمها في البورصات بضرورة القيام بنشر نتائج الأعمال الخاصة بها كل ربع سنة حتى يمكن لجهات الاستثمار المختلفة التوقف على نتائج الأعمال لهذه المنشورات أو لا بأول. وفي هذا الصدد لابد من نشر نتائج تحليل هذه البيانات بشكل يمكن جميع المتعاملين من التعرف عليها، كما يتطلب الأمر كذلك ضرورة العمل على زيادة درجة الوعي لدى المستثمرين حتى يمكنهم ليس فقط قراءة هذه البيانات المنشورة والتحليلات الخاصة.

بها بل أيضا فهمها فهما دقيقا بالشكل الذي يمكنهم من الوصول إلى تحديد السعر المناسب لأسعار هذه الأسهم. ورغم أنه مازال هناك الكثير الذي يجب تحقيقه إلا أنه لا يمكن إنكار أن هناك تقدم ملحوظ في هذا المجال يمكن معه القول بتحقيق هذا النوع من الكفاءة في بعض الأسواق العربية.<sup>(2)</sup>

#### ثانيا: صيغة الكفاءة المتوسطة.

يفترض هذا الشكل بأن أسعار الأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات التاريخية الخاصة بأسعار الأسهم في الماضي بل تعكس أيضا المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور سواء كانت معلومات خاصة بالاقتصاد ككل أو بالصناعة أو بالوحدة الاقتصادية نفسها وبصفة خاصة البيانات الواردة في القوائم والتقارير المالية. وفي ظل هذا الفرض سوف تستجيب الأسعار لورود المعلومات الجديدة إلى السوق. وكلما زادت سرعة استجابة السوق كلما كان ذلك دليلا على الكفاءة وبالتالي فإن المستثمر لن يستطيع أن يحقق أي عوائد غير عادية كنتيجة لدراسة وتحليل هذه المعلومات وهو ما يعرف بالتحليل الأساسي.

وقد اهتمت الكثير من العديد من الدراسات باختبار صيغة الفرض متوسط القوة من خلال دراسة سرعة استجابة الأسعار لبعض المعلومات المالية مثل الأرباح والتوزيعات، أو استجابة الأسعار للإصدارات الجديدة لإعلان اشتقاق أو تجزئة الأسهم أو الإعلان عن إتباع أساليب جديدة عند إعداد القوائم

(1) محفوظ جبار، كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2001. مرجع سابق، ص 85.

(2) حسن عطا غنيم، دراسات في التمويل (المكتبة الأكاديمية، مصر، 2005)؛ ص 30-31.



المالية، وقد اختلفت الدراسات في اختبارها لفرض السوق الكفاء من النوع متوسط القوة حيث أثبتت بعضها سرعة استجابة أسعار الأسهم للمعلومات المالية بما لا يتيح الفرصة لأي مستثمر لأن يحقق عائدا متميزا على حساب الآخرين مما يعتبر تأييدا لهذا الفرض. في حين كشفت دراسات أخرى أن هناك فاصل زمني يعطي فرصة لتحليل المعلومات الواردة للسوق وتحقيق أرباح غير عادية مما يعني رفض صيغة الكفاءة الاقتصادية<sup>(1)</sup>.

### ثالثا: صيغة الكفاءة القوية.

تقضي الصيغة القوية لفرض كفاءة السوق بأن المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة، أي المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور، إضافة إلى تلك المعلومات التي قد تكون متاحة لفئة معينة منه مثل إدارة المنشأة المصدرة للسهم وكبار العاملين فيها، وتلك التي يمكن أن يصل إليها المحللين الأساسيين من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة ومهارة عاليتين. باختصار تعكس الأسعار كل ما يمكن معرفته من المتغيرات المؤثرة على عائد السهم. وفي ظل هذه الظروف يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب مستثمرين آخرين، حتى لو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار في السوق، وحتى لو كان رئيس مجلس إدارة المنشأة المصدرة للسهم.

ولقد اختبرت صيغة الفرض القوي بطريقة غير مباشرة، من خلال قياس العائد أي تحققه فئات معينة من المستثمرين، يفترض أن لها وسائلها الخاصة في الحصول على معلومات لا تتاح للجمهور بذات السرعة وهم: المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار، والمتخصصين في تحليل الأوراق المالية ومن بينهم صناع السوق، إضافة إلى المديرين وكبار العاملين الذين يستثمرون جزء من مواردهم المالية في أسهم المنشآت التي يعملون بها، وحسب ما سبق يبدو أن الدراسات السابقة لم تؤيد في معظمها فرض السوق الكفاء في الشكل القوي<sup>(2)</sup>.

(1) محمد حناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر (دار الفكر الجامعي، مصر، 2007)؛ ص 86.

(2) منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في الاستثمار (توزيع منشأة المعارف، مصر، الطبعة الثانية، 2004)؛ ص 22.

الجدول رقم (1): يلخص الجدول التالي مختلف أشكال كفاءة الأسواق المالية مع أمثلة

أشكال ( صيغ ) كفاءة السوق المالية			
الشكل (الصيغة) القوية	الشكل (الصيغة) لمتوسطة	الشكل (الصيغة) الضعيفة	
المعلومات لم تنشر بعد	كل المعلومات منشورة	المعلومات معروفة ومنشورة في الماضي	المعلومات تعكس الأسعار
- الاطلاع على الأداء - تحليل المختصين	-تغيرات في أسعار الفائدة -نشر الحسابات والدخول	نشرت المعلومات في سنوات سابقة	أمثلة عن المعلومات
	معلومات خاصة	معلومات عن الحاضر والمستقبل	معلومات حول الأرباح

Source :Rachid Rahaoui,L'efficience informationnelle du marche financier Marocain, L'impact d'un profit warning sur les cours boursiers.  
www.memoireonline.com

#### الفرع الرابع:خصائص السوق الجيد(الكفاء).

تتميز الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية بوجود خصائص على درجة كبيرة من الأهمية . من هذه الخصائص توفر السيولة ، استمرارية السعر ، العمق، توفر المعلومات وانخفاض عمولات الوساطة. وسنبحث كل من هذه الخصائص على حدى فيما يلي.

**السيولة:** تعتبر السيولة أحد الأهداف الهامة من وجهة نظر المستثمرين . وتعني السيولة المقدرة على بيع أصول مالية بسرعة وبدون خسارة.أي المقدرة على بيع أصل مالي بسعر لا يختلف كثيرا عن أسعار البيع السابقة لهذا الأصل طالما لم تظهر أية معلومات جديدة تستوجب تغير السعر،والأصول السائلة

هي التي تكون قابلة للتسويق بسرعة فإذا قلت سيولة الأصل انخفضت قابليته للتسويق ،وصار من المطلوب إعطاء خصومات أو عمولات أكبر عليه لبيعه بسرعة

**استمرارية السعر:** تعتبر استمرارية السعر أحد المكونات الرئيسية للسيولة. وتعني استمرارية السعر أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيرا من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تستوجب التعديل في الأسعار . والسوق المستمرة التي لا تتغير فيها الأسعار بحدة من صفقة إلى أخرى هي سوق تتميز بالسيولة.

**عمق السوق:** تتطلب الأسواق المالية التي تتميز باستمرارية السعر وجود عمق في السوق. والسوق العميقة هي التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين (أوامر بيع) والمشتريين (أوامر شراء) المستعدين دائما للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية . فإذا حدث أي اختلال بسيط في التوازن ما بين العرض والطلب (حصل أي تغير بسيط في سعر الورقة المالية)، دخل هؤلاء البائعين والمشتريين المحتملين إلى السوق فورا للتداول، الأمر الذي يؤدي إلى تغير حجم كبير في أسعار الأوراق المالية (السوق لا تحتاج إلى تغيرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية لجذب المتعاملين - مستثمرين ومضاربين).

وتدعى الأسواق المالية التي تفتقد إلى خاصية العمق بأسواق ضحلة لأنها تتميز بوجود عدد ضئيل من أوامر الشراء والبيع ولأن فارق الأسعار بين هذه الأوامر يكون واسعا. ينعكس ذلك على نشاط التداول في السوق، فالأسواق الضحلة لا تتحرك إلا إذا حدثت تغيرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية. (1)

أما في الأسواق العميقة فإن أسعار الأوراق المالية لا تختلف إلا قليلا من صفقة إلى أخرى. ينتج عن ذلك أن المتعاملين (المتاجرين) بالأوراق المالية وصانعي الأسواق يكونون أقل عرضة للخسارة في الأسواق العميقة. ولأنهم يأخذون مخاطرة أقل.

فان الفارق (أي الربح المطلوب) ما بين أسعار الطلب والعرض في الأسواق العميقة يكون ضيقا ولتأمين خاصية العمق في السوق ، يجب أن تتوفر للمشاركين في السوق وسائل اتصال جيدة وسريعة، ورخيصة حتى يتمكنوا من العثور بسرعة على كافة أسعار العرض والطلب ويتموا الصفقات .

(1) محمد أيمن عزت الميداني، تطوير أسواق الرأسمال في سورية. محاضرة ندوة الثلاثاء الاقتصادية حول تطوير أسواق الرأسمال في سورية"، المركز السوري للاستشارات والأبحاث والتدريب في إدارة الأعمال، سوريا، الثلاثاء 19 شباط 2002 ص 9.

وتفتقد الأسواق المشتتة إلى العمق لأن عددا كبيرا من أسعار العرض والطلب لا يمكن التعرف عليها في الفترة الزمنية الوجيزة اللازمة لإتمام الصفقة. أي أن هناك صعوبة في الاتصالات ما بين المتعاملين في السوق و أو أن تكلفة الاتصالات باهظة. ويكون الفارق ما بين أسعار الطلب وأسعار العرض واسعا في هذه الأسواق، وتستغرق عملية إتمام صفقة بيع أو شراء أوراق مالية وقتا طويلا.

**شمولية السوق:** تتميز الأسواق المالية بالشمولية (أو الوساعة) إذا نتج عن أوامر العرض والطلب حجم تداول كبير. أما إذا كان عدد المتعاملين من البائعين والشارين في السوق قليلا، وكان حجم التداول الناتج صغيرا، فإن السوق تكون ضيقة. وبسبب حجم التداول الكثيف في الأسواق ذات الشمولية الواسعة يكون الفارق بين سعري الطلب والعرض ضيقا.

**حيوية السوق:** عندما يختل التوازن ما بين العرض والطلب في السوق، يجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن. وعندما تنهمر الأوامر على السوق أثر أي تغير طفيف في الأسعار، فإن هذا يدل على حيوية السوق.<sup>(1)</sup>

(1) المرجع السابق، ص 10.

### المطلب الثالث: علاقة التحليل الأساسي والتحليل الفني بكفاءة السوق المالي.

يبدل المستثمرون في بورصات الأسهم في العالم قصارى جهودهم للتعرف بشكل مسبق على اتجاه تحركات الأسهم صعوداً أو هبوطاً بغية تحقيق أكبر عائد ممكن.

هناك عدد كبير من الوسائل التي يستخدمها المحللون الاقتصاديون ومدبرو صناديق الاستثمار المشتركة Mutual Funds وصناديق التقاعد ومؤسسات الأبحاث في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا واليابان وبقية دول العالم تقسم هذه الوسائل إلى فئتين هما التحليل الأساسي Fundamental Analysis ، التحليل الفني Technical Analysis

#### الفرع الأول: التحليل الفني للأسواق المالية.

التحليل الفني يساعد على معرفة التوقيت المناسب و معرفة الإشارات التي تدل على البيع أو الشراء وهذه الإشارات تظهر قبل الحدث بفترات قصيرة جداً حيث انه بمعرفة هذه الإشارات يتم تحديد أوقات العمليات، مما يساعد المتعامل في السوق المالي من تحقيق أقصى ربح ممكن

#### أولاً: مفهوم التحليل الفني.

ينصرف اهتمام التحليل الفني إلى تتبع حركة أسعار الأسهم في الماضي على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة، حيث من خلال هذا التحليل يمكن تحديد التوقيت السليم لقرار الاستثمار في الأسهم، فحركة الأسعار في الماضي تعد مؤشراً يعتمد عليه في التنبؤ بحركتها في المستقبل.<sup>(1)</sup>

وعلى هذا الأساس يقوم المحلل الفني بدراسة المعلومات المتاحة عن السوق بغرض بناء خرائط لإظهار أنماط معينة لحركة سعر السهم أو حجم الأسهم المباعة، وعليه يهتم المحلل الفني بتحليل اتجاهات الأسعار على مستوى السوق إجمالاً لا على مستوى ورقة مالية معينة.<sup>(2)</sup>

يستند التحليل الفني على ثلاث مبادئ أساسية يجب فهم مدلولها ومعناها قبل الاعتماد عليه:

(1) محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها مدخل للتحليل الأساسي والفني (الدار الجامعية، مصر، 2004-2005)؛ ص 129.

(2) محمد الحناوي، نهال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الاستثمار (المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2006)؛ ص 171.

- حركة الأسعار تعكس كل شيء: وتعتبر هذه المقولة هي أساس علم التحليل الفني وان لم يكن هذا المفهوم مقبول بالكامل فلن يكون من السهل التعامل مع أدوات التحليل الفني. كما يعتقد المحلل الفني أن كل شيء يمكنه التأثير على السعر ينعكس على أداء السوق سواء كان ذلك الشيء يتعلق بالتحليل الأساسي أو الأحداث السياسية أو الحالة النفسية للمتعاملين أو غير ذلك.
- حركة الأسعار تسير في اتجاهات يمكن تحديدها: يعتبر مفهوم الاتجاه من الركائز الأساسيّة للتحليل الفني وان لم تقبل فكرة أن الأسواق تتحرك في اتجاه حقيقي لن تكون هناك فائدة من استخدام التحليل الفني في التنبؤ باتجاه الحركة المستقبلية.
- ومعنى ذلك أن حركة الأسعار تسير بشكل منظم وليس بطريقة عشوائية ومن ثم يمكن التنبؤ باتجاه تلك الحركة.(1)

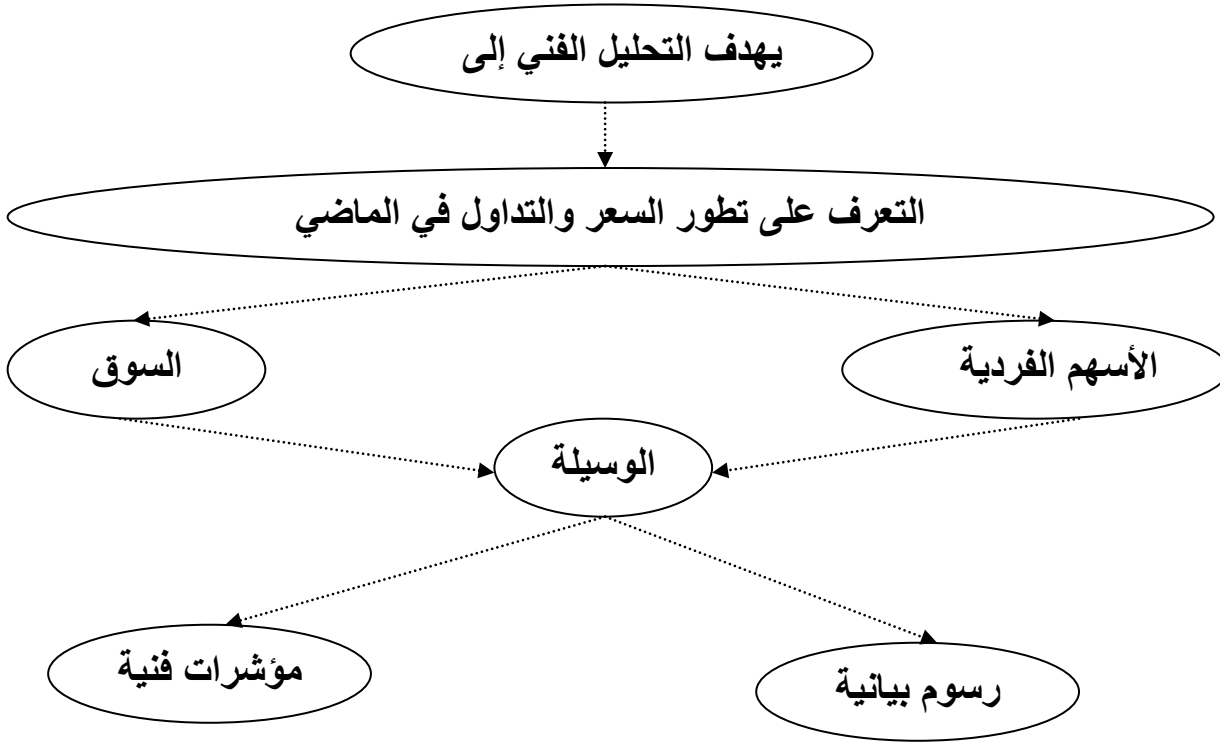
- سلوكيات المتعاملين وأنماط حركة الأسعار تميل إلى التكرار أو ما يطلق عليه مبدأ التاريخ يعيد نفسه، حيث أن دراسة حركة السوق دراسة نفسية للمتعاملين، ولأن رد الفعل لمتغيرات معينة يميل إلى التكرار وأسلوب تعاملهم مع الاتجاه التصاعدي أو التنازلي للأسعار يميل للتشابه فان ذلك ينعكس على حركة الأسعار بحيث نجدها تتجه نحو التحرك مكونة أنماط وأشكال متكررة ومن ثم نصل لنتيجة أن ما حدث في الماضي من الممكن بل من المتوقع أن يحدث في المستقبل.
- ثانياً: أدوات التحليل الفني.

يعتقد الفنيون أن حركة التغيير في سعر الورقة المالية تتخذ نمطا معيناً يمكن من خلاله تتبع التنبؤ بالسعر في المستقبل. ويعتمد في هذا الصدد على الخرائط البيانية، ومن أهم هذه الأدوات مؤشر أو خريطة القوة النسبية، حيث يتم حساب معدل العائد لكل سهم ثم يتم تصنيف الأسهم التي تتسم بارتفاع عائدها خلال فترة زمنية على أنها تتسم بقوة نسبية. كما يمكن حساب نسبة سعر السهم خلال الفترة الزمنية منسوبا إلى قيمة مؤشر السوق، وقيمة مؤشر القطاع التي تنتمي إليه، وذلك لأن الأسهم تتفاوت في درجة تذبذبها مع السوق إذ ترتفع بعض الأسهم بسرعة أكبر من سرعة صعود السوق وتتسم أسعارها بقوة نسبية وتتميز بعائد كبير.(2)

(1) السيد احمد الهداوي، التحليل الفني للأسواق المالية. البنك المركزي المصري، المعهد المصرفي المصري، ص ص 4-5.

(2) إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة (دار النهضة العربية، مصر، 2000)؛ ص 49.

الشكل رقم(3): إطار التحليل الفني.



المصدر: إيهاب الدسوقي، مرجع السابق، ص 49 .

ثالثاً: علاقة التحليل الفني بكفاءة السوق المالية.

لا يعترف التحليل الفني بكفاءة السوق المالية، حيث تعد حركة أسعار الأوراق المالية في الماضي مؤشراً يمكن الاعتماد عليه في التنبؤ بحركتها في المستقبل فحركة أسعار الأوراق المالية تكرر نفسها، ويقوم التحليل الفني على الافتراضات التالية:

- تتحدد القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال تفاعل قوى العرض والطلب.
- تتحكم في العرض والطلب عوامل رشيدة كالمعلومات الخاصة بالورقة المالية، وعوامل غير رشيدة لا يمكن قياسها كالجانب النفسي للمستثمرين.
- يؤدي التغيير في علاقة العرض والطلب إلى التغيير في اتجاه الأسعار، ويمكن ملاحظة التغييرات آجلاً أو عاجلاً في حركة السوق دون الحاجة إلى معرفة أسباب ذلك.

- تتحرك أسعار الأوراق المالية في اتجاه معين تستمر لفترات طويلة نسبياً، بالرغم من احتمال تقبلها بشكل طفيف من وقت إلى آخر.

إن افتراض عدم اعتراف التحليل الفني بكفاءة السوق المالية، حيث أن المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق والتي من شأنها إحداث تغيير في العلاقة بين العرض والطلب، لا تستجيب لها السوق إلا بعد فترة زمنية طويلة نسبياً.

ويعود ذلك إلى وجود فئة من المستثمرين يمكنها الحصول على المعلومات الجديدة قبل غيرها، معنى أن أسعار الأوراق المالية في السوق تتغير تدريجياً تبعاً لوقت وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق. مما يجعل الانتقال إلى نقطة التوازن الجديدة بين العرض والطلب استجابة لتغيرات الأسعار يأخذ وقتاً طويلاً نسبياً.<sup>(1)</sup>

### الفرع الثاني: التحليل الأساسي للأسواق المالية.

أولاً: التحليل الأساسي هو إيجاد القيمة الحقيقية للسهم بالاستناد إلى التحليل العلمي الشامل الهادف إلى تقدير كافة العوامل المحددة لقيمة السهم ويتسع ليشمل العوامل الاقتصادية الكلية وعوامل الصناعة والعوامل الخاصة بالشركات وصولاً إلى تقدير دقيق لتدفقات النقدية المستقبلية للشركة محل التقييم. كما يهتم بالتحليل الأساسي المستثمرون الحاليون أو المحتملون، سواء الأفراد أو المؤسسات، ويهدف إلى:

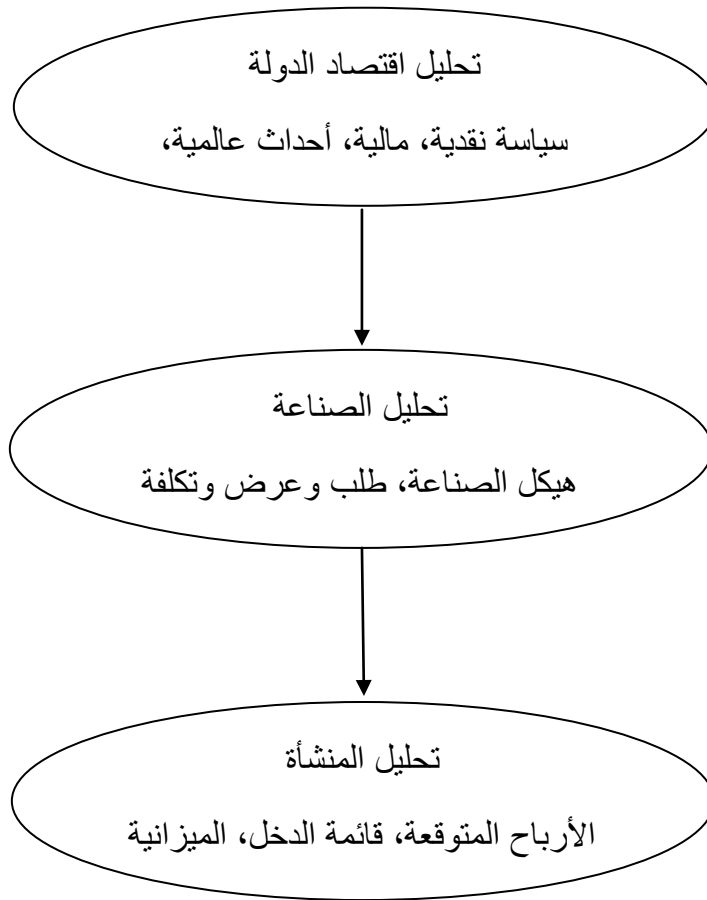
- التعرف على القيمة العادلة لأسهم الشركة.
- تقييم هيكل رأس مال الشركة.
- تقييم مديونية الشركة في الأجل القصير والطويل.
- تقييم الفرص المستقبلية للاستثمار في الشركة ومعدلات النمو المتوقعة.
- تقدير التدفقات النقدية المستقبلية والتنبؤ بالعسر المالي أو تعثر الشركة.<sup>(2)</sup>

(1) مريم عبدلة، مرجع سابق، ص 67.

(2) عبد الرؤوف ربابعة، سامي خطاب، التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، مارس 2006، ص 40.



الشكل رقم(04): اطار منهج التحليل الأساسي.



المصدر: إيهاب الدسوقي، مرجع السابق، ص 52.

**ثانياً: علاقة التحليل الأساسي بكفاءة السوق المالية.**

يقوم التحليل الأساسي على افتراض أن السوق المالية كفؤة في شكلها الضعيف فقط، وأنه لا يمكن تحقيق أرباح غير عادية من خلال تحليل المعلومات التاريخية ودراساتها. كما يفترض إمكانية التنبؤ بأسعار الأوراق المالية بالاعتماد على تحليل المعلومات الواردة، وذلك لتحديد القيمة الحقيقية للأوراق المالية ومقارنتها بالسعر السوقي لها، واكتشاف الأوراق ذات الخلل السعري لاتخاذ قرار الشراء من عدمه، وتحقيق عوائد غير عادية.<sup>(1)</sup>

فعندما تكون القيمة الحقيقية للورقة المالية أعلى من قيمتها السوقية، يكون القرار الرشيد هنا هو شراء الورقة لأنها مسعرة بأقل مما يجب، ويتوقع ارتفاع قيمتها السوقية مستقبلاً. أما إذا كان السعر

(1) مريمتم عديلة، مرجع سابق، ص 63.

السوقي للورقة المالية أكبر من قيمتها الحقيقية، فيجب عدم شراء الورقة أو التخلص منها بالبيع، لأنها مسعرة بأكبر مما يجب ويتوقع انخفاض قيمتها في المستقبل.

### الفرع الثالث: أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي والتحليل الفني:

بعد التعرف على مفهوم كلا من التحليلي الفني والتحليل الأساسي، ومعرفة علاقتها بالسوق المالي، لابد من معرفة أوجه الاختلاف بينهما، وسيتم ذلك من خلال الجدول الموضح أدناه.

الجدول رقم(02): أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي والتحليل الفني

وجه المقارنة	التحليل الأساسي	التحليل الفني
المفهوم	هو التحليل الذي ينصب على الظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة وظروف المنشآت.	هو التحليل الذي ينصب على ظروف السوق لأسعار الأوراق المالية وحجم التداول وغيرها
الهدف	- تقييم العوائد والمخاطرة لاتخاذ قرارات الاستثمار والإقراض. -تحديد الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية لضمها لمحفظه المستثمر.	دراسة متغيرات السوق الماضي والدورات وذلك لأعراض التنبؤ باتجاهات السوق في المستقبل في مرحلة مبكرة لاتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية.
الافتراضات	- إن سوق رأس المال كفاء على الأقل في شكله الضعيف. - يمثل هذا النوع من التحليل ضمانة لعدم الوقوع في أخطاء استثمارية فادحة عند اتخاذ قرارات الاستثمار.	تتحدد القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال تفاعله فوق العرض والطلب. العوامل التي تحكم العرض والطلب بعضها منطقية والبعض الآخر غير منطقية. إن السوق أفضل منتبأ لنفسه. إن التحرك من سعر التوازن إلى آخر يستغرق بعض الوقت. أن أسواق راس المال غير كفاء.

<p>✓ عوامل السوق نفسه مثل:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ أسعار الأوراق المالية.</li> <li>▪ حجم التداول.</li> <li>▪ عدد الصفقات وحجمها.</li> <li>▪ سلوك المستثمرين.</li> <li>▪ عمليات البيع على المكشوف.</li> <li>▪ التوقيت الزمني.</li> <li>▪ اتساع السوق والجو النفسي.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- عوامل اقتصادية عامة مثل الناتج القومي، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، النفقات الرأسمالية.</li> <li>- عوامل متعلقة بالصناعة مثل دورة حياة المنتج، اتجاهات الصناعة، المنافسة الجوانب الاقتصادية والتكنولوجية.</li> <li>- عوامل متعلقة بالمنشأة مثل: القوائم المالية وتقارير مجلس الإدارة وتقرير مراقب الحسابات والملاحظات.</li> </ul>	<p>مصادر البيانات الخاضعة للتحليل</p>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- مؤشرات ميول المستثمرين (النفسية).</li> <li>- مؤشرات تدفقات الأموال.</li> <li>- مؤشرات هيكل السوق.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- المؤشرات الاقتصادية العامة.</li> <li>- دورة حياة الصناعة.</li> <li>- التنبؤ بحالات النمو.</li> <li>- تحليل ظروف المنافسة.</li> <li>- تحليل التطورات التكنولوجية.</li> <li>- القوائم المالية المقارنة.</li> <li>- تحليل السلاسل الزمنية.</li> <li>- التحليل الرأسي للقوائم المالية.</li> <li>- تحليل النسب.</li> <li>- التحليلات الخاصة.</li> </ul>	<p>أدوات التحليل الرئيسية</p>	
<p>✓ وفرة عدد المحللين الفنيين يحد من منفعة هذا الأسلوب.</p> <p>✓ يحتاج الأمر في بعض الحالات إلى استخدام أكثر من قاعدة فنية للتأكد من سلامة التنبؤ.</p> <p>✓ تحتاج القواعد الفنية باستمرار إلى تطوير تتناسب الظروف البيئية المتغيرة</p>	<p>تحتاج إلى جهد وتكلفه أكبر نسبياً مقارنة بالتحليل الفني.</p> <p>توجد بعض التحفظات التي تحد من منفعة القوائم المالية التي تعدها الشركة.</p> <p>صعوبة متابعة عدد أكبر من الأسهم الفردية متوازنة بالتحليل الفني.</p>	<p>حدود استخدامها</p>	

المصدر: طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، (الدار الجامعية طبع، نشر، توزيع، مصر، 2000)؛ ص

ص 254-255.

## خلاصة الفصل الأول.

يمثل السوق المالي من منظور علم الاقتصاد الآلية التي تمكن وتيسر للناس القيام بإصدار وتداول الأدوات الاستثمار قصيرة وطويلة الأجل، بتكلفة معاملات منخفضة وأسعار تعكس نظرية السوق الكفاء. فلأسواق المالية أهمية كبيرة وهذا عائد لعدة عوامل أهمها، عدم قدرة البنوك التجارية على التمويل المتوسط والطويل الأجل، وتمويل خطط التنمية الاقتصادية، إضافة إلى المساهمة في تعبئة الموارد المالية المعطلة وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة الطويلة ومتوسطة الأجل، من جهة أخرى تساعد في تنظيم ومراقبة عملية إصدار الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية والتعامل بها. و تقسم الأسواق المالية إلى أسواق مختلفة بالاستناد إلى أسس مختلفة، مثل طبيعة القرض، وجهة الإصدار، ونوع الأصل المالي، وطبيعة التنظيم. حيث يتم التعامل في الأسواق المالية بما يعرف بالأوراق المالية، وتتمثل هذه الأخيرة في الأسهم والسندات بمختلف أنواعها، ولكل أداة خاصية تميزها عن غيرها من الأدوات المالية الأخرى.

و تكون السوق كفؤة عندما تكون فيها المعلومات متوفرة للجميع وذات جودة عالية بأقل التكاليف مما يجعل الفاصل الزمني بين تحليلها وقراءة الاستثمار قليل جدا باعتبار أن المعلومة هي المادة الأولية لقرار الاستثمار حيث أن الكفاءة التامة تعني عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج المحددة بشأن سعر السهم. واتصاف المستثمر بالرشد هو نقطة الانتقال من الكفاءة التامة إلى الكفاءة الاقتصادية. ولكي تتحقق كفاءة سوق الأوراق المالية يجب أن تتوفر فيه جملة من الخصائص أهمها، كفاءة التسعير ويقصد بها المعلومات الجديدة التي تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير، في حين أن كفاءة التشغيل تعبر عن قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب والعرض دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية. إضافة إلى كفاءة التخصيص والتي تتحقق عندما يتم توجيه الأموال إلى الوحدات الاقتصادية التي تتمتع بالمراكز الائتمانية القوية قبل غيرها من الوحدات الاقتصادية.

في ظل سيطرة الظروف السياسية على اقتصاديات الدول العربية، و قصور التشريعات التي تحكم نشاطها، والأهمية الخاصة لأسواق الأوراق المالية العربية لهذه المنطقة، كان لابد من تطوير وتحسين أداء الأسواق المالية، لما لها من دور كبير في التنمية الاقتصادية، وهذا ما سوف يتم التطرق إليه في الفصل الثاني من هذه الدراسة.

## الفصل الثاني

# الأسواق المالية العربية

## تمهيد .

نظرا لأهمية الدور الاقتصادي للأسواق المالية، وطبيعة العمليات التي تتم بها، وكذلك أنواع الأوراق المالية التي يتم تداولها في تلك الأسواق. من ناحية وتقلبات أسعار الأسهم العشوائي من ناحية أخرى، كلة عوامل جعلت من الضروري تقييم أداء الأسواق المالية في ظل تغير الأسعار. ويعد تطوير وانفتاح الأسواق العربية على بعضها البعض أمرا ضروريا للغاية في ظل العولمة المالية والمستجدات الاقتصادية على الصعيدين العربي والعالمي ، فالاندماج في النظام العالمي الجديد ومواجهة تحديات العولمة، يفرض على أسواقنا العربية العمل على التطوير حتى يتم التوصل إلى سوق موحدة من خلال ربط البورصات العربية وإقامة سوق مالية عربية مشتركة، بالإضافة إلى ضرورة تطوير البنية المؤسسية لأسواق المال العربية وإعادة هيكلتها وتذليل العقبات التي تواجهها بالتعاون العربي المشترك. من ناحية أخرى فإن للأسواق المالية دورها في تمويل الاقتصاد، حيث تعتبر وسيلة التمويل و الركيزة الأساسية التي تعتمد عليها كل الدول وفي مقدمتها الدول المتطورة. وعليه وبسبب تداخل المصالح بين دول العالم خاصة الاقتصادية كان لابد على الدول العربية أن تتخذ هي الأخرى هذا النهج من التمويل وتعمل على تفعيله.

ومن خلال هذا الفصل نحاول معرفة أهم الإجراءات المتبعة لتفعيل الأسواق المالية العربية وذلك قبل دراسة إحدى البورصات العربية في الفصل الرابع انطلاقا من العناصر التالية:

- المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية العربية.
- المبحث الثاني: الأزمات في الأسواق المالية العربية.
- المبحث الثالث: تطور نشاط الأسواق المالية العربية.

### المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية العربية.

لقد احتلت الأسواق المالية العربية خلال عقد التسعينات مركزاً مؤثراً نتيجة التغيرات التي شهدتها الاقتصاد العالمي والتي انعكست بدورها على الاقتصاديات العربية . إضافة إلى أنها لم تصل إلى مستوى الأسواق لأخرى، ولا يتوقع أن تصل إلى ذلك المستوى في الأجل المتوسط على الأقل، بالنظر إلى عدم وجود مؤشرات تؤكد غياب أي تغيير في الأوضاع الاقتصادية والسياسية للدول العربية، حيث لا يزال المستثمر العربي يفضل الاستثمار في الأسواق المالية العالمية.

### المطلب الأول: واقع الأسواق المالية العربية.

رغم أن الأسواق المالية العربية تتمتع بإمكانيات كبيرة إلا أنها تختلف كثيراً فيما بينها سواء من حيث الظروف نشأتها أو مراحل تطورها أو من حيث الأطر التنظيمية والمؤسسية. كما تختلف من حيث انفتاحها على الأسواق المالية الخارجية.

### الفرع الأول: نشأة الأسواق المالية العربية.

تعتبر أسواق رأس المال في البلدان العربية الأقل نمواً مقارنةً بنظيراتها في الأسواق الناشئة في آسيا وأمريكا اللاتينية، فهي تعاني من ضعف مؤسساتها، كما أن تحرير أسواقها لاستقطاب الرساميل الأجنبية لم يتأتى إلا في العشرية الأخيرة من القرن العشرين، فيما يخضع صناع السوق بشكل كبير لضغوط الحكومات في مختلف الأنشطة الاقتصادية.

تشارك الدول العربية في مجملها فيما يتعلق بأنظمتها المالية بدرجة اعتمادها الكبير على القطاع المصرفي في تمويل اقتصادياتها، كما أن حكومات تلك الدول كانت تهيمن بشكل كامل على الأنشطة الاقتصادية من خلال الاعتماد على التخطيط الاقتصادي، غير أن موجة التغيرات التي شهدتها العالم مطلع تسعينيات القرن العشرين دفع بالدول العربية إلى تحرير اقتصادياتها وفتح المجال أمام القطاع الخاص، ولتسهيل هذه المهمة تم اللجوء إلى إصلاح القطاع المالي بما في ذلك تنظيم الأسواق المالية فتم بذلك إنشاء البورصات ودعم القائمة منها لمواكبة تلك التطورات.<sup>(1)</sup>

وبالرغم من أن جمهورية مصر قد سبقت دولاً عديدة من حيث إنشاء البورصة حيث يعود تاريخ بداية التعاملات في بورصة القاهرة والإسكندرية إلى سنة 1888 بل تصدرت المرتبة الخامسة بين بورصات العالم الأكثر نشاطاً، إلا أن موجات التأميم في العهد الاشتراكي قلصت من نشاط البورصة بسبب انخفاض عدد الشركات المدرجة.

كما أن بورصات المغرب، تونس ولبنان عرفت بداية نشاطها منذ النصف الأول من القرن العشرين غير أن تأثيرها على الاقتصاد كان محدوداً للغاية ومع بداية تطبيق الإصلاحات التي مست القطاع المالي في

(1) سامي مباركي، الأسواق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد دراسة تجريبية الأسواق المالية العربية. الملتقى الدولي "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات" دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة يومي 21-22 نوفمبر، 2006، ص 9.

الدول العربية تم إنشاء بورصات مختلفة إلا أن نتائجها كانت متباينة بين بورصات ولدت مشوهة كبورصة الجزائر وأخرى عرفت تنامي كبير كبورصات دول الخليج<sup>(1)</sup>.

### الفرع الثاني: أسباب إنشاء أسواق مالية عربية.

إن الدول العربية حديثة العهد بالأسواق المالية (باستثناء بورصة الإسكندرية والقاهرة)، التي لم تركز في الغالب على الاستثمارات في الأوراق المالية بشكل منظم حتى بداية السبعينيات. غير أن هذين العقدين قد شهدا انتشارا واسعا للأسواق المالية العربية، إن هذا الانتشار وفي مجال زمني ضيق قد جاء لأسباب مختلفة منها:

1. تعاضم السيولة وخاصة في الدول المصدرة للبترول الخام مثل دولة الكويت.
2. ارتفاع أهمية القطاع الخارجي (التجارة الخارجية وحركة رؤوس الأموال والموارد البشرية والخدمات المختلفة وأسعار الصرف) وذلك مع تزايد الانفتاح على الاقتصاد العالمي
3. تأكيد دور القطاع الخاص ودعم توجهاته عن طريق قرارات الخصخصة، وإصدار أو تعديل التشريعات المتعلقة بتحرير التبادل في كافة الأسواق وبنشاء شركات المساهمة.
4. ارتفاع معدلات العجز في الموازنات العامة لكافة الدول تقريبا وما تطلب ذلك من الاعتماد على السندات الحكومية وأذونات الخزينة<sup>(2)</sup>.
5. فشل سياسات الاستدانة والاقتراض الخارجي في حل المشاكل المالية المرتبطة بتكوين رأس المال والنمو الاقتصادي وهذا التوجه إلى الخارج كان نتيجة السياسة المالية في الستينات والسبعينيات والتي اعتمدت بشكل رئيسي على الضرائب لزيادة الواردات هذا من جهة، ومن جهة أخرى لتماشي سياسة الاتفاق على المشاريع والبنى التحتية مع الإمكانيات الاقتصادية، وقد نتج عن ذلك الإخفاق تبني سياسات تهدف إلى تشجيع الادخارات المحلية الخاصة وذلك من خلال توجيهها نحو الأسواق المالية التي عملت على رعايتها وتنظيمها.
6. ارتفاع معدلات العجز في الموازنات العامة لكافة الدول تقريبا وما تطلب ذلك من الاعتماد على السندات الحكومية وأذونات الخزينة.
7. تأكيد دور القطاع الخاص ودعم توجهاته عن طريق قرارات الخصخصة وإصدار أو تعديل التشريعات المتعلقة بتحرير التبادل في كافة الأسواق وبنشاء الشركات المساهمة.

(1) المرجع السابق، ص 10.

(2) محمد عوض عبد الجواد، مرجع سابق، ص 193-194.



8. التوسع النقدي وتنامي القوة الشرائية، والذي رافقه ازدياد الاهتمام والوعي بالعلاقات الاقتصادية والنقدية وهذا ما لفت انتباه عدد كبير من المواطنين والمدخرين إلى الأسواق المالية والأدوات المالية التي تستخدم فيها وذلك في ظل نجاح بعض النماذج التي ارتكزت على الأسواق المالية في تحقيق تنميتها كإلهند وسنغفورة والبرازيل مثلاً. (1)

### الفرع الثالث: واقع الأسواق المالية العربية.

لقد وجدت أسواق الأوراق المالية العربية منذ زمن بعيد كبورصتي القاهرة والإسكندرية بمصر، إلا أن أغلبها حديثة العهد، وبأخذ المعيار التاريخي نجد بعض أسواق الأوراق المالية العربية يعود تأسيسها إلى فترة الاستعمار كبورصة بيروت، بورصة الدار البيضاء، وأيضاً بورصتي مصر، والبعض الآخر أنشئ في فترة الاستقلال كبورصة عمان، بورصة الجزائر، بورصة الكويت، سوق الأسهم السعودي، سوق البحرين للأوراق المالية.

شهدت معظم أسواق المال العربية تراجعاً ملحوظاً في أدائها خلال الربع الأول من عام 2011، كما انعكس على معظم مؤشرات هذه الأسواق. وقد جاء ذلك متأثراً بصورة رئيسية للتطورات والاضطرابات التي أثارت مخاوف المستثمرين. ومع ذلك فقد ساهمت بعض الإجراءات التي اتخذت في الأسابيع الأخيرة من الربع الأول، إلى جانب استقرار الأوضاع نسبياً في بعض هذه الدول ساهمت في تخفيف أو تعويض الخسائر الكبيرة التي منيت بها البورصات العربية خلال شهر فيفري (ذروة الأحداث في مصر)، حين وصلت القيمة الإجمالية لخسائر البورصات العربية مجتمعة إلى نحو 141 مليار دولار، وذلك خلال الفترة الممتدة من 25 جانفي إلى 4 مارس 2011.

لتعود بعدها وتغلق البورصات العربية على خسارة إجمالية بلغت 25.3 مليار دولار فقط، مع نهاية الربع الأول وذلك بالمقارنة مع القيمة السوقية الإجمالية لهذه البورصات في نهاية ديسمبر 2010. (2) هذا ولم يقتصر التراجع خلال هذا الربع على القيمة السوقية ومؤشرات الأسعار، فقد شهدت أسواق الإصدارات الدولية هي كذلك تراجعاً ملحوظاً في نشاطها خلال هذا الربع بالمقارنة بالأرباع السابقة، لتجسد حالة المخاوف التي دفعت بالعديد من الشركات لتأجيل خططها بشأن الطرح الأولي في الأسواق المالية. كما انكشفت في السياق نفسه عمليات الاندماج والاستحواذ في الأسواق العربية خلال هذا الربع. وكان من اللافت والمنطقي أيضاً، أن يسجل الاستثمار صافي تدفقات سالبة خلال هذا الربع الأول، وذلك مع انسحاب ملحوظ للمستثمر الأجنبي في هذه الأسواق.

(1) وصاف عتيقة، عاشور سهام، مكانة الأسواق المالية في الاقتصاديات العربية وعوامل كفاءتها. الملتقى الدولي "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات" دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة، يومي 21-22 نوفمبر، 2006، ص 2.  
(2) صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الأول 2011، العدد 64، ص 7.

وفي المقابل، فقد تركز جهد السلطات الإشرافية خلال هذه الفترة على تعزيز الثقة في أسواقها، حيث قامت بسن العديد من الإجراءات بهدف طمأنة المتعاملين والحد من تأثيرات الاضطرابات على أسواقها.

مرت البورصات العربية خلال هذا الربع الأول، في ثلاث فترات :

**الفترة الأولى:** وهي استمرار للاتجاه التصاعدي الذي بدأته منذ منتصف العام الماضي. وقد امتدت هذه الفترة حتى نهاية الأسبوع الثالث من شهر يناير 2011.

**الفترة الثانية:** وهي مرحلة الهبوط الحاد الذي نتج بشكل رئيسي عن الأحداث والاضطرابات التي أصابت عدد من الدول العربية وبوجه خاص في مصر. وقد امتدت هذه الفترة منذ الأسبوع الرابع من شهر يناير 2011 وحتى بداية شهر مارس. وقد شهدت هذه الفترة بالذات تراجع للقيمة السوقية للأسواق المالية العربية بشكل حاد، حيث فقدت البورصات العربية كما سبقت الإشارة نحو 141 مليار دولار من قيمتها السوقية، رافقها انسحاب الاستثمارات الأجنبية في البورصات العربية بشكل ملموس وبدون استثناء.

**الفترة الثالثة:** والتي بدأت مع نهاية الأسبوع الأول من مارس 2011، حيث تميزت هذه الفترة بعودة الاستقرار النسبي للأسواق المالية العربية، وعودة الثقة في أداء شركاتها. وقد اتسمت هذه الفترة بقيام عدد من هيئات الأوراق المالية والبورصات العربية، باتخاذ سلسلة من الإجراءات وسن الضوابط بهدف طمأنة المتعاملين للحد من تأثيرات هذه الاضطرابات على أسواقها. (1)

وقد ساهمت هذه الإجراءات إلى جانب دخول صناديق الاستثمار المحلية والمستثمرين المحليين الآخرين إلى هذه الأسواق، سعياً للاستفادة من المستويات الجاذبة التي وصلت إليها بعض أسعار الأسهم، ساهمت معاً في تقليص الانخفاض في القيمة السوقية لتلك البورصات خلال هذا الربع الأول إلى نحو 25.3 مليار دولار بالمقارنة مع القيمة السوقية للبورصات العربية في نهاية ديسمبر 2010. تراجع أداء معظم أسواق المال العربية خلال الربع الثاني من العام الجاري 2011، كما تعكسه مؤشرات هذه الأسواق. وقد كانت تلك التراجعات أكثر حدة في الأسواق المالية للدول التي شهدت حالة من الاضطرابات وعدم الاستقرار خلال تلك الفترة.

وفي المقابل شهد هذا الربع الثاني عودة النشاط في أسواق الإصدارات الأولية. فقد ارتفعت قيمة الإصدارات الأولية خلال هذا الربع الثاني لتبلغ نحو 375 مليون دولار موزعة على ست إصدارات، مقارنة مع إصدارين اثنين فقط خلال الربع الأول 2011 وبقية بلغت نحو 21 مليون دولار. و يعكس هذا النشاط إلى أسواق الإصدارات الأولية عودة الثقة والاستقرار بشكل تدريجي للأسواق المالية العربية، وزوال المخاوف التي كانت قد دفعت بالعديد من الشركات لتأجيل خططها بشأن الطرح الأولي في الأسواق المالية.

(1) المرجع السابق، ص 8.

وفيما يتعلق بالاستثمار الأجنبي بالبورصات العربية مجتمعة خلال الربع الثاني 2011، فقد سجل الصافي تدفق سالب (صافي بيع)، وان كانت بعض البورصات العربية قد سجلت تدفق ايجابي للاستثمار الأجنبي خلال نفس الفترة وخاصة في الدول التي لم تشهد اضطرابات.

من جهة أخرى، استمرت السلطات الرقابية والإستشرافية في الأسواق المالية العربية في جهودها بهدف تعزيز الثقة في أسواقها، وتطويرها بهدف الوصول إلى المعايير العالمية.<sup>(1)</sup>

فيما يتعلق بالأداء الفردي للأسواق العربية خلال الربع الثاني 2011 فقد شمل التراجع معظم الأسواق العربية خلال هذا الربع. فقد انخفضت مؤشرات صندوق النقد العربي لغالبية هذه الأسواق، باستثناء أسواق كل من أبو ظبي و السعودية والخرطوم والجزائر.

استمرار تراجع أداء غالبية أسواق المال العربية للربع الثالث من عام 2011، كما عكسته مؤشرات هذه الأسواق. وقد كانت تلك التراجعات أكثر حدة في الأسواق المالية للدول التي مازالت تشهد حالة من الاضطرابات وعدم الاستقرار. كما ساهمت مشكلة المديونية في منطقة اليورو والمخاوف من تباطؤ الاقتصاد العالمي في الضغط على هذه الأسواق.

إلى جانب التراجع في القيمة السوقية ومؤشرات الأسعار ومؤشرات السيولة ، كان هناك تراجع في الإصدارات الدولية، فقد شهدت الأسواق المعنية بهذه الإصدارات تراجعا في نشاطها خلال هذا الربع مقارنة مع الربع الثاني من عام 2011، لتسجد بذلك حالة الحذر والترقب التي تسيطر على متخذي القرارات في الشركات للتأني في تنفيذ خططهم التوسعية في ظل حالة عدم الاستقرار التي تشهدها بعض الدول العربية.

وقد استمر الاستثمار الأجنبي بتسجيل صافي تدفق سالب خلال الربع الثالث، وذلك مع انسحاب ملحوظ للمستثمر الأجنبي من هذه الأسواق.

إلى جانب كل ما سبق فقد تحسنت أسواق الصكوك في الأسواق المالية العربية خلال الربع الثالث مقارنة مع الربع السابق، إلا أنها لم ترتقي إلى المستوى المسجل في الربع الأول من نفس السنة.<sup>(2)</sup>

(1) صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الثاني 2011، العدد 65. ص ص 7-8.

www.amf.org.ae

(2) صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الثالث 2011، العدد 66. ص ص 7.

### المطلب الثاني: الخصائص الأساسية للأسواق المالية العربية.

تتميز الأسواق المالية العربية بمجموعة من المميزات التي حالت دون امتلاكها لأسواق مالية قوية في مكانة الأسواق المالية الكبرى، ورغم الجهود المبذولة لمواجهة الصعوبات التي تواجهها إلا أنها لا تزال تعاني، ومن أهم الأسباب التي تحول دون ذلك الظروف السياسية التي تعيش فيها الدول العربية.

#### الفرع الأول: خصائص أسواق الأوراق المالية العربية.

تشارك الأسواق المالية العربية في جملة من الخصائص أهمها ما يلي:

#### 1 - ضآلة الحجم النسبي لأسواق الأوراق المالية العربية: ويقاس من خلال تطور عدد الشركات المسجلة

بالبورصة، ونسبة الإصدارات الجديدة للنتائج المحلى وذلك بالنسبة لسوق الإصدار، أما بالنسبة لسوق التداول فتقاس طاقتها النسبية من خلال مقارنة القيمة السوقية للأسهم المتداولة إلى كل من الناتج المحلى، تتميز الأسواق المالية العربية بضيق نطاق السوق من حيث النقص الشديد في العرض الذي يقاس بعدد الشركات والطلب الذي يتمثل في عدد وحجم أوامر الشراء فقد تراوح عدد الشركات في الأسواق المسجلة بقاعدة صندوق النقد العربي باستثناء مصر ما بين 3-161 شركة في عام 2003، وما بين 6-163 شركة خلال الفترة 1994-2003، وهذا مؤشر على ضيق نطاق السوق وانخفاض الحجم النسبي للبورصات العربية. كما تتصف البورصات بصغر متوسط حجم رأس المال السوقي (قيمة الأسهم حسب أسعار آخر يوم تعامل)، وانخفاض نسبته إلى الناتج المحلى الإجمالي، ويلاحظ انخفاض القيمة السوقية إلى الناتج المحلى الإجمالي في معظم الأسواق المشاركة باستثناء الكويت والبحرين اللتين ترتفع فيهما نسبة البورصة إلى الناتج المحلى حيث وصلت إلى 99.4% في الكويت، 91.7% في البحرين عام 2002. وقد بلغ متوسط رسملة البورصات العربية إلى الناتج المحلى الإجمالي نحو 26% عام 2001 مقارنة بمتوسط بلغ 33% بالنسبة للدول النامية.<sup>(1)</sup>

ويؤدى انخفاض الحجم النسبي للبورصات وصغر حجم رأس مالها السوقي إلى زيادة فرص التقلبات غير المبررة في الأسعار، لا سيما مع ضعف الرقابة والنقص في الإفصاح المالي.

#### 2 - تدنى مقدرة أسواق الأوراق المالية العربية على تحقيق السيولة : يعتبر مؤشر دوران الأسهم خير

مقياس لتحقيق السيولة لنشاط حركة التداول من حيث عدد الصفقات وقيمتها، ومن ثم يمكن تحديد حجم

(1) حسين عبد المطلب الأسرج، تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (1994-2003)، مصر، ص 14

السوق ونشاطها. ولعل الوظيفة الأساسية للسوق هي تحقيق السيولة للأوراق المالية عندما تكون كفاءة، وعادة ما تكون سيولة السوق في مقدمة أولويات المستثمر المحلي والأجنبي، ويمكن رصد ما تتمتع به البورصات العربية من ضعف في سيولتها من خلال دراسة تطور معدل دوران الأسهم الذي سجل انخفاضاً كبيراً في نهاية عام 2003 مقارنة بالعام الذي سبقه، حيث انخفض إلى 16.5% مقارنة بنحو 31.3% .

3 وقد بلغت أعلى نسبة لمعدل الدوران خلال الفترة 1994-2003 نحو 43.9% في عام 1997، بالإضافة إلى انخفاض عدد العمليات التي تبرم يومياً، وعدد أيام التداول في السنة. وقد بلغ متوسط معدل الدوران في البورصات العربية نحو 6% في عام 2001 مقارنة بمتوسط بلغ 20% بالنسبة للدول النامية.

4 **انخفاض الطاقة الاستيعابية لأسواق الأوراق المالية العربية** : ويعنى به مدى قدرة أسواق الأوراق المالية العربية على استقطاب المدخرات وتحويلها إلى استثمارات مالية، وتقاس من خلال مقارنة حجم الإصدارات الجديدة وحجم التداول بالنسبة للنتائج المحلي الإجمالي والادخار المحلي الإجمالي، ويلاحظ انخفاض حجم التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي في معظم الأسواق المشاركة باستثناء الكويت التي ترتفع فيها نسبة حجم التداول إلى الناتج المحلي حيث وصلت إلى نحو 62.9% في عام 2002. وقد وصلت هذه النسبة حوالي 16.5% في السوق السعودي، ونحو 7.1% في السوق المصري خلال عام 2002.

5 **ضعف الفرص المتاحة للتنوع** : تؤدي هذه الصفات الرئيسية السابقة إلى تقليل الفرص المتاحة للمستثمر لتنوع محفظة أوراقه المالية، وهذه السمة المشتركة تضع قيوداً على إستراتيجيات الاستثمار، سواء للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي، وفي معظم البورصات العربية كان قطاع البنوك وقطاع المقاولات يسيطران على حجم التداول، ثم احتلت أسهم المحمول والاتصالات حيث تستحوذ على نسبة عالية من حجم التداول. ويبدو أن سلوك المستثمر في البورصات العربية أصبحت تحكمه سياسة القطيع، رغم وجود بعض القطاعات الواعدة ذات الربحية العالية.

6 **قصور الأطر التنظيمية والتشريعية**: على الرغم من التطور الملحوظ في هذا الجانب والإجراءات التي اتخذتها الدول العربية في سبيل تحديث القوانين والتشريعات المتعلقة بأسواقها إلا أنها ما تزال تواجه العديد من أوجه الضعف ولعل أهمها غياب المؤسسات المساندة ذات الأثر المباشر على سوق الأسهم والمكملة لدوره مثل الشركات صانعة السوق والتي تعمل على تقليل حدة تقلبات الأسعار وتخفيض

مخاطر الاستثمار في هذه الأسواق. كما أن العديد من الدول العربية مازالت تفتقر إلى مؤسسات التسوية والمقاصة والإيداع والحفظ المركزي والقوانين المنظمة لها، حيث من شأن هذه المؤسسات العمل على تقليل المخاطر وزيادة سرعة التبادل (1)

7 قصور الطلب على الأدوات الاستثمارية وضعف نشاط السوق الأولى : تعاني أسواق الدول العربية من تدنى الطلب على الأوراق المالية ولعل ذلك يرجع بصفة أساسية إلى انخفاض معدلات الدخول النقدية والادخار الفردي في عدد من الدول العربية.

بالإضافة إلى تدنى الوعي الاستثماري لدى الكثيرين وخاصة في الأدوات المالية الجديدة المطروحة للتداول، وكذلك تفضيل البعض حيازة الموجودات الثابتة كالعقارات أو الودائع في البنوك. ومن جهة أخرى فإن أحجام الإصدارات الأولية من الأسهم والسندات للشركات الحديثة والقائمة في الأسواق العربية مازالت تتسم بالضآلة، حيث بلغت نسبتها إلى كل من الناتج المحلي من جهة والقروض والتسهيلات المصرفية من جهة أخرى نحو 4%، 10% على الترتيب.

ولعل محدودية الوعي المالي لدى المستثمرين الذين غالبا ما يقومون بتوفير احتياجاتهم التمويلية من المصادر التقليدية، بالإضافة إلى رغبتهم في السيطرة على إدارة شركاتهم وعدم خضوعها لمراقبة السلطات والتزامها بقواعد الشفافية والإفصاح ومعايير المحاسبة الدولية في كثير من الأسواق العربية من أهم مصادر ضعف السوق الأولى، بالإضافة إلى غياب مؤسسات التصنيف وترويج و ضمان الاكتتاب والتي من شأنها أن تزيد من إقبال المستثمرين على الإصدارات الجديدة نظرا لما توفره من مساعدة تمكن من اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة.

8 -قيمة التداول: بلغت قيمة التداول نحو 63.88 مليون دولار عام 1997 وانخفضت إلى 35.590، 35.536 مليون دولار في عامي 1999، 1998 على التوالي، وواصلت تراجعها لتصل إلى 19.48 مليون دولار في شهر جويلية 2000 وتبدو هذه القيم شديدة الانخفاض إذا ما قورنت بنظيرتها في بعض الأسواق الناشئة.

9 -التقلب: إن أسواق المال العربية لازالت تعاني كغيرها من الأسواق الناشئة، من شدة التقلبات في حركة الأسعار نتيجة اعتمادها على التمويل من المصادر الخارجية المتمثلة في القروض وإصدار المزيد من الأسهم بدرجة أكبر من اعتمادها على الأرباح المحتجزة ويترتب على هذا النمط التمويلي

(1) المرجع السابق، ص 15.

في ظل ما يسمى الرفع المالي زيادة حدة التقلبات في ربحية السهم وقيمتها السوقية وبالتالي عدم تمكن المستثمرين من تغطية استثماراتهم ضد المخاطر، وعدم كفاءة تسعير الأصول<sup>(1)</sup>.

10 - الاضطرابات المستمرة في السياسات الاقتصادية المتبعة.

11 - تضارب وكثرة القوانين والتشريعات مما يحقق عدم استقرار في المناخ الاقتصادي وبالتالي المناخ الاستثماري للدول، وذلك بين الدول وفي الدولة الواحدة ذاتها على مدى فترات زمنية متعاقبة<sup>(2)</sup>.

### الفرع الثاني: أسباب ضعف الأسواق المالية العربية.

واجهت الأسواق المالية العربية عند نشوءها مجموعة متماثلة من المشكلات والعقبات الرئيسية التي اعترضت نموها وحدثت من كفاءة أدائها. وإذا كان لكل سوق خصوصيتها التي تنبثق من ظروف نشأتها، ونمط تشريعاتها ونظمها وهيكلها فان لهذه الأسواق قاسما مشتركا من المشكلات الرئيسية ومن أهمها:

**1. ضالة عرض الأدوات الاستثمارية :**

من أهم الشروط الضرورية لإنشاء سوق رأس مال توافر عرض مناسب من الأوراق المالية والإصدارات الجديدة بشكل منتظم حيث يلاحظ أن بعض الأسواق العربية تنسم بضيق نطاقها وافتقادها إلى السلع المتمثلة في الأوراق المالية من أسهم الشركات وسندات الإقراض، حيث مازالت تنقل الأدوات الاستثمارية الموجودة في الغرب، ولم يعكف على دراسة أدوات تتلاءم مع مجتمعاتنا.

ومن أسباب ضالة عرض الأدوات الاستثمارية ما يلي :

- سيادة النمط العائلي لشركات المساهمة في العديد من أسواق المال العربية مما يترتب على وجود هذا النمط من الشركات احتفاظ مؤسسيها بالغالبية العظمى من الإصدارات الخاصة بأسهم الاكتتاب سواء الجديدة أو الإصدارات اللاحقة لها عند زيادة رأس المال. ومن الواضح أن طبيعة هذه الشركات تحرم السوق من أهم سلعة وتجعل قاعدة المساهمين والمتعاملين ضيقة للغاية.
- استمرار تملك الشركات العربية لنسبة كبيرة من أسهم الشركات المساهمة وعم طرحها للجمهور.
- بدائية توزيع الاكتتاب، فما زال أسلوب التوزيع قائما على الاتصال الشخصي المباشر بسبب الافتقاد إلى وجود مؤسسات التي تقوم بضمان التغطية والمعاونة في توزيع الاكتتاب

(1) شذا جمال خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال (دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، الأردن، 1429-2008)؛ ص 95.

(2) ملياني حكيم، رؤوس الأموال العربية كأداة للتكامل الاقتصادي العربي. الندوة العلمية الدولية حول، "التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية الأوروبية"، بمساهمة مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورو مغاربي، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، مصر، جامعة سطيف، يومي 8 - 9 ماي 2004، ص 8.

- ضآلة فرص الاستثمار المحلية في بعض الدول العربية المصدرة لرأس المال بشكل عام بسبب ضيق أو عدم استيعاب السوق المحلية أو ضيق المنافذ الاستثمار المحلي بالمقارنة بالأموال المحلية المتوافرة. (1)

## 2. افتقار أسواق رأس المال إلى المؤسسات الصانعة لهذه السوق :

تفتقر أسواق رأس المال العربية وخاصة السوق الأولية إلى وجود بنك أو شركات استثمارية متخصصة يقع على عاتقها توزيع مخاطر الاكتتاب إذا ما زالت البنوك التجارية في هذه الدول يقع عليها أساس هذا العبء. أما السوق الثانوية، فإن هذه المؤسسات الصانعة لهذه السوق (كالشركات المالية التي تقوم بدور الترويج والتسويق وتغطية ما يصدر من أوراق مالية وكذلك إعطاء النصح والمشورة في ما يمكن إصداره في السوق وذلك في ضوء ما يتوافر لديها من خبرات وما تجريه من تحليلات، وشركات المقاصة التي تعمل في مجال نقل ملكية الأوراق المالية وتحصيل الكوبونات نيابة عن الأفراد، وشركات رأس المال المخاطرة التي تعمل في مجال التعويم وإدارة الشركات المتعثرة) يكاد ينعدم فيه توافر مثل هذه المؤسسات بالرغم من أنها تلعب الدور الهام في تنشيط السوق الثانوية وذلك بتوفير السيولة للسوق نتيجة لقيامها بالمتاجرة بأدوات الاستثمار من أسهم وسندات لحسابها الخاص، وتتمثل أهمية هذه المؤسسات في تشجيع تداول الأوراق المالية وجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين

## 3. عدم قيام المؤسسات الاستثمارية والمالية بالدور المأمول منها.

هناك دور جديد يقع على طبقة جديدة في الأمة العربية لم تكن موجودة من قبل وهم طبقة التكنوقراط، فتطوير دور الاستشارية التنفيذية التي تتولى دراسة المشروع والإشراف عليه وإدارته أمر مطلوب، فقد كان وما زال رجل الأعمال يتولى هذه المهمة ولكن لسوء هيكل التوزيع نجد أن هناك نوعاً من الانفصال بين القدرة على الإدارة والملكية، فلو أخذ هذا المسلك كأحد الخيارات فإنه قد يعطي الاطمئنان لدى من يملكون الأموال ولا يملكون العلم والدراية، ويجب أن لا يغيب عن أذهاننا الأهمية المتوازنة مع حملة الأسهم، وهنا يتحقق مفهوم المضاربة الإسلامية وذلك باتحاد العلم والخبرة مع رأس المال.

## 4. عدم ملائمة المناخ الاستثماري في بعض الدول العربية.

(1) خليل الهندي، أنطوان الناشف، مرجع سابق، ص 255.



يواجه الاستثمار في العديد من الدول العربية العديد من العقبات منها ما يتعلق بنواحي سياسية أو اقتصادية مالية أو تشريعية بالإضافة إلى المعوقات الإدارية والتنظيمية وتلك التي تتعلق بمشروعات البنية الأساسية وتنعكس هذه العقبات في انخفاض الاستثمارات العربية داخل الوطن العربي بالمقارنة مع مثيلاتها في الخارج.

#### 5. التقلبات الشديدة في الأسعار.

من المميزات الخاصة بأسواق الأوراق المالية العربية في الوقت الحاضر هو شدة التقلبات في حركة الأسعار، وذلك بسبب المصادر الخارجية المعتمدة في التمويل، والمتمثلة في القروض وإصدار المزيد من الأسهم مع إهمال قدرة التمويل الذاتي (خاصة الأرباح المحتجزة). وهذا النمط من التمويل الخارجي يؤدي إلى زيادة التقلبات في ربحية السهم وفي قيمته السوقية. وكلما كان التقلب السعري في حدود ضيقة كان ذلك دليلاً كافياً عن نضج السوق<sup>(1)</sup>.

#### 6. ضعف السيولة.

على المهمة الرئيسية للسوق هي تحقيق السيولة للأوراق المالية عندما تكون كفاً، وتلعب السيولة دوراً هاماً في جلب المستثمر المحلي والأجنبي على حد سواء، ويمكن رصد ما تتمتع به البورصات العربية من ضعف في سيولتها من خلال انخفاض عدد من العمليات التي تبرم يومياً أو في سنة. ولحل هذه المشكلة ينصح باستخدام إستراتيجية التوزيعات في صورة أسهم، بالإضافة إلى تشجيع المؤسسات المالية الأخرى للاستثمار وكذلك يؤدي خفض فترة تسوية الصفقات إلى تحسين السيولة. رغم أن الكثير من الخبراء يؤكدون على أن توفر السيولة للسوق لها جانباً سلبياً ذلك لأنها تحد من عزيمة المستثمرين على اتخاذ القرارات الاستثمارية طويلة الأجل، وبالمقابل يتزايد سلوك المضاربين لأنهم يستطيعون التنبؤ باتجاهات السوق خلال الأجل القصيرة<sup>(2)</sup>.

#### 7. الطلب على الأدوات الاستثمارية.

إن ضآلة حجم الدخل النقدي الذي يعتمد على حجم الناتج الإجمالي ونمط توزيعه ومستوى الوعي المالي والتوظيفي للمدخرين والمفاهيم الاجتماعية السائدة إزاء الاستثمار في الأوراق المالية بالإضافة إلى الأهمية الاقتصادية غير النقدية. كل هذه العوامل تحد من قيام أسواق للأوراق المالية في الدول النامية عموماً والتي تظم الدول العربية. ويلعب عدد من العوامل في التأثير على تفضيلات الأفراد بين الموجودات المالية وغير المالية مثل درجة الأمان والعائد والظروف الاجتماعية والطرق التقليدية للادخار ويسر المعاملات، وقد انعكست هذه الظروف على الطلب على الموجودات المالية، وأصبح الأفراد يميلون نحو حيازة الموجودات المادية. ومن أهم العوامل التي أثرت في تدني الطلب على الأوراق المالية في البورصات العربية :

(1) خليل الهندي، أنطوان الناشف، مرجع سابق، ص 256.

(2) محمد براق، مرجع سابق، ص 11.

- انخفاض معدل الدخل النقدي والادخار الفردي وعدم ثباته وعدم استقرار أوضاع الفئات التي تحققه.
- منافسة الحكومات ومؤسساتها لجمهور المدخرين في الطلب على أسهم الشركات وحيازتها وحرمان السوق منها، وكذلك منافسة الأوراق المالية الحكومية والأوعية الادخارية للبنوك في تحجيم الطلب على الأوراق المالية للشركات .
- انخفاض العائد الصافي على الأوراق المالية بالقياس إلى أشكال الاستثمار الأخرى .وبالرجوع إلى التشريعات الضريبية للدول العربية يتضح أن المعاملة الضريبية لعوائد القيم المنقولة تعتبر من العوامل المنفرة للاستثمار في الأوراق المالية، فمعدلات هذه الضرائب عالية في معظم الدول العربية.
- تفضيل السيولة في الاستثمار قصير الأجل ،نظرا لما يتطلبه الاستثمار في المال من توافر مستوى عالي من الوعي الادخاري و التوظيفي لدى المدخرين. فقد اتجهت معظم المدخرات الخاصة نحو الودائع الادخارية لدى البنوك التجارية وصناديق الادخار.
- المنافسة الجديدة لمؤسسات التمويل المشتركة في الحد من اللجوء إلى سوق رأس المال، وبروز ظاهرة البنوك الإسلامية التي لا تتعامل بسعر الفائدة بمعناها التقليدي في عدد من الدول العربية.(1)

### 8. منافسة الوسائل البديلة لتمويل الاستثمار المباشر.

ذلك أن تفاقم المشكلة الإسكانية في الدول العربية كان من شأنها قيام بنوك الإسكان وصناديق البعث العقاري باستقطاب مدخرات شرائح كبيرة من المواطنين للمشاركة في الحصول على السكن. إن هذه البنوك والصناديق تختلف عن صناديق الاستثمار في كونها مؤسسات ادخارية وتمويلية لنشاط معين أو استثمار مادي في قطاع التشييد والإسكان، وهي بالتالي تنافس سوق الأوراق المالية في وظيفتها التمويلية وتحرمها من نسبة كبيرة من المدخرات. إن توسع هذه الصناديق في أنشطتها لا يعكس حجم المشكلة الإسكانية وحسب، بل توجه الأفراد نحو الاكتناز وحيازة المصوغات الذهبية، وبالتالي تراجع الاستثمار في الأوراق المالية.(2)

### 9. تخلف الهياكل المؤسسية.

تعاني الأسواق المالية العربية من نقص في المؤسسات العاملة في إطار السوق، وتتمثل هذه المؤسسات بصورة عامة في البنوك الاستثمارية أو الشركات الاستثمارية، وصانعي الأسواق، والوسطاء بالعمولة.

(1) سليمان المنذري، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة (مكتبة مدبولي، مصر، 2004) ؛ طبعة ثانية، ص 140.

(2) المرجع السابق، ص 141.

وتكمن أهمية الأسواق الاستثمارية في كونها تمد سوق الأسهم بمادتها الأولية من خلال قيامها بإدارة واكتتاب الإصدارات الجديدة التي تقدمها للسوق الأولية. أما المؤسسات الأخرى فهي أداة السوق القانونية في الاتجار بالأدوات المالية، وتوفير السيولة والخدمات الاستثمارية المكملة التي تضيف مزايا أخرى للاستثمار حيث يعمل الوسطاء بالعمولة كوكلاء للمستثمرين في تنفيذ أوامر البيع والشراء للأوراق المالية<sup>(1)</sup>. أضف لذلك ما يقدمه هؤلاء من خدمات أخرى للعملاء في الأسواق الأكثر تطوراً مثل القيام بالأبحاث والدراسات وتقديم الاستشارات الاستثمارية.

وعلى الرغم من أهمية هذه المؤسسات نجد أن أسواق المال الغربية تفتقر لها، فعلى سبيل المثال وليس الحصر كانت البنوك التجارية هي التي تحتكر عملية طرح الإصدارات وتلقي الاكتتاب.

### 10. عدم توفر الوعي الاستثماري لدى المتعاملين.

لا يتوفر في معظم الأسواق المالية الغربية الوعي الاستثماري الكافي، وقصور الجهود المبذولة لتطوير هذا الوعي. ومن ثم سيطرة المؤسسات التقليدية على التعامل في أسواق الأوراق المالية، ومحدودية مشاركة الفردية في هذه النشاط الاستثماري. حيث أن جزءاً مهماً من إصدارات الأوراق المالية تمتلكها البنوك وشركات التأمين والصناديق الاجتماعية، بينما تضيق قاعدة الأفراد الذين يملكون الأوراق المالية.

### 11. انخفاض الاستثمار الأجنبي في الأسواق المالية العربية.

حتى وقت قريب كانت الأسواق المالية العربية في معزل عن تدفق رؤوس الأموال الأجنبية نحو الأسواق الناشئة. فمن مجمل التدفقات الاستثمارية إلى الأسواق الناشئة خلال عام 1994 والبالغة 40 مليار دولار، بلغ نصيب بورصات الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ودول الخليج أقل من 300 مليون دولار. ومن بين العوامل التي حالت دون جذب الاستثمارات الأجنبية إلى الأسواق المالية العربية بصورة كبيرة، عدم وجود أنظمة استثمار مفتوحة، وصغر حجم الأسواق.

### 12. عدم توفر الاستقرار الاقتصادي.

تعاني بعض الاقتصاديات العربية من اختلالات هيكلية، وبالتالي فإن البيئة الاقتصادية لعمل أسواق المال في هذه الدول لا زالت غير ملائمة، ولم تصل الإصلاحات الهيكلية والاقتصادية إلى مداها بعد. وتحتاج الدول العربية إلى فترة زمنية للتكيف مع المتغيرات الدولية التي فرضتها التطورات الاقتصادية العالمية<sup>(2)</sup>.

### 13. قصور التشريعات.

تعاني معظم الأسواق العربية من قصور التشريعات التي تحكم نشاطها خاصة ما يتعلق بتوفير الحماية الكافية للمستثمرين والشركات المدرجة فيها، فهناك من الأسواق التي تشهد إلى اليوم صدور قوانين تأديبية

(1) شذا جمال خطيب، مرجع سابق، ص 71.

(2) عماد صالح سلام، مرجع سابق، ص 284.

للمخالفات والصفقات المشبوهة، فبعض الأسواق العربية تفتقر إلى آلية الرقابة والإشراف على التداول واكتشاف أي خلل أو انحراف. كالحصول على بيانات بطرق غير شرعية وتسريب المعلومات أو إشاعات خاطئة. في هذا الإطار نجد أن العقوبات غير محددة بشكل قاطع على مثل تلك الممارسات.

#### 14. محدودية الأدوات المالية:

يقتصر نشاط التداول في الأسواق العربية على الأسهم دون السندات كصورة من صور التمويل بالدين والتي تصدرها الشركات في الحالات التي تحتاج فيها إلى تمويل طويل الأجل. في هذا السياق تشير الأرقام إلى أن حجم التداول السندات يشكل 28% من مجموع التداول في السوق المصرية، و 22% في السوق المغربية و 1% في السوق الأردنية خلال عام 2001. في الوقت الذي تسجل فيه أسواق أخرى نسبة عالية لتداول السندات حيث بلغت النسبة في الدنمارك عشرة أضعاف نسبة التداول الأسهم في عام 2001.

#### 15. محدودية نشاط أسواق الإصدار.

تعاني أسواق التداول بالدول العربية من ضآلة عدد وحجم الإصدارات سواء تعلقت بمشاريع قائمة أو قيد التأسيس بما يحرم السوق من تنويع الأدوات المالية المتداولة فيها، ويعزى الأمر في ذلك إلى توسع سيولة البنوك التجارية بالشكل الذي مكنها من تغطية جزء كبيراً من الاستثمارات من حيث التمويل طويل الأجل، كما يرجع الأمر إلى قلة المؤسسات المالية المنظمة لعمليات الإصدار مثل بنوك الاستثمار التي توكل إليها مهمة صناعة الأسواق لما تملكه من الخبرات والقدرات المالية والبشرية القادرة على إنشاء المشاريع وتسريع إصدارها و ضمان الترويج لعمليات الاكتتاب فيها.

#### 16. قصور أنظمة الإفصاح المالي:

رغم التشريعات الصادرة في هذا الشأن، إلا أن الواقع بعيد عن المستوى المطلوب الذي تشهده الأسواق المتطورة، فأنظمة الإفصاح المالي في الدول العربية غير مدققة وتبقى في بعض الأحيان في إطار العموميات وتظل التقارير المالية للشركات بعيدة عن الجودة المنشودة، وأن مصداقيتها متفاوتة من سوق لآخر.

وتقتصر في كثير من الأحيان على توفير الحد الأدنى من المطلوب الإفصاح المالي، كنشر الموازنة الختامية، والتأخر أحيانا في نشر مثل هذه البيانات والاكتفاء بعمليات نشر سنوية، بما لا يوفر المعلومات الكافية للمستثمرين كقاعدة أساسية لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية. وتفتح مجالاً واسعاً أمام بعض الأطراف في الحصول على سبق في المعلومات دون غيرهم وتحقيق أرباح غير عادية على حسابهم.<sup>(1)</sup>

#### 17. الصغر النسبي لحجم المشروعات في المنطقة العربية، وبالتالي سهولة تمويلها من عدد قليل من

الأفراد وأصحاب الدخول والثروات الكبيرة.

(1) حسان خبابة، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية. مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيذر، بسكرة، فيفري 2004. ص 14.

18. الاعتماد الكبير على التمويل الذاتي، وإعادة استثمار الأرباح غير الموزعة ويبدو ذلك جليا في حالة توسع الشركات في نشاطها. حيث يفضل كبار المستثمرين الذين قدموا رأس المال الأصلي.
19. تخوف المدخرين من المضاربة الشديدة التي تضر بالسوق المالية في المدى الطويل، وخاصة الفرد العادي الذي يخشى من توظيف مدخراته في الأوراق المالية<sup>(1)</sup>.

### المطلب الثالث: تطوير الأسواق المالية العربية.

في ظل وجود العوائق والمقيدات السابقة تبقى السبل مفتوحة أمام الأسواق العربية في إحداث تطور من خلال تجاوز العراقيل السابقة وإيجاد الحلول جذرية لها.

#### الفرع الأول: هيكلية الأسواق المالية العربية.

إن تحرير الاستثمار وتعزيز دوره في دفع عجلة التنمية الاقتصادية والاجتماعية وتطوير أسواق المال العربية، يتطلب تطوير أساليب العمل وإيلاء أهمية قصوى لأمر محورية من أهمها:

1. إعادة هيكلة القطاع العام والمضي قدما في عمليات التخصيص، وبيع الحكومات للأصول التي تمتلكها في القطاعات الإنتاجية والخدمية وحصر نشاط القطاع العام في القضايا التي لا يمكن للقطاع الخاص القيام بها، وبشكل يحسن الكفاءة الإنتاجية للمؤسسات ولا يؤدي إلى نشوء الاحتكارات.
2. تعزيز القطاع الخاص وإزالة التعقيدات والرقابة الإدارية، ما يستوجب إعادة تأهيل القطاع العام لتوفير الخدمات اللازمة لتسهيل عمل القطاع الخاص وجذب الاستثمار وتيسير إنشاء الشركات الإنتاجية، الأمر الذي يرتبط ارتباطا وثيقا بعملية تنويع القاعدة الإنتاجية لكثير من اقتصاديات المنطقة وإيجاد الفرص الاستثمارية.

(1) صلاح الدين حسن السيسي ، مرجع سابق ، ص30.

3. إشاعة مناخ الاستقرار السياسي والاقتصادي والاجتماعي، باعتباره عاملا محوريا للمستثمرين لدى اتخاذهم قرارات التشغيل، خاصة وان تجربة السنوات القليلة الماضية أثبتت ان راس المال والمستثمرين المؤسسين تحديدا يعتمدون إلى سحب استثماراتهم بسرعة من الأسواق التي تعترضها اضطرابات ما يؤدي إلى نشوب أزمات مالية داخلية حادة.
4. بناء نظام قانوني واضح وثابت لا يتم تعديله وتغييره بشكل مستمر، خاصة فيما يتعلق بقوانين الاستثمار الأجنبي وقوانين الضرائب وغيرها. إلى جانب قيام نظام قضائي مناسب وتطبيق القوانين والعقود وتنشيط دور التحكيم كأسلوب لحل المنازعات. (1)
5. تعزيز التفاعل والاندماج بين شركات الوساطة والاستثمار في البلدان العربية، ما يحفز المستثمرين على الاستثمار في الأسواق المختلفة وتزيد من سيولة هذه الأسواق، خاصة بعد ما تم في شهر سبتمبر 2011 تدشين شبكة الأسواق العربية المالية والتي تتضمن بيانات موحدة للبورصات العربية. إدماج أو إنشاء شركات وساطة مالية مشتركة بين الدول العربية لمواجهة المنافسة المؤسسات المالية الدولية.
6. تفعيل القطاع المال والأعمال من خلال تشجيع قيام شركات قابضة تقدم خدمات مالية متنوعة لعملائها، مما يساعد على تكوين شركات كبيرة قادرة على إدخال تحسين نوعي على الخدمات التي تقدمها لعملائها، وبالتالي على تعزيز قدرتها التنافسية اتجاه الشركات الأجنبية في ظل الانفتاح المالي والتجاري والاقتصادي والدولي.
7. اعتماد المعايير الدولية فيما يتعلق بالإفصاح والشفافية في التعاملات، الأمر الذي سيزيد من ثقة المستثمرين في الأسواق العربية وبالتالي الإقبال على الاستثمار فيها.
8. التركيز على الحكم الصالح أو الرشيد الإداري وباعتباره رأس الأولويات المطلوب تطبيقها ومراعاتها والاستفادة من التجارب الدولية والمحلية في هذا السياق، وصولا إلى مرحلة متقدمة من التعامل التنظيمي والإداري في مؤسساتنا كحماية المساهمين وعدم التمييز بينهم، وحماية كل الأطراف الأخرى المرتبطة بالمؤسسات، وكذلك تفعيل طرق المساءلة والمحاسبة بالنسبة إلى رؤساء وأعضاء مجالس الإدارة.

(1) احمد سفر، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية (المؤسسة الحديثة للكتاب طرابلس، لبنان، 2006)،

9. تعزيز التنسيق بين المؤسسات المعنية بتطوير القطاعات المصرفية والمالية والتجارية مثل اتحاد المصارف العربية واتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية واتحاد المستثمرين العرب.<sup>(1)</sup>
10. الإسراع في إنشاء بورصة عربية موحدة، قادرة على جذب أحجام كبيرة من الاستثمارات الخارجية ومتصفة بالوقت عينه بالعمق والسيولة الكافية

### الفرع الثاني: مقترحات لتدعيم الأسواق المالية العربية.

تمتلك الدول العربية مقومات وخصائص تسمح لها بامتلاك أسواق مالية قوية قادرة على منافسة الأسواق المالية في الدول المتقدمة، غير انه يستلزم عليها تطوير إمكاناتها، وذلك من خلال:

- 1 ضرورة تشجيع الاتجاه نحو الاستثمار في شركات المساهمة. بما يحفز المستثمرين على اللجوء للاستثمار في أسهم هذه الشركات بما يشجع الشركات المساهمة المغلقة على التحول إلى شركات مساهمة عامة، وقد يكون هذا التشجيع من خلال إعطاء مزايا وإعفاءات ضريبية على عوائد أسهم الشركات المساهمة العامة، أو من خلال تبسيط الإجراءات الخاصة بتحويل عوائد الأسهم إلى الخارج.

### 2 توجيه اهتمام أكبر بالسوق الأولية " سوق الإصدار". وذلك من خلال العمل على تسهيل إجراءات

إنشاء المشروعات والشركات ذات الأثر الإيجابي على الاقتصاد القومي، وذلك بمنحها مزايا وإعفاءات ضريبية وجمركية، وضمان توزيع أسهمها بعد الاطمئنان إلى قيامها ونجاحها- على عدد أكبر من المدخرين الأفراد ، ووضع حدود قصوى للملكية وأيضا وضع عقوبات رادعة من شأنها منع تحويل الشركات المساهمة إلى ملكية محدودة.

### 3 توحيد أسواق المال الثانوية العربية، كخطوة أولى وفتح باب الاستثمار أمام جميع المواطنين العرب

من خلال شراء الأسهم ، أما الخطوة الثانية فتشمل فتح الأسواق العربية أمام التكتلات المالية (المصارف، شركات التأمين، شركات المساهمة الكبيرة) للمساهمة في الشركات العربية، بما يضمن حرية انتقال رؤوس الأموال العربية بالإضافة إلى إنشاء مؤسسات صانعي الأسواق التي تلعب الدور الهام في تنشيط السوق الثانوية، وذلك بتوفير السيولة للشركات نتيجة لقيامها بالمتاجرة بأدوات الاستثمار، ومن أسهم وسندات لحسابها الخاص، خصوصا القوانين الخاصة بالشركات المساهمة، وحماية حقوق المساهمين<sup>(2)</sup>.

(1) المرجع السابق، ص 65.

(2) وصاف عتيقة، عاشور سهام، مرجع سابق، ص ص 12- 13.

4 توسيع استخدام شبكة الانترنت من خلال تنشيط مواقع الهيئات المنظمة والمسيرة للسوق المالي بما يضمن وصول المعلومات في الوقت المناسب للمتعاملين في السوق، عبر نشر تقارير دورية تخص نشاط السوق، وتوفير دراسات حول التوقعات المستقبلية محليا ودوليا في المجال الاقتصادي والمالي.

5 خلق بيئة اقتصادية، سياسية، اجتماعية وثقافية لحشد المدخرات.

6 تطوير القطاع المالي ككل لمواكبة التطورات الدولية.

7 دعم الإصلاحات التشريعية والتنظيمية، وجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين كأن تقدم حوافز للمقدمين على التعامل في السوق المالي.

8 تعزيز عرض أدوات السوق: ويتمثل الهدف الرئيسي للسياسات المتعلقة بالتأثير على عرض الأوراق المالية والعمل على تنشيط إصدار حجم واسع ومتنوع من هذه الأدوات والسعي للحفاظ على قدرة السوق على امتصاصها ويمكن ذلك عن طريق مايلي:

\*الأسلوب الإلزامي: من خلال الأحكام التشريعية المتمثلة في مطالبة بعض المشروعات بإصدار أو طرح أسهمها للاكتتاب العام أو الإدراج التلقائي في البورصة عندما يصل رأس المال هذه الشركات إلى حد معين.  
\*الأسلوب التشجيعي: المتمثل في السياسات الضريبية التي تحفز على التوسع في الإصدارات الجديدة لتخفيف اتجاه الأفراد إلى الاستهلاك. كما تلجأ بعض الشركات إلى إعادة استثمار بعض أرباحها ليس بتحويلها إلى احتياطات لكن بتوزيع جزء من الأرباح في شكل أسهم مجانية، كما يمكن أن تطرح الحكومات أسهم بعض الشركات المملوكة لها للاكتتاب العام وخصوصا في الدول التي تفنقر إلى رأس المال.<sup>(1)</sup>

9 - بالنسبة للأدوات الاستثمارية والتي تخلق أساسا من قبل وحدات الاقتراض سواء كانت وسيطا ماليا أو شركة إنتاجه فإنها لكي تجذب المدخر (المستثمر) يجب إن تتمتع بثقته من حيث سلامتها وربحيتها وسيولتها، كما يجب أن تلائم إمكاناته المالية من حيث قيمتها وفئاتها وأجالها، ولهذا فان تواجد الأدوات المالية المنخفضة الخطر والمربحة، والمتنوعة الأجل والفئات سواء كانت أدوات نقدية كالودائع وشهادات الإيداع... الخ، أو أدوات رأس المال كالأسهم والسندات تعتبر ضرورية من اجل تحقيق هدف جذب المدخرات الوطنية، كما يتطلب هذا الدور أيضا قيام السلطات الرسمية بالتدخل لتنظيم وتقنين هذه الأسواق المالية عبر مؤسساتها بحيث تهدف إلى ما يلي:

- حماية المدخرين (المستثمرين) وأموالهم من عمليات التلاعب والمقامرة.

(1) سامي مباركي، مرجع سابق، ص12.



- تسهيل حركة انتقال الأموال من المدخرين إلى المقترضين لتوظيفها في النواحي المنتجة  
المشروعة.

10 - دعم الأسواق المالية العربية بتحقيق نوع من التنسيق المتكامل بين المؤسسات المالية العربية الإقليمية والوطنية، وتقليل الاعتماد الأسواق المالية الأجنبية.

11 - إعداد الدراسات المتخصصة بغرض تقييم إمكانيات الربط بين الأسواق المالية العربية في ضوء إصدار وتسجيل تداول الأوراق المالية المطبقة حالياً في الدول الأعضاء وبيان أنظمة الرقابة على النقد وتحرير أسعار الصرف ودعوة ممثلين عن الحكومات والمؤسسات لمناقشة نتائج هذه الدراسات والتقدم بالتوصيات اللازمة بشأن إمكان الاتفاق على الحدود الدنيا اللازمة لقبول البورصات العربية وإدراج الأوراق المالية في أكثر من بورصة واحدة.

12 - يعتبر تطوير الأسواق المالية العربية من بين أهم النقاط التي تم بحثها في لقاءات واجتماعات محافظي البنوك المركزية العربية، ففي الاجتماع الرابع لمحافظي البنوك المركزية خلال الفترة 24-27/09/1979، تقرر في هذا الاجتماع أن يتولى صندوق النقد العربي اتخاذ ما يلزم لوضع الدراسات والإجراءات الكفيلة بالعمل على تنفيذ توصيات اللجنة الثمانية المشكلة في الاجتماع السابق لمحافظي البنوك المركزية العربية بشأن تطوير الأسواق المالية العربية.<sup>(1)</sup>

13 - في الاجتماع السادس لمحافظي البنوك المركزية للدول العربية ورؤساء السلطات النقدية الذي تم انعقاده في تونس للفترة 28-29/8/1981، تم اتخاذ توصية بقيام صندوق النقد العربي بزيارات تشاورية تهدف إلى دراسة الأسواق المالية العربية و التعرف على الكيفية التي يمكن بواسطتها تطوير تلك الأسواق والتفكير بإصدار نشرة دورية تستعرض الأسواق المالية والنقدية العربية الأخرى.

أما في الاجتماع السابع الذي انعقد في أبو ضبي للفترة 18-19/8/1983، فقد تم اتخاذ توصية في هذا الخصوص تتضمن ضرورة مواصلة صندوق النقد العربي جهوده للاتصال بالدول الأعضاء والتعاون معها لدعم وتطوير الأسواق المالية المحلية.

(1) حسني علي خريوش وآخرون، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق (دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011)؛ ص 290-291.

14 -استعانة الصندوق ببعض الخبرات الدولية بوضع إستراتيجية في مجال تطوير الأسواق المالية العربية والتنسيق فيما بينها تركز على محورين:

الأول: يهدف إلى تطوير هياكل السوق المالية لكل بلد عربي على حدة ويشمل ذلك تطوير القوانين التي تحكم المؤسسات القائمة في الأسواق وتوفير المعلومات المالية والإحصائية اللازمة لعملها، مع الأخذ بعين الاعتبار ضرورة تقارب القوانين والإجراءات وانسجامها بين القطر المعني وبقية الأقطار العربية.

الثاني: العمل على التقريب التدريجي بين الأسواق المالية العربية وذلك من خلال تبادل الإصدارات من الأسهم والسندات لتهيئة الظروف المناسبة فيما بعد للربط بين الأسواق العربية وتيسير تدفقات رؤوس الأموال بينها.

بناء على تلك الإستراتيجية وضع الصندوق خطة عمل تهدف للقيام بثلاث مهام رئيسية من أجل تطوير الأسواق المالية العربية وهي:

1. المسح الشامل والتقييم الدقيق والمقارن للأوضاع القانونية والمؤسسية للأسواق المالية في الدول الأعضاء بهدف تطويرها والتنسيق بينها.
  2. إعداد إطار قانوني لسوق مالية نموذجية للاستفادة منها في مساعدة الدول الأعضاء على تطوير تشريعاتها وقوانينها المتعلقة بأسواقها المالية.
  3. تقديم المساعدة الفنية للدول الأعضاء في ميدان إنشاء أسواق مالية محلية بالنسبة للأقطار التي ليس لديها مثل تلك الأسواق وتطوير الأسواق الموجودة وتنشيط عملياتها بالنسبة للأقطار الأخرى.
- (1)

### المبحث الثاني:الأزمات في الأسواق المالية العربية.

يعتري التنمية الاقتصادية عقبات تحول دون تحقيقها ولعل أبرزها وأهمها هو ما يتعلق بعدم استخدام آليات مناسبة لتمويل التنمية، وتعزيزها خاصة في الدول العربية، حيث لا تزال هناك بعض الدول العربية تعتمد على أساليب تقليدية لتمويل اقتصادها.

(1)حسني علي خريوش وآخرون، مرجع سابق، ص ص293-294.

من جهة أخرى فإن هناك دول بدأت تعتمد على أسلوب تمويل جديد وهو التمويل عن طريق الأسواق المالية، وذلك من خلال تفعيل أسواقها المالية.

### المطلب الأول: الأزمات و الأسواق المالية العربية.

خلفت الأزمة المالية العالمية أثارا كبيرة بالنسبة لاقتصاديات الدول المتقدمة التي ضربتها ولم تكن الاقتصاديات العربية في منأى عن أثارها السلبية، فإن أغلبية الدول العربية قد تأثرت سلبا بتداعيات هذه الأزمة ولو بدرجات متباينة وحسب خصوصية كل بلد ودرجة انفتاح اقتصاده وارتباطه بالخارج، لذلك كان لابد من الاستفادة من أزمات الأسواق المالية العالمية والعربية، ، ومعرفة سبل مواجهتها.

### الفرع الأول: بعض أزمات بورصات الأوراق المالية العربية.

إن التعرف على الأزمات في الأسواق المالية العربية يمكننا من معرفة نقاط الضعف التي تكمن

داخلها،

ومحاولة تقويتها من اجل تجنب الوقوع في أزمات جديدة مستقبلا، ومن أهم الأزمات التي عرفت الأسواق المالية العربية.

### أولا: أزمة بورصة بيروت في منتصف الستينات.

تعرضت بورصة بيروت إلى أزمة في منتصف الستينات، انعكست بوضوح على حجم التبادل في الردهة، حيث تراجع حجم التعامل وتدهورت أسعار الأسهم.

فقد عرفت البورصة أعلى حجم لمبادلاتها عام 1964 (81 مليون ليرة لبنانية) والذي هبط ليصل إلى (8 مليون ليرة لبنانية ) عام 1967، ثم إلى أدنى حجم لهذا العام 1969 (1مليون ليرة ) ومن بين أسباب هذه الأزمة :

- 1 ضعف حماية المستثمر بسبب ضعف الرقابة والإعلام على الشركات.
- 2 الأحداث السياسية والعسكرية في المنطقة وزيادة حدة التضخم وانعكاساته السلبية على الاستثمار في البورصة ، سواء بالنسبة لتراجع حجم التعامل أو تدهور أسعار بعض الأسهم.<sup>(1)</sup>

### ثانيا: أزمة سوق المناخ بالكويت عام 1983.

(1) زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، (دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، 1429)؛ ص186.

نشطت حركة التعامل في سوق الأوراق المالية بالكويت نتيجة للمضاربات الحادة خلال النصف الثاني من عام 1976، ويعزى ارتفاع الأسعار والتداول إلى نمو سريع وكبير في السيولة المحلية، وفي عام 1977 عانى السوق من ضعف السيولة، نتيجة امتصاص جزء كبير منها بواسطة الشركات العقارية ومعظم البنوك التي زادت رؤوس أموالها عن طريق طرح تلك الزيادات للاكتتاب العام، الأمر الذي أدى في النهاية - ضمن عوامل أخرى - إلى حدوث الركود وانكماش التداول وانخفاض الأسعار، وقد نجم عن هذا الموقف أزمة تطلبت تدخل الحكومة بإجراءات محددة، منها وقف تأسيس شركات مساهمة جديدة، وعدم السماح بزيادة رؤوس أموال الشركات القائمة إلا في أضيق الحدود. وقد انعكست هذه الإجراءات على مسلك المستثمرين أصحاب رأس المال الفائض في البحث عن قنوات أخرى لاستثمار هذا الفائض، فكانت فكرة إنشاء شركات مساهمة خليجية مراكزها الرئيسية في بلدان الخليج المجاورة وبرؤوس أموال كويتية . وقد سمح لمواطني دول مجلس التعاون الخليجي بالمساهمة في الشركات الخليجية، كما سمح للمواطن العربي بالمساهمة في البعض منها، وتم تأسيس معظم هذه الشركات خلال الفترة (1979-1981).

### ثالثاً: أزمة البورصة المصرية عام 1995 .

شهدت البورصة المصرية ارتفاعات كبيرة في أسعار الأسهم، وقد سعت الهيئة العامة لسوق المال إلى إصلاح وتطوير نظم وأساليب الرقابة على التعامل في البورصة، واتخذت أحياناً قرارات بوقف تداول بعض الأسهم بعد أن تأكدت أن ارتفاع أسعارها كان غير معقول وغير مبرر، وبعد اقتناعها بأن الارتفاع الكبير في أسعار تلك الأسهم كان ناجماً عن مضاربات وليس عن أساسيات السوق. وقد أدى هذا الارتفاع مع تحديد سقف الارتفاع والانخفاض السعري اليومي (لا يتجاوز 5%) إلى نشوء سوق مواز لتداول الأسهم خارج مقصورة التعامل الرسمي، هرباً مما يراه بعض السماسرة و المتعاملين من القيود السعرية، نظراً لقلّة المعروض من الأسهم، وهو الأمر الذي يعوق المعاملات داخل البورصة .

فمع الصعود المطرد لأسعار الأسهم، بدأت أعداد متزايدة من المتعاملين تعمل على تحويل مدخراتها من البنوك إلى الأوراق المالية حتى إن طرح إصدارات جديدة كان يجتذب أعداداً كبيرة من المستثمرين سعياً لشراء بضعة أسهم .<sup>(1)</sup>

وبعد الارتفاعات الكبيرة في أسعار الأسهم خلال عام 1994، فقد شهد عام 1995 والنصف الأول من عام 1996 انخفاضات في الأسعار، مما أدى إلى أزمة في البورصة المصرية، حيث ارتفاعات في

(1) المرجع السابق، ص 191.

أسعار الأسهم بصورة غير عادية ، ثم تدهور وهبوط في الأسعار وآثارها السلبية التي انعكست على المستثمرين والشركات وسوق المال والقطاعات الاقتصادية.

#### رابعاً: أزمة سوق الإمارات للأوراق المالية عام 1998.

شهدت سوق الأوراق المالية غير الرسمية في دول الإمارات العربية المتحدة أزمة في صيف عام 1998، وامتدت آثارها لعامي 1999 و2000.

لقد كان تداول الأسهم في سوق الإمارات غير الرسمي خلال عقد الثمانيات والنصف الأول من التسعينات حكراً على مجموعة من تجار الأسهم. والنصف الثاني من التسعينات شهد السوق زيادة عدد الشركات المساهمة، وتحسن أداء ونتائج أعمال الشركات بصفة عامة ، وزيادة الوعي بالتعامل في الأسهم، مما أدى إلى تزايد عدد المستثمرين والمضاربين في السوق حيث انتعاش حركة البيع والشراء، ومن ثم تضاعف أسعار الأسهم

ونظراً لارتفاع مستويات الأسعار لجميع الأسهم بصورة مبالغ فيها نتيجة المضاربات فقد أدرك المستثمرون والمتعاملون في السوق ذلك ، مما أدى إلى موجة بيع كبيرة لجني أكبر قدر من الأرباح ، فتدهورت أسعار الأسهم بشكل كبير نتيجة الركود الشديدة وفقدان الثقة في السوق واستمرار حالة التراجع في الأسعار التي امتدت لفترة طويلة، مما أدى إلى خسائر كبيرة للشركات المساهمة التي يتم تداول أسهمها في السوق ، حيث وصل حجم خسائر أسهم الشركات المساهمة بسوق الإمارات 43.5 مليار درهم من قيمتها السوقية خلال الفترة من 13 سبتمبر 1998 النهاية ديسمبر 2000 .<sup>(1)</sup>

#### الفرع الثاني: آثار الأزمات على الأسواق المالية العربية.

انعكست تداعيات الأزمة على اقتصاديات الدول، ومنها الدول العربية باعتبار أنها جزء من منظومة الاقتصاد العالمي وتربطه علاقات اقتصادية، ومن المؤكد أن درجة تأثيرها تختلف بين الدول العربية على حسب درجة ارتباطها واندماجها في الاقتصاد العالمي بشكل مباشر أو غير مباشر في المدى الطويل أو القصير .

وكانت دول الخليج من بين أكثر المتضررين لأنها تتميز بالأسواق المالية النشطة بالإضافة إلى الدول المصدرة للنفط، نتيجة انخفاض أسعار النفط في الأسواق العالمية، وبالتالي انخفاض الإيرادات والتي انعكست بشكل مباشر على الموازنات العامة، ومعدلات النمو الاقتصادي ومعدلات الاستثمار وهناك العديد من الاستثمارات قد توقفت وارتفعت بالتالي معدلات البطالة، فتقديرات منظمة العمل العربية تقول بان نسبة البطالة

(1) المرجع السابق، ص 193.

وصلت إلى حوالي 14 ٪ من حجم القوة (1) العاملة وتوقعوا أن يصل عدد العاطلين عن العمل إلى ما يزيد على 25 مليون عاطل بحلول سنة 2010 .

**الأسواق المالية:** تعتبر أكثر المتأثرين عالميا وعربيا ،وهي تعكس مختلف التفاعلات مع هذه الأزمة من ضعف أوضاع المؤسسات المالية المتضررة إلى التوقعات السلبية لأداء الاقتصاد بشكل عام وما يترتب عليه من ضعف أداء الشركات ومختلف القطاعات إضافة إلى صعوبة وارتفاع تكاليف التمويل، وقد تطابق الانخفاض في الأسواق المالية العربية مع ما حدث في الأسواق العالمية الأخرى، ففي أسواق الخليج العربي ومصر والأردن كان الانخفاض بمعدلات مشابهة أو أعلى من التراجع في الأسواق الغربية، ولم يكن هذا مرتبطا فقط بانفتاح الأسواق للاستثمارات الأجنبية ، بل أيضا بسبب تماثل تداعيات الأزمة العقارية فيها، وحتى في غياب الاستثمار الأجنبي في البورصات العربية وعدم انغماس المستثمرين في مضاربات عقارية، فإن هناك قدرا من المحاكاة بين سلوك المستثمر الوطني والأجنبي، فإذا انهارت بورصة نيويورك تشاءم المستثمر العربي وقبض استثماراته، والعكس بالعكس، وبالمقابل نجد أن أسواق المغرب العربي، لم تتأثر كثيرا بتداعيات الأزمة الحالية ليس فقط للقيود المفروضة على تعاملات الأجانب بها، ولكن أيضا لعدم فتحها الكامل لميزان التحويلات الرأسمالية. (2)

على العموم لقد طالت آثار الأزمة المالية العالمية اقتصاديات كل دول العالم بلا استثناء، ولو بدرجات متفاوتة، وتتلخص العلامات البارزة لهذه الآثار في:

اختلال الميزان التجاري، عجز الميزانية العامة، انخفاض معدل النمو الاقتصادي، ارتفاع معدل البطالة...إلخ، وإن تأثر اقتصاديات الدول العربية بهذه الأزمة يعتمد على حجم العلاقات الاقتصادية والمالية لكل دولة عربية بالعالم الخارجي، ويمكن تقسيم الدول العربية إلى ثلاث مجموعات من حيث مدى تأثرها بالأزمة المالية العالمية:

- المجموعة الأولى: الدول العربية ذات درجة الانتفاخ الاقتصادي والمالي المرتفعة وتشمل دول مجلس التعاون الخليجي.

(1) حسين بورغدة، الأزمة المالية العالمية الأسباب والآثار والحلول المقترحة لمعالجتها. الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، سطيف بالتعاون مع مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورو مغاربي، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص14.

(2) ولد محمد عيسى، محمد محمود، آثار وانعكاسات الأزمة المالية الاقتصادية على اقتصاديات العربية. الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، سطيف بالتعاون مع مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورو مغاربي، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص 6.

- المجموعة الثانية: الدول العربية ذات درجة الانتفاخ الاقتصادي والمالي المتوسطة ومنها مصر والأردن وتونس.

- المجموعة الثالثة: الدول العربية ذات درجة الانتفاخ الاقتصادي والمالي المنخفضة ومنها السودان وليبيا. (1)

### المطلب الثاني: سياسات مواجهة الأزمة الاقتصادية العالمية في الدول العربية.

واجهت السلطات المعنية في كل قطر عربي آثار الأزمة العالمية بإجراءات متشابهة لكن ينفصها التنسيق والموقف الموحد حتى انعقاد قمة الكويت، ومن هذه الإجراءات إيجاد لجان وزارية أو لجان فنية أو خلايا أزمة لمتابعة الأزمة الاقتصادية العالمية وتأثيراتها، وقد بذلت الحكومات جهداً لثبات الثقة في الأسواق وطمأنة المودعين والمستثمرين والتقليل من الآثار السلبية للأزمة واتخذت إجراءات لتوفير السيولة أو لإنقاذ بعض المؤسسات المالية أو تشجيع الإقراض للمنشآت الصغيرة والمتوسطة، أو لدعم الاستهلاك أو إدخال تعديلات في عمل البورصات العربية أو تعديل في بعض برامج التنمية. وقد برز خلال الأزمة ووسائل مجابقتها حاجة ماسة إلى الشفافية في إدارة الاقتصاديات الوطنية وأسواق المال فيها أكثر مما هو متوفر حالياً كما أن المزيد من حوكمة المؤسسات أصبح أكثر من ضرورة، والأهم من ذلك إعادة النظر في خيارات التنمية وأولوياتها وفي معايير الاستثمارات للأمان والربحية والاستدامة .. وقد سقطت صروح مالية عالمية لم يكن يشك في جدارتها وكفاءتها بأية صورة كما أن الصورة المثالية لشركات التقويم والمراجعة الحسابية العالمية اهتزت بل إن الشكوك زعزعت واحدة من أركان النظام الليبرالي وهو الاحتكام إلى سعر الفائدة كمنظم رئيس للأسواق ، وأن الأسواق إذا تركت دون تدخل فهي قادرة لوحدها على تصحيح الخلل فيها ووجدت وسائل عمل تبنتها المصارف الإسلامية بمزيد من الاهتمام. وتجلت المواجهة العربية المشتركة لآثار الأزمة في نتائج قمة الكويت . فقد كانت الأزمة حاضرة بقوة في هذه القمة وانعكس ذلك على نتائجها، كما اتخذت قمة الكويت قراراً بشأن الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصاديات العربية. فإعلان الكويت أكد على: (2)

- إتباع سياسات نقدية ومالية تعزز من قدرة البلدان العربية على مواجهة الأزمة

(1) عيسى بن ناصر، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات الدول العربية . الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، سطيف بالتعاون مع مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورو مغاربي، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص7.

(2) حسين عبد المطلب الأسرج، الأزمة الاقتصادية العالمية وسياسات مواجهتها في الدول العربية. الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، سطيف بالتعاون مع مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورو مغاربي، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص 18.

التوجيه بتشجيع الاستثمار البيئي العربي.

- دعم الاقتصاد الحقيقي.

- تعزيز دور الصناديق والمؤسسات المالية العربية المشتركة والوطنية لتسهيل شروط منح قروضها

والمساهمة في تمويل مشاريع التكامل وتوفير التسهيلات الائتمانية للمشاريع المتوسطة والصغيرة

ومتناهية الصغر بما يسهم في مواجهة التحديات الاجتماعية.

ولعلاج الآثار الإضافية المتوقعة للأزمة العالمية في الدول العربية اقترح ما يلي:

- رفع معدل نمو الاستثمارات.

- زيادة إنتاجية وتنافسية قطاع الإنتاج الحقيقي.

- زيادة حجم الإنفاق الكلي.

- رعاية وتنظيم أنشطة تمويل وتنمية المشروعات الصغيرة ومساندتها.

- ضرورة وضع إستراتيجية واضحة لتعزيز الاستفادة من الاستثمارات العربية البينية بما يكفل تحقيق

الاستغلال الأمثل للموارد العربية.

- تنشيط وسائل تمويل الصادرات. (1)

إن الأزمات المالية الشديدة التي تحدث على مستوى العالم ليست كلها أزمات عالمية، لأن هناك أزمات

مالية كانت تضرب دولة واحدة فقط أو مجموعة دول في منطقة جغرافية محدودة فقط، وتكون اقتصادياته

مرتبطة ببعضها إلى حد ما. وبالنسبة للدول العربية، فإنه من الأفضل قيامها باتخاذ ما يلزم لتفادي وقوع

أزمة مالية كالتى ضربت النمر الآسيوية 1997.1998 وذلك على الدول العربية بان تتخذ مجموعة

السياسات والإجراءات التي ينبغي أن يقوم بها كل بلد عربي على انفراد، وبما يحقق في النهاية الهدف الواحد

لدول المنطقة، فيقوم كل بلد عربي بالآتي:

1. إلغاء معوقات التصدير، وتأسيس نظام للمدفوعات يستند إلى سياسة نقدية منسقة، وتبنى أسعار

صرف واقعية.

2. تأسيس وتحديث البورصات وتطويرها فنيا وتنظيميا بما يساعدها على زيادة حجمها ومقدرتها

الاستيعابية. (2)

(1) المرجع سابق، ص 18.

(2) محمد عبد الوهاب العزاوي، عبد السلام محمد خميس. الأزمات المالية، مرجع سابق، ص 123.



3. إلزام المصارف والمؤسسات المالية بالالتزام بتطبيق المعايير المحاسبية الدولية والمحلية إن وجدت، وكذلك بمقررات الهيئات الدولية، وخاصة لجنة بازل، فيما يخص كفاية رأس المال.
4. إجراء تغييرات هيكلية في أنواع الصفقات التي تتم في أسواق العربية، باستحداث الأدوات المتطورة في التداول.
5. وضع ضوابط على التدفقات الرأسمالية من وإلى كل بلد عربي بشكل ينسجم وآليات السوق وضوابط تحكمها المصلحة العامة للحيلولة دون تحويل هذه البورصات إلى مؤسسات للمضاربة.
6. تطوير قوانين قيد الشركات في الأسواق المالية، وسن القوانين التي تعاقب الممارسات غير العادلة كالإشاعات داخل البورصات العربية. سن التشريعات المرتبطة بتوظيف رأس المال الأجنبي في الأوراق المالية المتداولة وتمييزها عن تلك المتعلقة باستضافة الاستثمارات الأجنبية المباشرة، والتي تثبت عدم توجهها لخلق الطاقات الإنتاجية الجديدة.
7. نشر الوعي الاستثماري بين أصحاب رؤوس الأموال والشركات، وضمان توفير المعلومات عن أنشطة الأسواق المالية العربية للمستثمرين العربية داخل الدول العربية وخارجها.
8. إن تعيد المصارف وبيوت التمويل العربية النظر في برامجها لمنح الائتمان، بما يسمح بإعطاء مزايا للقروض الإنتاجية مقارنة بالقروض الاستهلاكية، وهو ما سيجنبها مخاطر الديون المشكوك في تحصيلها إلى حد كبير، بالإضافة إلى ضمان توجيه هذه الأموال نحو مجالات إنتاجية تساهم في رفع معدل النمو الاقتصادي.
9. تشجيع إقامة المصارف الإسلامية التي أثبتت نجاحها رغم حداثة تجربتها وتزايد زبائنها في معظم الدول العربية والأوروبية أيضا خاصة بعد الأزمة المالية 2008 كأداة لتعبئة الأموال العربية، ودعم حركة الاستثمار المالي، مع تطوير هذه المصارف واتخاذ السياسات والتشريعات اللازمة لتذليل العقبات التي تواجه تطورها لتواكب المصارف التقليدية.
10. تشكيل مؤسسات متخصصة في التعامل مع العولمة الرأسمالية، وأجهزة للرقابة على حركة رؤوس الأموال من وإلى كل دولة عربية. (1)

(1) المرجع سابق، ص 124.

11. قيام كل دولة عربية بزيادة الإنفاق العام وبصفة خاصة الإنفاق العام الاستثماري ولاسيما في مشروعات البنية الأساسية لتنشيط الطلب الفعلي والخروج من حالة الكساد وتعويض الفقد في الوظائف.

12. تقوية البنوك المركزية وإعطائها الإستقلال حتى تتمكن من فرض رقابة شديدة على جميع البنوك ولاسيما فيما يتعلق بمنح الإئتمان.

13. اعادة النظر في العلاقات التجارية والاقتصادية مع الخارج والتوجه نحو الإستفادة من الأسواق الآمنة الجديدة في العالم ولاسيما تلك التي لم تتأثر نسبيا بالأزمة العالمية كما هو الحال مثلا في الصين و الهند والبرازيل و... إلخ

14. وعلى الدول العربية أيضاً أن تستفيد من هذه الأزمة وتعيد نظرتها إلى التعاون الاقتصادي العربي ولاسيما في مجال الاستثمار والتجارة الخارجية.<sup>(1)</sup>

وقد اتخذت البنوك المركزية العربية إجراءات وسياسات تحول دون انتقال تبعات الأزمة المالية للقطاع المصرفي العربي، حيث اتخذت العديد من الدول مجموعة من الإجراءات لمواجهة الأزمة المالية نذكر منها: الكويت فلأجل التخفيف من حدة التوترات في الأسواق المالية قامت الدولة بضخ مليار دينار كسيولة في الأسواق، وعرض البنك المركزي أموالاً ليلية واحدة، و لأسبوع، ولشهر بقصد توفير السيولة للبنوك خاصة بعد هبوط أسعار البورصة

وفي الإمارات منح المصرف المركزي الإماراتي قروض قصيرة الأجل بقيمة 50 مليار درهم ، أي ما يعادل 13.61 مليار دولار، وخصص المصرف تسهيلات للبنوك لاستخدامها كقروض مصرفية مما يعكس حجم التأثير الكبير الذي نال من البنوك الإماراتية التي تستثمر أموالها في الولايات المتحدة وأوروبا ومن جهة أخرى ولتدعيم حجم السيولة النقدية في البنوك قام بإعادة شراء كل شهادات الإيداع التي تبقى عن مدتها 14 يوم، وألغى بصفة مؤقتة الأيام الست للسحب على المكشوف من الحسابات الجارية قصد إتاحة السيولة للبنوك في الأجل القصير خاصة بعد أن أعلن بنك دبي الوطني تقليل منح القروض الكبيرة وخطط السداد.

(1) على لطفى، الأزمة المالية العالمية الأسباب - التداعيات - المواجهة، مارس، 2009، ص27. نظر يوم 2015/04/06،

أما في قطر وبغية تعزيز الثقة في سوق الأوراق المالية بالدوحة، قررت هيئة الاستثمار شراء ما بين 10-20% من رأسمال البنوك المدرجة في السوق لتعزيز ثقة الجمهور في الملاءة المالية للبنوك، وتم تدعيم ذلك بشراء أسهم محلية لدعم أسعار البورصة خاصة بعد الانخفاضات المتتالية التي عرفتتها وعزوف جماعي للمستثمرين، إلى جانب ذلك قامت بتخفيض أسعار الفائدة على أدوات السياسة النقدية وهو إجراء اتخذته معظم دول مجلس التعاون الخليجي للتقليل من تكلفة تمويل البنوك

وفي السعودية قامت السلطات بتقديم عشرة مليارات ريال للبنك السعودي للتسليف والادخار والذي يقدم قروضا للسعوديين بدون فوائد، كما أعلن البنك المركزي السعودي عن توفير أي سيولة نقدية تحتاجها البنوك، ومنحها خيار اقتراض ما قيمته 75% من الأوراق المالية الحكومية التي تبلغ قيمتها مائتي مليار، أي ما يعادل 53,1 مليار دولار، كما قرر البنك المركزي خفض معدلات الفائدة بنصف نقطة لتصبح 5%، وكذلك خفض معدل الاحتياطي الإجباري الذي ينبغي على البنوك التجارية المحافظة عليه مقارنة بودائعها بين 5-10%.<sup>(1)</sup>

(1) علي فلاح المناصير، وصفي عبد الكريم الكساسبة، الأزمة المالية العالمية حقيقتها، أسبابها، تداعياتها، وسبل العلاج، 2009، ص ص30-

31. نظر يوم 2015/04/06، 18:23 على الموقع [iefpedia.com/arab](http://iefpedia.com/arab)

### المبحث الثالث: تطور نشاط الأسواق المالية العربية.

إن تطوير وتنشيط الأسواق المالية العربية سيساعدها على أن تلعب دوراً أساسياً في استقطاب المدخرات وتوجيهها إلى أكثر الأوعية الاستثمارية كفاءة، وفي جذب رؤوس الأموال المهاجرة، وزيادة معدل تدفق رؤوس الأموال الأجنبية للمنطقة العربية.

وبالرغم من أن الأسواق المالية العربية قد حققت خلال الأعوام القليلة الماضية نتائج مشجعة جداً وأن الأجهزة المصرفية في الأقطار العربية تمكنت من تقوية قاعدتها الرأسمالية، إلا أنه ومع ذلك لا تزال في مراحلها الأولى بالمقارنة مع الأسواق المالية المتقدمة (وهي الدول التي تمتلك أسواق متطورة لرأس المال) بالنسبة لأحجامها والمجالات الاستثمارية التي توفرها .

#### المطلب الأول: مؤشرات الأسواق المالية.

يستخدم الاقتصاديون المؤشرات الاقتصادية للتعرف على الحالة الاقتصادية للدولة، حيث تساعد على معرفة ما يجري في الأسواق، وتكوين صورة عن تطورها كونها متوسطات وأرقام قياسية، ويمثل مؤشر السوق مقياساً شاملاً لاتجاه السوق، ويعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأوراق المالية كما تستخدم مؤشرات الأسواق كمعايير للأداء، حيث تقيس مستوى الأسعار بالاستناد على عينة من الأسهم يتم اختيارها بطريقة تعكس حالة السوق

#### الفرع الأول: ماهية المؤشرات المالية.

##### أولاً: مفهوم المؤشرات المالية.

يقيس مؤشر الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق، بالاستناد على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة، أو كلاهما. وغالباً ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة سوق رأس المال المستهدف قياسه. (1)

(1) عيسى محمد الغزالي، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون، الكويت، مارس 2004 السنة الثالثة، ص7.

وتعتمد مؤشرات الأسهم على متوسط سعر عينة من الأوراق المالية المختارة على أساس التمثيل بهم ، وذلك تقوم بتوفير الاتجاه العام لتطور السوق وتسهيل المقارنة بين أسواق الأخرى. وهناك عدة مؤشرات، مختلفة في أماكن مختلفة. ففي بورصة باريس لديها مجموعة كاملة من مؤشرات الأسهم التي صممت خصيصا لكل جزء من البورصة. أشهرها هي CAC 40، SBF 120 و 250 و Midcac وقد تم تصميمها في التعشيش المنطقي SBF 250 :يشمل 120 من SBF 120 القيم نفسها تضم أسهم 40 في CAC 40. (1)

كما يتعرف المستثمر على اتجاهات أسعار الأوراق المالية عن طريق ما يعرف بمؤشرات السوق، أو متوسطات السوق، وتعتبر مؤشرات السوق عن اتجاهات أسعار الأسهم المتداولة في بورصة الأوراق المالية وذلك على أساس متوسط أسعار الأسهم المتداولة في البورصة في وقت معين، وهذه المؤشرات تتغير طوال اليوم تماشيا مع عمليات البيع والشراء اليومية، وفي هذه الحالة فإن آخر الأسعار التي تصل إليها الأسهم تسمى بسعر الإقفال، وتوجد عدة مؤشرات معروفة في الأسواق المالية العالمية أهمها مؤشر DOW JONES و مؤشر CAC 40. (2)

ثانيا: أهمية المؤشرات وتقسيماتها.

### 1 أهمية المؤشرات وعلاقتها بالحالة الاقتصادية

إذا كان نشاط الشركات التي تتداول أوراقها المالية في سوق راس المال يمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة، وإذا اتسمت سوق راس المال بقدر من الكفاءة فإن المصمم بعناية لقياس حالة السوق ككل من شأنه ان يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة، كما يمكن لمؤشرات اسعار الاسهم ان تتنبأ بالحالة الاقتصادية المستقبلية وذلك قبل حدوث أي تغيير بفترة زمنية. وهناك مميزات تتصف بها اسواق الاوراق المالية، فعندما تكون حركة مؤشر أسعار الاسهم المتوقعة تتجه نحو الصعود، يطلق على سوق راس المال السوق الصعودية، وعندما تكون حركة المؤشر المتوقعة تتجه نحو الهبوط او التراجع يسمى السوق النزولية، ويتم وصف المضاربين في السوق على هذا الاساس، حيث عندما يتوقع المضارب ان السوق تاخذ المنحنى الصعود يسمى بالمضارب على الصعود، وإذا اعتقد ان الاسعار تتجه نحو الهبوط يوصف عندها بالمضارب على الهبوط، ويطلق على السوق بأنها صعودية عندما

(1) Jean-Marc Béguin, Arnaud Bernard, L'essentiel des techniques bancaires, (Eyrolles, paris,

2008) ;p 135 .

(2) غراية زهير، ترقو محمد، التحليل القياسي لاستجابة مؤشرات الأسواق المالية لديناميكية مؤشر داو جونز الصناعي، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02 / 2012، ورقة، ص128.

يزيد معدل العائد الذي تحققه وفقا للمؤشر على العائد على الاستثمار الحالي من المخاطر والذي عادة ما يقصد به معدل العائد على السندات الحكومية لمدة سنة واحدة، أما السوق النزولية فهي حين يكون معدل العائد الذي تحققه السوق وفقا للمؤشر اقل من العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر. (1)

## 2 تقسم المؤشرات من حيث الوظيفة الى:

- مؤشرات عامة : تهتم بحالة السوق ككل أي تقيس اتجاه السوق بمختلف القطاعات الاقتصادية، ولذلك تحاول أن تعكس الحالة الاقتصادية للدولة المعنية، خاصة إذا كانت العينة المستخدمة في تكوين المؤشر تمثل جميع الأسهم المتداولة، وأن جميع القطاعات ممثلة تمثيلا يعكس مساهمتها في الناتج الداخلي الإجمالي، وفي هذه الحالة يمكن القول أن سوق الأوراق المالية هي المرآة التي تعكس المكانة الاقتصادية للدولة.

- مؤشرات قطاعية : وتقتصر على قياس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين كقطاع الصناعة أو قطاع صناعة النقل أو قطاع الخدمات أو غيره من القطاعات، ومن الأمثلة على هذه المؤشرات مؤشر داو جونز للصناعة ومؤشر ستاندرد اندبور للخدمات العامة ومؤشر النفط والغاز.

## 3 تقسم المؤشرات من حيث إمكانية تداول إلى:

- مؤشرات متداولة : وهي مؤشرات يتم تداولها في أسواق الأوراق المالية، حيث تجاوز عدد هذه المؤشرات التي تتداول في أسواق خاصة بها 22 مؤشر عام 2002، وذلك بالرغم من أن أول بورصة من هذا النوع قد فتحت في كنساس سيتي بالوم.أ عام 1982 وكمثال على ذلك :مؤشر Nikkei225 ومؤشر Nasdaq100

- مؤشرات غير متداولة :وهي مؤشرات لا تتداول في البورصات مثل مؤشر داو جونز وكافة مؤشرات البورصات العربية. ويشار إلى وجود العديد من المؤشرات سواء من حيث طريقة الحساب أو الهدف أو القابلية للتحويل أو الجهة المشرفة، ولقد وصل تنوع وتطور المؤشرات إلى درجة إنشاء مؤشرات المؤشرات. (2)

## ثالثا: بعض مؤشرات الأسواق المالية الدولية.

(1) عيسى محمد الغزالي، تحليل الأسواق المالية، مرجع سابق، ص7.

(2) حسين قبلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم

التسيير، سطيف، العدد 11 عام 2011، ص 94.

يتوفر السوق المالي على مجموعة من المؤشرات العالمية وأشهرها مؤشر داو جونز ومؤشر ستاندرز وبورز، وسيتم التعرف على مؤشري داو جونز ومؤشر البورصة الفرنسية CAC 40 وطريقة حساب كلا منها.

### أولاً: مؤشر البورصة الفرنسية CAC 40 :

تعود نشأة المؤشر إلى 15 جوان 1988 ، حيث يتكون من أكبر 40 قيمة في البورصة الفرنسية، ويحتل ضمن أكبر 100 بورصة من حيث تداول رأس المال في السوق الأولي.

وتعادل قاعدة مؤشر CAC40 1000 نقطة في الأساس في 31 ديسمبر 1987، ويضم هذا المؤشر 212 شركة.

حيث يتم حساب المؤشر بالمعدلة التالية:

$$I_t = 1000 + \frac{\sum_{i=1}^n Q_{i.t} F_{i.t} f_{i.t} C_{i.t}}{K_t \sum_{i=1}^n Q_{i.0} C_{i.0}}$$

T: الزمن المحسوب فيه.

N: عدد الأسهم العادية في المؤشر.

$Q_{i.t}$ : عدد الأسهم في الزمن t.

$C_{i.t}$ : سعر السهم i في الزمن t.

$F_{i.t}$ : السعر المعوم للسهم i.

$f_{i.t}$ : الحد الأقصى للسهم i

$Q_{i.0}$ : عدد الأسهم i في مؤشر الأساس في يوم معين.

$C_{i.0}$ : سعر الأسهم i في مؤشر الأساس في يوم معين.

K: معامل تصحيح الرسملة في اليوم.

ثانياً: مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة **Dow Jones Industrial Average**: (1)

يعد مؤشر دو جونز لمتوسط الصناعة من أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعاً في بورصة نيويورك ، نشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت في 3 جويلية 1884 وذلك باسم الشخص الذي صممه وهو تشارلز دو Charles Dow وقد قام المؤشر في البداية على عينة مكونة من 09 أسهم لتسع شركات صناعية، ارتفع حجمها إلى 13 سهم في 26 ماي 1898 ، ثم إلى 20 سهم في عام 1916 ، وفي عام 1928 ارتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهم الحجم.

يتم حساب المؤشر وفق المعادلة التالية: (2)

$$DJIA_t = \sum_{i=1}^{30} P_{it}/D_{adj}$$

$DJIA_t$ : قيمة المؤشر في الفترة t.

$P_{it}$ : سعر السهم في الفترة t.

$D_{adj}$ : القاسم المعدل في الفترة t. (3)

الفرع الثاني: احتساب مؤشر صندوق النقد العربي.

يقوم صندوق النقد العربي باحتساب مؤشر مركب يقيس أداء الأسواق المالية العربية مجتمعة. كما يقوم الصندوق باحتساب مؤشر خاص بكل سوق. وهذه المؤشرات مرجحة بالقيمة السوقية باستخدام رقم باش المتسلسل. وتحتسب الأسعار بالدولار الأمريكي في نهاية الفترة. ويتم قياس التغير في قيمة المكونات، معدلة لاستيعاب التغيرات في القيمة السوقية الناتجة عن إضافة أو حذف أسهم من المؤشر.

### 1 الصيغة الرياضية.

تستند الصيغة الرياضية في حساب مؤشر الصندوق على رقم باش القياسي المتسلسل. والصيغة العامة

للمؤشر هي: عندما تكون  $i > 1$ .

(1) غراية زهير، ترقو محمد، مرجع سابق، ص ص 129-131.

(2) المرجع سابق، ص ص 129-131.

(3) حسين قبلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مرجع سابق، ص 100.



$$X_i = (M_i/B_i) * 100$$

$$B_i = B_{i-1} * M_i/M_{ad}$$

$$M_i = B_i \quad 100 = X_i \quad \text{عندما تكون } i=1$$

حيث:

$$X_i = \text{المؤشر عند الفترة } i$$

$$B_i = \text{القيمة السوقية عند فترة الأساس، أي عندما تكون } i = 1 \text{ (الفترة الأولى)}$$

$$M_i = \text{القيمة السوقية لمكونات المؤشر عند الفترة } i$$

$M_{ad}$  = القيمة السوقية المعدلة (تعديل لاستيعاب آثار إضافة أسهم جديدة للمؤشر، أو حقوق الإصدار، أو الإصدارات الجديدة من الأسهم، وحذف الأسهم).

القيمة السوقية (M): تساوي مجموع القيمة السوقية لكافة الأسهم المدرجة في المؤشر.

$$P_i * n_i = \text{القيمة السوقية لكل سهم}$$

حيث:

$$P_i = \text{آخر سعر تم تداول السهم به في الفترة } i$$

$$n_i = \text{عدد الأسهم المكتتب بها في نهاية الفترة } i$$

القيمة السوقية المعدلة (Mad): يتم تحديد القيمة السوقية المعدلة (Mad) الفترة  $i$  بموجب الصيغة

التالية:

$$M_{ad} = M_i - I_i - R_i - N_i + Q_{i-1}$$

حيث:

$I_i$  = القيمة السوقية للإصدارات الجديدة من الأسهم للفترة  $i$ . وتعامل الأسهم الناتجة عن تحويل الأوراق

المالية الأخرى معاملة الإصدارات الجديدة.

$R_i$  = القيمة السوقية لحقوق الإصدار عن الفترة  $i$ ، ويتم احتسابها وفق سعر السوق لكل سهم مضروباً

بعدد الأسهم.

$N_i$  = القيمة السوقية لأية أسهم جديدة قد يتم إضافتها إلى المؤشر خلال الفترة  $i$ .

$Q_{i-1}$  = القيمة السوقية لأية أسهم في المؤشر في الفترة السابقة والتي تم حذفها خلال الفترة  $i$ .

ويمكن حذف الأسهم من المؤشر، من خلال دمج الشركات أو إخراجها من قائمة الشركات المدرجة في السوق. (1)

## 2 مؤشرات لكل دولة (بالدولار الأمريكي).

تستخدم الصيغ أعلاه لاحتساب مؤشرات صندوق النقد العربي بالعملة المحلية لكل دولة. ويحتسب الصندوق مؤشرات بالدولار الأمريكي بتحويل أسعار السهم بالعملة المحلية إلى الدولار الأمريكي، ومن ثم يتم احتساب المؤشر.

## 3 المؤشر المركب.

يشمل مؤشر الصندوق المركب، مؤشرات الأسواق المالية في ثلاثة عشر سوقاً، وهي الأسواق في كل من الأردن، البحرين، تونس، السعودية، عُمان، الكويت، لبنان، مصر، المغرب، أبو ظبي، دبي، قطر وفلسطين. (2)

ويعتمد الصندوق في احتساب المؤشر المركب على منهجية احتساب المؤشر لكل دولة على حدة وذلك بمعاملة كافة الأسهم بالدول المشاركة في قاعدة البيانات وكأنها لدولة واحدة، ويتم احتساب المؤشر المركب بالدولار الأمريكي فقط وليس بالعملة المحلية.

## 4 طريقة اختيار العينات.

يتم اختيار الأسهم المدرجة في عينة المؤشر وفق الشروط التالية:

-القيمة السوقية.

-معدل دوران السهم.

-تصنيف الشركات قطاعياً.

الفرع الثالث: مؤشرات بعض الأسواق المالية العربية.

سيتم التعرف على مجموعة من مؤشرات الأسواق المالية العربية، وهذا على سبيل المثال، وكذا طريقة حساب كل مؤشر.

(1) أداء الاسواق المالية العربية، منهجية احتساب المؤشرات، موقع صندوق النقد العربي <http://www.arabmonetaryfund.org>

(2) المرجع السابق.

أولاً: مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية :

يقوم سوق الكويت للأوراق المالية باحتساب مؤشر الأسعار طبقاً للطريقة التي تقوم على معادلة المتوسطات الحسابية. وتعتمد هذه الطريقة على المعايير المعترف بها عالمياً لاحتساب المؤشر، وهي تقوم بالتوافق تلقائياً مع توزيعات الأرباح بطريقة دقيقة. و تنص المعادلة على التالي<sup>(1)</sup> :

$$\frac{\sum_{i=1}^n [(price_j | bace_j) \times corrector_j]}{n} \times Multiplier$$

N: هي عدد الأسهم المشتركة في المؤشر.

السعر price<sub>j</sub> هو سعر السهم الحالي .

سعر الأساس base<sub>j</sub> سعر إقبال السهم في تاريخ التأسيس.

المصحح corrector<sub>j</sub> لاحتساب أثر توزيعات الأرباح وتوزيعات الأسهم وهي تصحح كالتالي:

توزيعات الأرباح :المصحح = المصحح x السعر – الأرباح

توزيعات الأسهم :المصحح = (المصحح+ 1) x التوزيعات 100%

$$X_i = (M_i | B_i) \times G$$

$$B_i = (B_i - 1)(M_i | M'_i)$$

المؤشر الوزني :المعادلة العامة للمؤشر الوزني تحسب كالاتي:

I: الإطار الزمني بين التصحيحات المتتالية للقيمة السوقية في يوم الأساس .

( 1 ) غراية زهير، ترقو محمد، التحليل القياسي لاستجابة مؤشرات الأسواق المالية لديناميكية مؤشر داو جونز الصناعي، مرجع سابق،

$X_i$  المؤشر عند وحدة محددة، خلال الإطار الزمني  $i$

$B_i$  القيمة السوقية ليوم الأساس، خلال الإطار الزمني  $i$  ، حيث  $(1=i)$  في يوم الأساس في بداية أول

إطار زمني، وايضا  $B_i=M_i$ ، وكما أن قيمة المؤشر ستعادل  $G$ .

$B_i=1$  القيمة السوقية في يوم الأساس في الإطار الزمني قبل يوم الأساس الزمني الحديث .

$M_i$  القيمة السوقية الحالية في الإطار الزمني الحالي  $i$  .

$M'_i$  القيمة السوقية السابقة مباشرة قبل حدوث أي عامل يستوجب تصحيح في القيمة السوقية ليوم

الأساس

$G$  مضاعف المؤشر العالمي، وهذا لا يتغير حيث يتم تثبيته على 100 ، وقد يختلف عن مضاعف

المؤشر العالمي للمؤشر السعرية (يساوي 100).<sup>(1)</sup>

ثانيا: مؤشر البورصة المغربية **Masi**:

يتم حساب مؤشر الدار البيضاء وفقا للطريقة التالية :

$$I = 1000 \frac{\sum_{i=1}^n f_{i,t} F_{i,t} Q_{i,t} C_{i,t}}{B_0 K_t}$$

$T$ : الزمن المحسوب فيه.

$N$ : عدد الأسهم العادية في المؤشر .

$Q_{it}$  عدد الأسهم  $i$  في الزمن  $t$

$C_{it}$  سعر السهم  $i$  في الزمن  $t$

$B_0$  رأس المال في زمن الأساس.

$f . i t$ : السعر المعوم للسهم  $i$ .

$t$ : الحد الأقصى للسهم  $i$

$K$ : معامل تصحيح الرسملة في اليوم.

(1) المرجع سابق، ص 130.

### المطلب الثاني: نشاط الأسواق المالية العربية خلال 2003-2013.

نحاول من خلال هذا المطلب تحليل نشاط الأسواق المالية العربية خلال الفترة 2003-2013، والتركيز على الاتجاهات التي سجلها المؤشر المركب لصندوق النقد العربي، ومعرفة أهم التغيرات التي طرأت على الأسهم والقيمة السوقية وأهم الأسباب التي أدت إلى هذه التغيرات.

#### الفرع الأول: نشاط الأسواق المالية العربية خلال 2003-2007.

تم تقسيم الدراسة لفترتين، ما قبل الأزمة العالمية 2008 وفترة ما بعد، وهذا من أجل التعرف أكثر على تأثيرات هذه الأخيرة على نشاط الأسواق المالية العربية.

#### أولاً: نشاط الأسواق المالية خلال 2003.

حسب البيانات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية العربية إلى أن عام 2003، شهدت الأسواق المالية العربية مجتمعة تطوراً نوعياً وأداءً جيداً رغم الأجواء المتوترة التي شهدتها المنطقة العربية. ويعزى هذا الأداء إلى عدة عوامل إيجابية، منها الأداء الجيد لاقتصاديات الدول العربية من جراء ارتفاع أسعار تصدير النفط، واستمرار تدني أسعار الفائدة، وعودة بعض رؤوس الأموال العربية المستثمرة في الخارج. وبالإضافة إلى توسيع وتنويع المجالات الاستثمارية أمام المستثمرين، ولعل من أبرزها إقامة أسواق للسندات المالية التي تقوم بتمويل العديد من المشاريع الحكومية، وتسريع عمليات الخصخصة، وتفعيل عملية الشراء بالهامش في بعض الأسواق المالية العربية لتوفير المزيد من السيولة في هذه الأسواق كما تم وضع ضوابط وقواعد وآليات جديدة لقيود شركات المساهمة بالبورصات، ولتعزيز الشفافية والإفصاح وإتاحة المزيد من الحرية لخروج ودخول الشركات لأسواق الأوراق المالية العربية. بالإضافة إلى الجهود المبذولة لتحقيق التعاون والتقارب فيما بين البورصات العربية من جانب، وبينها وبين البورصات الأجنبية، من جانب آخر.

(1)

(1) صندوق النقد العربي، التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام

2003، الفصل السابع، ص 13 بموقع الصندوق [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae).

وتضمنت التطورات والمستجدات التي شهدتها الأسواق المالية العربية خلال هذا العام بوادر انتعاش الإصدارات الأولية والتي أدت إلى زيادة عدد الشركات المدرجة في هذه الأسواق وزيادة رؤوس أموال الشركات القائمة، لثما شملت هذه التطورات استمرار برامج الخصخصة وتشجيع الشركات العائلية على التحول إلى شركات مساهمة عامة لتوسيع قاعدة المساهمين وبالتالي تعزيز وضعها المالي . من جهة أخرى، استمر التطور التقني والفني في توفير التسهيلات التي تجعل عمل الوسطاء والمستثمرين أكثر دقة وسهولة، حيث قامت العديد من الأسواق المالية العربية بإدخال أنظمة تداول ومقاصة آلية، لثما قامت بعض الأسواق بتطبيق أنظمة تداول الأسهم عبر الإنترنت. واستمرت جهود الدول العربية في تعزيز الإفصاح وذلك من خلال اعتماد وتعميم المعايير الدولية المطلوبة بإلزام شركات المساهمة العامة المدرجة ، عند نشر بياناتها المالية ، الإعلان عن نتائج أعمالها والتطورات والمستجدات المتعلقة بأنشطتها بشكل دوري.

لثما تعمل هيئات وإدارة الأسواق المالية بصورة غير مباشرة لسلطة رقابية على كفاءة أداء الشركات، وتنتشر هذه الأسواق بيانات تفصيلية عن أداء الأسهم المدرجة فيها مما يساعد المستثمرين على معرفة اتجاه الأسعار لإضفاء المزيد من الكفاءة والشفافية والوضوح وسلامة وعدالة التعامل في الأسواق، سواء فيما يتعلق بنتائج أعمال و أنشطة الشركات المدرجة، أو فيما يتعلق بعمليات التداول في السوق.

نتيجة للتطورات التي شهدها عام 2003 وما رافقها من عوامل أخرى إيجابية ومن أهمها، تحقيق الشركات المدرجة في الأسواق العربية أرباحاً مجزية خلال عام 2003 ، فقد شهدت أسواق الأوراق المالية العربية تحسناً كبيراً في جميع مؤشراتنا.

فبالنسبة لحركة الأسعار، أظهر المؤشر المركب الذي يحتسبه صندوق النقد العربي لقياس أداء هذه الأسواق في نهاية عام 2003 مقارنة مع العام الذي سبقه، ارتفاعاً كبيراً بلغت نسبته 40.9 في المائة ليبلغ 141.9 نقطة . ويعتبر هذا المستوى أعلى مستوى بلغه مؤشر الصندوق منذ أن بدأ الصندوق في احتسابه في عام 1994 . أما بالنسبة لأداء أسواق الأوراق المالية العربية المشاركة في قاعدة بيانات الصندوق بشكل فردي، فقد ارتفعت مؤشرات الأسواق المالية الأربعة عشر المشاركة، بعد إضافة الجزائر والسودان إلى قاعدة البيانات، بنسب متفاوتة باستثناء مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية الذي انخفض بنسبة 2.3% وقد سجل سوق الكويت للأوراق المالية أعلى ارتفاع إذ بلغت نسبته 101.7 في المائة تلتها بورصة عمان بارتفاع

بلغت نسبته 61.7 ثم سوق الدوحة للأوراق المالية وبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء بارتفاع بلغت نسبته 54.8 %53.9%، على التوالي.<sup>(1)</sup>

### ثانيا: نشاط الأسواق المالية خلال 2004.

استمرت أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2004 في أدائها الجيد الذي حققته في عام 2003 وذلك نتيجة لاستمرار الظروف الاقتصادية المواتية في الدول العربية، حيث ارتفعت أسعار النفط العالمية إلى مستويات عالية واستمر تدني أسعار الفائدة . فقد أدت فوائض الإيرادات النفطية والطفرة في السيولة المحلية التي نتجت عنها زيادة الإنفاق الحكومي إلى زيادة الطلب على أسهم الشركات المدرجة في البورصات المحلية، وذلك في ضوء استمرار تدني أسعار الفائدة . وزيادة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية مما عزز ثقة المستثمرين في تنشيط حركة أسواق الأوراق المالية في المنطقة، وشهد عام 2004 تطورا آخرًا تمثل في نشاط كثيف لمؤسسات وأدوات الاستثمار الإسلامية.

وارتفع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي من 141.9 نقطة عام 2003 إلى 215.7 نقطة، أي بزيادة نسبتها 52% ويعد هذا المستوى من أعلى المستويات التي بلغها مؤشر الصندوق منذ البدء في احتسابه في عام 1994 ، وهذا عائد بشكل أساسي إلى زيادة السيولة، بالإضافة إلى النتائج الإيجابية التي حققتها غالبية الشركات المساهمة العامة المدرجة في الأسواق العربية خلال العام.

وبالنسبة للأداء الفردي للأسواق، فقد ارتفعت في نهاية عام 2004 جميع مؤشرات الأسعار التي يحتسبها الصندوق لهذه الأسواق، باستثناء مؤشر بورصة الجزائر الذي انخفض بنسبة 2.3% وقد سجل مؤشر سوق دبي المالي أعلى ارتفاع من بين الأسواق المالية العربية بلغت نسبته 124% واحتل أداء سوق الأسهم السعودي الترتيب الثاني من حيث الارتفاع وذلك بواقع 103.3%، ثم مؤشر سوق المال بمصر بنسبة 70.9%.<sup>(2)</sup>

### ثالثا: نشاط الأسواق المالية خلال 2005.

استمرت أسواق الأوراق المالية العربية في أدائها جيدا خلال عام 2005 لثما شهدت هذه الأسواق مواصلة الجهود الرامية إلى تطوير التشريعات والقوانين والأنظمة التي تحكم عملها واعتماد نهج الخصخصة وتحويل ملكية هذه الأسواق تدريجيا إلى القطاع الخاص . فعلى سبيل المثال، تم في ديسمبر 2005 الإعلان

(1)المرجع السابق، ص18 .

(2)صندوق النقد العربي، التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام

2005 ،الفصل السابع، ص 16 بموقع الصندوق [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae) .

عن تخصيص نسبة 20 % من سوق دبي المالي للاقتتاب العام، وبذلك تكون أول سوق عربية تطرح نسبة من أسهمها منها للاقتتاب العام، كما ازداد عدد المستثمرين في هذه الأسواق بصفة مباشرة بشكل كبير وذلك نتيجة لتوفر السيولة، خاصة في الأسواق الكبيرة نسبياً في دول مجلس التعاون الخليجي، والذي ساهم في زيادة حجمها لاستمرار الارتفاع في أسعار النفط في الأسواق الدولية. وارتفعت عمليات المضاربة في بعض هذه الأسواق بصورة حادة، مما ساهم في ارتفاع الأسعار إلى مستويات عالية جداً، مما أسهم في حصول بوادر حركات تصحيحية في بعضها في أواخر عام 2005 ، الأمر الذي ساهم بشكل رئيسي في إبراز الحاجة إلى تطوير الأطر الرقابية والقانونية في هذه الأسواق بغية تقوية دورها، من جهة، وحماية المستثمرين ومدخراتهم، من جهة أخرى. (1)

كما شهد عام 2005 زيادة حجم الاستثمارات البنينة في أسواق الأوراق المالية العربية، مما أدى إلى حركة نشطة كبيرة في هذه الأسواق مقارنة مع الأعوام السابقة . ولم تقتصر حركة الاستثمارات العربية البنينة بين أسواق الأوراق المالية المختلفة على المستثمرين الأفراد، بل وقيام العديد من شركات الاستثمار باقتناص فرص الربح في أسواق عربية غير الأسواق الأم.

وشهدت أسواق الأوراق المالية العربية مجموعة من التطورات و الأحداث الهامة خلال عام 2005 فيما يتعلق بزيادة مستوى الإفصاح وتعزيز الشفافية المطلوبة في الأسواق المالية.

وفي جانب آخر، شهدت البورصات العربية مجموعة من اتفاقيات التعاون المشترك فيما بينها وذلك لتبادل الخبرات، و الاستفادة من بعضها البعض ، بالإضافة إلى عملية تبادل الوفود والزيارات التي تتم بين البورصات بين فترة وأخرى، وتم في فيفري 2005 التوقيع على اتفاقية إنشاء البورصة العربية لتداول الأموال في خطوة من شأنها دعم التعاون الاقتصادي العربي وتسهيل انتقال رؤوس الأموال العربية، وزيادة حجم الاستثمارات المتبادلة في المنطقة العربية، والإسهام في إضافة سوق مال عربية موحدة مما يزيد من الفرص الاستثمارية و يسهل دخول المستثمرين العرب وجذب استثماراتهم إلى السوق العربية، وقد واصلت أسواق الأوراق المالية العربية أداءها الجيد في عام 2005 عقب الأداء التصاعدي للأسواق خلال العاميين السابقين مستفيدة من عدة عوامل أبرزها الزيادة الكبيرة في السيولة المحلية التي نجمت عن استمرار الارتفاع في الإيرادات النفطية وما رافق ذلك من توسع في الاقتتبابات العامة في الدول العربية مجتمعة، لذلك ساهمت الإصلاحات الاقتصادية في الدول العربية في تعزيز ملموس للنشاط التجاري والاقتصادي لهذه الدول، مما

(1) صندوق النقد العربي، التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام

2006 ، الفصل السابع، صص 132-133 بموقع الصندوق [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae) .



أثر بشكل إيجابي على أداء الشركات المدرجة في أسواق الأسهم وتعزيز فرص جذب الاستثمار الأجنبي إلى تلك الأسواق . وارتفع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي بنسبة 91.6 % بنهاية عام 2005 حيث بلغ 413.3 نقطة في نهاية عام 2005. (1)

#### رابعاً: نشاط الأسواق المالية خلال 2006.

شهدت أسواق الأسهم العربية خلال عام 2006 مجموعة من التطورات الهامة حيث واصلت الهيئات الرقابية للبورصات العربية العمل على وضع معايير متطلبات الشفافية وأخرى لمهنة الوسطاء ووكلائهم وتطبيقها بما يتفق مع توفير الشفافية، كما تعمل تلك الهيئات على وضع معايير للتأكد من سلامة متطلبات الإدراج وقواعد التداول، بحيث يسهم كل ذلك في زيادة لفاءة أداء الأسواق من حيث نشر وتوفير المعلومات الصحيحة والآنية.

لذلك عمدت بعض الأسواق إلى استكمال النظم التشريعية للسوق المالي من خلال وضع أسس ومعايير سليمة لتطوير أداء صناديق الاستثمار وإصدار لوائح لحوكمة الشركات بهدف تعزيز الثقة بالسوق وزيادة جاذبية الأوراق المالية المتداولة فيها، و تم أيضا التوقيع على اتفاقيات للإدراج المتبادل وتشجيع الاستثمار بين الأسواق بغرض تعزيز فرص تنويع المحافظ الاستثمارية لتوزيع المخاطر.

أما فيما يخص الأداء الكلي لأسواق الأسهم العربية، أظهر المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال عام 2006 انخفاضا كبيرا بلغت نسبته حوالي 42 % ليصل إلى حوالي 237 نقطة في نهاية عام 2006 مقارنة مع 413 نقطة في نهاية عام 2005 ، ويعزى التراجع في الأداء العام لأسواق المال العربية إلى عدة عوامل منها الارتفاع في أسعار الأسهم في معظم الأسواق العربية خلال العامين السابقين إلى مستويات قياسية، بعضها لم يكن طبيعياً نتيجة لضعف بنية هذه الأسواق، والبعض الآخر بسبب ضعف الدور الرقابي فيها، الأمر الذي استلزم تنفيذ إصلاحات هيكلية ورقابية في هذه الأسواق بغرض تصحيح مسار حركة أسعار الأسهم منذ أواخر عام 2005 وحتى نهاية عام 2006. (2)

#### خامساً: نشاط الأسواق المالية خلال 2007.

(1) المرجع السابق، ص 134.

(2) صندوق النقد العربي، التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام

2007، الفصل السابع، ص 143 بموقع الصندوق www.amf.org.ae .

شهد عام 2007 قيام بعض الدول العربية بإرساء قواعد للتعاون مع هيئات أسواق الأوراق المالية في الدول الأعضاء في المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال الإيوسكو (IOSCO) وذلك فيما يتعلق بتبادل الخبرات الفنية لدعم وتطوير دور الجهات الرقابية في الدول العربية. وفيما يخص الأداء الكلي لأسواق الأسهم العربية، فقد ارتفع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي بنسبة % 38.3 ليصل إلى 328.7 نقطة في نهاية عام 2007 مقارنة مع 237.7 نقطة في نهاية عام 2006 ، ولقد ارتفع عدد الشركات المدرجة في معظم أسواق الأوراق المالية العربية باستثناء مصر و لبنان، حيث تصدرت سوق الأسهم السعودية قائمة الزيادات بنسبة %25 تليها سوق دبي للأوراق المالية بنسبة %20 ثم المغرب بنسبة 16 %.(1)

كما ارتفعت القيمة السوقية للأسهم المتداولة في البورصات العربية إلى مستويات قياسية لتبلغ نحو 1,339 مليار دولار أمريكي في نهاية عام 2007 بزيادة قدرها 450 مليار دولار عن القيمة السوقية في نهاية عام 2006 وبالرغم من ذلك فلم تشهد أسواق الأوراق المالية العربية إصدارات جديدة للأسهم خلال العام 2007 .(2)

### الفرع الثاني: نشاط الأسواق المالية العربية خلال 2008-2013.

#### أولاً: نشاط الأسواق المالية العربية خلال 2008.

تعرضت للاقتصاديات العربية إلى الأزمة المالية العالمية وما ترتب عنها من ركود في اقتصاديات غالبية الدول المتقدمة والنامية خلال عامي 2008 و 2009 ولقد تباينت القنوات الرئيسية التي امتدت تأثيرات الأزمة من خلالها إلى الدول العربية، وذلك بحسب طبيعة اقتصادها ودرجة انفتاحها وارتباطها بالاقتصاد العالمي(3)

شهدت أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2008 تقلبات حادة على أعقاب الأزمة المالية العالمية وخاصة في ، النصف الثاني من عام 2008 فبعد التحسن النسبي في أداء الأسواق العربية خلال عام 2007

(1) صندوق النقد العربي، التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2008 ،الفصل السابع، صص 136-137 بموقع الصندوق [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae) .

(2) المرجع السابق، ص 137.

(3) صندوق النقد العربي، تداعيات الأزمة المالية العالمية على اقتصادات الدول العربية ، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2009 الفصل العاشر ،ص 143 بموقع الصندوق [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae) .

وفي بداية عام 2008 عاودت مؤشرات هذه الأسواق الهبوط وانخفضت أحجام التداول وخسرت الأسواق نحو 569 مليار دولار من إجمالي قيمتها السوقية خلال عام 2008 ، وانخفض المؤشر المركب لصندوق النقد العربي والذي يقيس أداء أسواق الأوراق المالية العربية ليصل إلى 166.2 نقطة في نهاية عام 2008 ، مقارنة مع 328.7 نقطة في نهاية عام 2007 ويعكس هذا الانخفاض التراجع الملحوظ في أداء غالبية الأسواق المالية العربية، من ناحية أحجام التداول والأسعار والقيم السوقية للأسواق، وتراجعت الأسواق العربية عموماً بنسب أعلى من نسب التراجع التي شهدتها معظم الأسواق الناشئة والدولية. (1)

### ثانياً: نشاط الأسواق المالية العربية خلال 2009.

كان قطاع أسواق المال العربية أكثر القطاعات تأثراً بالأزمة المالية العالمية، حيث تأثرت هذه الأسواق بشكل مباشر من خلال خروج الاستثمارات منها إثر هذه الأزمة وما أنتجته من أجواء عدم التيقن لدى جمهور المستثمرين ونظرتهم على هذه الأسواق وتوقعاتهم المستقبلية، كما تأثرت و بشكل غير مباشر، بالتباطؤ في النشاط الاقتصادي والاستثماري الحقيقي مما أثر ذلك على أداء الشركات المدرجة في هذه الأسواق وربحياتها.

ولقد كان أداء أسواق المال العربية خلال عام 2009 متفاوتاً حيث واصلت الأسواق العربية في الأشهر الأولى من العام تراجعها الذي بدأته خلال النصف الثاني من عام 2008 ، ومع بداية النصف الثاني من عام 2009 بدأت هذه الأسواق لكبقية الأسواق العالمية والناشئة، تعافياً، لتحقيق في نهاية عام 2009 ارتفاعاً، تمكنت من أن تعوض به جزءاً من خسائرها. إلا أن هذا الارتفاع كان أقل من الارتفاعات المماثلة التي سجلتها الأسواق الناشئة خلال العام، حيث تأثر هذا الارتفاع أو التعافي للأسواق العربية بأزمة مشكلة ديون شركات دبي في الأشهر الأخيرة من عام 2009 .

ومع تفاوت أداء الأسواق العربية وفقاً لمؤشرات أسعارها خلال عام 2009 ، فقد شهدت أيضاً الأسواق العربية تراجعاً ملحوظاً على صعيد الإصدارات الأولية، وكذلك على صعيد مستويات السيولة في الأسواق الثانوية، ومستويات ومؤشرات الربحية، كما انخفضت خلال العام تدفقات الاستثمارات الأجنبية إلى هذه الأسواق، ولم يقتصر ذلك على أسواق الأسهم، بل شمل أيضاً أسواق السندات والصكوك التي شهدت

(1) صندوق النقد العربي، التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام

2009 ، الفصل السابع ، ص 130 بموقع الصندوق [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae) .

تراجعا في نشاط إصداراتها الأولية خلال عام 2009 ، بالمقارنة مع الفورة التي شهدتها هذه الإصدارات في الأعوام السابقة.<sup>(1)</sup>

### ثالثا: نشاط الأسواق المالية العربية خلال 2010.

أدى التحسن في أداء الاقتصاديات العربية خلال عام 2010 إلى جانب التحسن الذي شهدته غالبية الأسواق المالية العالمية الناشئة إلى استمرار المنحنى التصاعدي التدريجي لمؤشرات أسواق المال العربية خلال عام 2010 بصورة عامة، غير أن هذه المؤشرات لم تصل إلى المستويات التي حققتها قبل الأزمة المالية العالمية في معظم الأسواق، ومن ابرز مظاهر التحسن عودة تدفق الاستثمار الأجنبي إلى الأسواق العربية في الربع الأخير من عام 2010، إلى جانب التحسن في نشاط الإصدارات الأولية بعد التراجع الذي شهده عام 2009، من جهة أخرى واصلت الهيئات والسلطات جهودها في تعزيز الحماية والرقابة والذي تمثل في إدخال ضوابط وتعليمات جديدة، بالإضافة إلى إعطاء المزيد من الاهتمام بمسائل تطبيق وممارسات الحوكمة السليمة وتنشيط التداول.<sup>(2)</sup>

### رابعا: نشاط الأسواق المالية العربية خلال 2011.

شهدت غالبية أسواق المال العربية اضطرابات حادة خلال عام 2011 فعلى الرغم من أن هذه الأسواق كانت قد افتتحت الأسابيع الأولى من عام 2011 على ارتفاعات، واصلت من خلالها تعافيا الذي بدأت خلال النصف الثاني من العام 2010 بعد فترة طويلة من الانخفاض، لكن مع اندلاع الاضطرابات في مصر في 25 جانفي عادت الأسواق المالية العربية لتتراجع من جديد، فقد تراجعت مؤشرات البورصات العربية بشكل ملحوظ ومتسارع عاكسة مخاوف المستثمرين من تداعيات هذه الأحداث، فقد خسرت هذه البورصات مجتمعة ما قيمته نحو 141 مليار دولار ما يقارب 14% من قيمتها السوقية، وقد دفعت هذه التطورات العديد من السلطات العربية لاتخاذ بعض الإجراءات سعيا وراء استقرار أسواقها المالية، وهو الأمر الذي ترافق مع تدخل صناديق الاستثمار المحلية في بعض البورصات العربية الكبيرة. وقد ساهم ذلك

(1) صندوق النقد العربي، التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2010، الفصل السابع، ص 155 بموقع الصندوق [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae).

(2) صندوق النقد العربي، التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2011، الفصل السابع، ص 140 بموقع الصندوق [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae).

في استعادة البورصات العربية جزءا من خسائرها السابقة، حيث تحسنت مؤشرات بعض هذه البورصات، فيما تقلصت حدة التراجعات في مؤشرات البورصات الأخرى، لتتكشف خسائر هذه البورصات مع نهاية الربع الأول إلى نحو 25مليار دولار فقط وقد استمر الاستقرار النسبي خلال الربع الثاني، حيث شهدت مؤشرات البورصات العربية انخفاضات نسبية محدودة، وذلك باستثناء تلك البورصات التي عرفت دولها اضطرابات سياسية، وقد عزز من هذا الاستقرار النسبي، ارتفاع تقديرات النمو الاقتصادي لأغلب الدول العربية وخاصة النفطية منها، مستفيدة بذلك من تحسن أسعار النفط.

ومن ثم جاء تفاقم أزمة مديونيات منطقة اليورو وما صاحبه من تداعيات انعكست سلبا على آفاق الاقتصاد العالمي وثقة المستثمرين، لتشهد البورصات العالمية والأسواق الناشئة تراجعات كبيرة. وقد تأثرت البورصات العربية، وخاصة تلك الأكثر ارتباطا بالأسواق العالمية بهذه التطورات، لتعاود مؤشرات أسعارها الانخفاض، إلا أن هذا الانخفاض في مؤشرات أسعار البورصات العربية خلال النصف الثاني من عام 2011، كان أقل نسبيا من الانخفاضات التي عرفتتها أغلب مؤشرات البورصات العالمية والناشئة خلال تلك الفترة، حيث كانت تلك البورصات أكثر تأثرا بتداعيات أزمة المديونية الأوروبية.<sup>(1)</sup>

#### خامسا: نشاط الأسواق المالية العربية خلال 2012.

شهد الربع الأول 2012 تحسنا ملموسا في أداء غالبية أسواق المال العربية، وذلك بعد سلسلة من التراجعات المتتالية التي عرفتتها أسواق المال العربية منذ ديسمبر من العام 2010 ولم يقتصر هذا التحسن في ارتفاع مؤشرات الأسعار فحسب، بل صاحبه أيضا ارتفاعا في القيمة السوقية وفي مؤشرات التداول والسيولة.

من جهة أخرى عرفت الإصدارات الأولية تفاوت بيت التراجع والتحسين حيث شهدت هذه الأسواق تراجع في الإصدارات الأولية خلال الربع الأول من سنة 2012، أما الربع الثاني من نفس السنة فقد عرف عودة النشاط في أسواق هذه الإصدارات، مما يعكس عودة الثقة والاستقرار بشكل تدريجي للأسواق المالية العربية، وزوال المخاوف التي كانت قد دفعت بالعديد من الشركات لتأجيل خططها بشأن الطرح الأولي في الأسواق المالية. إلا أنها عادت للتراجع خلال الربعين الثالث والرابع 2012.

عرفت بداية سنة 2012 عودة ملموسة للمستثمر الأجنبي إلى أسواق المنطقة، بعد أن شهد العام السابق هروبا واضحا لهذا المستثمر وخصوصا في الربعين الأول والثاني منه، والذي يعطي انطباعا جليا على أن

(1) صندوق النقد العربي، التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام

2012، الفصل السابع، ص ص 151-152 بموقع الصندوق [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae).

الأسواق المالية العربية ما زالت تشكل أسواق جاذبة للاستثمار لما تتمتع به من مقومات للاستقرار والنمو الاقتصادي. وفي نهاية السنة سجل الاستثمار الأجنبي بالبورصات العربية مجتمعة تدفق صائب (صافي بيع)، على الرغم من أن العديد من البورصات العربية قد سجلت صافي تدفق موجب للاستثمار الأجنبي خلال هذه الفترة.

من جانب آخر، شهدت أسواق الصكوك في الأسواق المالية العربية خلال 2012 تحسنا ملحوظا مقارنة مع الربع الأخير من العام الماضي، إلا أنها لم ترتق إلى مستواها المسجل في الربع الأول من العام 2011.

### 1. أداء البورصات ومؤشرات الأسعار.

سجل المؤشر المركب لصندوق النقد العربي، والذي يقيس أداء أسواق الأوراق المالية العربية مجتمعة، ارتفاعا بنسبة 8.2% خلال الربع الأول 2012، مقارنة مع مستواه المسجل بنهاية الربع الرابع 2011 وقد جاء أداء الأسواق المالية العربية متماشيا مع أداء معظم الأسواق المالية في الاقتصاديات المتقدمة والناشئة خلال تلك الفترة. فقد شهدت مؤشرات معظم الأسواق المتقدمة والناشئة الأخرى، تحسنا ملموسا خلال الربع الأول من العام 2012، حيث ارتفعت مؤشرات (Nikkei) و(S&P 500) بنحو 19.3% و 12.0% على التوالي، كما ارتفع مؤشري (CAC 40) و(FTSE- 100) بنحو 8.4 و 3.5% على الترتيب. أما على صعيد الأسواق الناشئة، فقد سجل مؤشر MSCI لدول شرق أوروبا، وأسواق أمريكا اللاتينية، وأسواق آسيا ارتفاعات بنسب 18.1 و 14.0 و 13.0% على التوالي خلال نفس الفترة. (1)

بالنسبة للأداء الفردي للأسواق المالية العربية فقد عرفت معظم الأسواق المالية تحسنا خلال الربع الأول من سنة 2012 فقد ارتفعت مؤشرات صندوق النقد العربي لغالبية هذه الأسواق، باستثناء أسواق كل من دمشق وعمان والدار البيضاء والجزائر. غير أنها بدأت في التفاوت بعد ذلك حيث انخفضت أسواق بعض الدول العربية خلال باقي السنة.

### 2. أحجام الأسواق و القيمة السوقية.

(1) صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الأول والثاني، 2012، الثامن والستون، والعدد التاسع والستون، ص 7.

شهدت القيمة السوقية الإجمالية للأسواق المالية العربية المدرجة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، انخفاضاً بنسبة 1.3% خلال هذا الربع الرابع، لتبلغ نحو 918.6 مليار دولار في نهاية ديسمبر 2012، مقارنةً بنهاية الربع السابق.<sup>(1)</sup>

ما بالمقارنة مع ديسمبر 2011، فإن القيمة السوقية الإجمالية لهذه الأسواق، سجلت ارتفاعاً بنحو 4.7%.

وفيما يتعلق بالقيمة السوقية لأسواق المال العربية بشكل فردي، فقد شهد التغيير في تلك القيم تفاوتاً ملموساً خلال الربع الرابع. 2012 فقد ارتفعت القيمة السوقية للشركات المدرجة في أسواق كل من الكويت ودبي ومسقط وعمان والمغرب والخرطوم وفلسطين وبيروت والجزائر، وقد سجلت أكبر هذه الارتفاعات في سوقى المغرب ومسقط بنحو 1.1 و 0.8 مليار دولار على التوالي، من جانب آخر تراجعَت القيمة السوقية في أسواق كل من السعودية ومصر وقطر وأبو ظبي والبحرين وتونس ودمشق، وقد كانت أكبر هذه التراجعات في بورصات كل من السعودية ومصر وقطر بنحو 5.0 و 4.9 و 2.3 مليار دولار على التوالي.<sup>(2)</sup>

وانطلاقاً من القيمة السوقية فإن السوق المالية السعودية تحتل المرتبة الأولى حيث تتصدر الأسواق المالية العربية، حيث بلغت القيمة السوقية لها في نهاية ديسمبر 2012، نحو 373.4 مليار دولار، وتمثل هذه القيمة نحو 40.6% من القيمة السوقية الإجمالية للأسواق المالية العربية، تليها في المرتبة الثانية، بورصة قطر بنحو 126.3 مليار دولار، ثم البورصة الكويتية بنحو 79.3 مليار دولار. تتبعها سوق أبوظبي بحوالي 77.6 مليار

دولار، فبورصتي مصر و الدار البيضاء بنحو 61.6 و 52.6 مليار دولار على الترتيب، ثم سوق دبي المالي نحو 49.5 مليار دولار وذلك في نهاية الربع الرابع. 2012 كما بلغت القيمة السوقية، لسوق مسقط نحو 30.3 مليار دولار، ولبورصة عمان نحو 27.0 مليار دولار، ولبورصة البحرين نحو 15.5 مليار دولار وذلك بنهاية الفترة نفسها.

بلغ عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية المشاركة في قاعدة البيانات 1466 شركة في نهاية الربع الرابع 2012، مقابل 1463 شركة بنهاية سبتمبر من نفس العام، مسجلاً بذلك ارتفاعاً.<sup>(3)</sup>

(1) المرجع السابق، ص 8.

(2) صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الثالث والرابع، 2012، العدد السابعون، العدد الواحد والسبعون، ص ص 7-8.

(3) صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع، 2012، العدد السابعون، ص 9.

## سادسا: نشاط الأسواق المالية العربية خلال 2013.

حققت مؤشرات أداء معظم الأسواق المالية العربية تحسنا حيث استمر الأداء الايجابي لغالبية الأسواق المالية العربية خلال الربع الرابع 2013 ، وبوتيرة أفضل مما كانت عليه بالربعين السابقين، ووصلت مؤشرات أسعار العديد من هذه الأسواق وقيمها السوقية، إلى مستويات قياسية جديدة لم تسجلها منذ الأزمة المالية العالمية في منتصف عام 2008 ، وقد رافق هذا التحسن تحسنا في نشاط الإصدارات الأولية من الأسهم، فقد سجل الربع الرابع 2013 تحسنا ملموسا في هذا النشاط من حيث العدد والقيمة، مقارنة مع الربع السابق، الذي كان قد سجل انخفاضا في هذا النشاط . (1)

كما تم خلال سنة 2013 ترقية بعض الأسواق المالية العربية إلى مرتبة أسواق ناشئة، إلى جانب تحسن أداء الأسواق المالية العربية مجتمعة، حيث كان أفضل من أداء جميع الأسواق المالية الناشئة، وقد سجل المؤشر المركب لصندوق النقد العربي الذي يقيس أداء الأسواق المالية العربية مجتمعة تحسنا بلغت نسبته 18.6% واستعادت هذه الأسواق ما قيمته 222مليار دولار من قيمتها الإجمالية السوقية، لتصل إلى نحو 1138مليار دولار في نهاية عام 2013، أي ما يعادل حوالي 41.6% من الناتج المحلي الإجمالي لمجموع الدول العربية.

من جهة أخرى عرفت سنة 2013 تحسنا في تدفق الاستثمار الأجنبي، حيث سجل الاستثمار لمجموع الأسواق المالية العربية صافي تدفق موجب (صافي شراء)، وهذا لأول مرة منذ 6سنوات. تواصل النمو الكبير في إصدارات الشركات العربية من السندات والصكوك، مما ساعد على زيادة الأهمية النسبية لهذه الأدوات في تمويل الشركات العربية. بلغ إجمالي التمويل المقدم للشركات العربية مجتمعة عبر السندات والصكوك نحو 31.6مليار دولار خلال عام 2013، مقابل 6.9مليار دولار تمويل عبر أسواق الأسهم (الإصدارات الأولية وزيادات رأس المال). (2)

## المطلب الثالث: آليات وإجراءات تأهيل السوق المالية العربية.

(1) صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع، 2013، العدد الخامس والسبعون، ص 7.  
(2) صندوق النقد العربي، التطورات النقدية والمصرفية وأسواق المال في الدول العربية، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2012، الفصل السابع، ص ص 155-156.



شهدت الأسواق المالية العربية عقب الإصلاحات التي تبنتها انفتاحاً معتبراً، وقد بدأ هذا الانفتاح أكثر وضوحاً اثر توقيع بعض الدول العربية على الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات في إطار المنظمة العالمية للتجارة حيث أصبحت أكثر انفتاحاً من ذي قبل.

### الفرع الأول: انفتاح أسواق المال العربية.

#### أولاً: السوق المصرية.

بموجب القانون رقم 95 لسنة 1992 سمح للأجانب بالاستثمار في الأسهم والسندات المتداولة في السوق المصرية، كما وقعت مصر على اتفاقية تحرير الخدمات المالية في عام 1997، ومن هنا كانت ملزمة على إزالة كافة القيود أمام مشاركة الأجانب في سوق المال، سواء في عمليات الاكتتاب أو شركات السمسرة والتجارة في الأوراق المالية أو المقاصة والتسوية، أو التسويق وتنشيط السوق أو إدارة محفظة الأوراق المالية والاستثمار، وإنشاء صناديق الاستثمار الجماعية ورأس المال المخاطر.

#### ثانياً: السوق الأردنية.

في إطار تشجيع الاستثمار الأجنبي، تم إلغاء الحد الأقصى لملكية الأجانب والبالغة 50% وأصبح المستثمرون غير الأردنيين يعاملون معاملة المستثمرين الأردنيين، وغداً من حقهم تملك جزء أو كامل أي مشروع أو شركة، باستثناء بعض القطاعات التي حدد الحد الأقصى لمساهمة الأجانب فيها بـ 50%. بلغت قيمة الأسهم المشتراة من قبل المستثمرين غير الأردنيين شهر جوان 2001 نحو 14.8 مليون دينار أردني 58.8% منها تم شراؤه بواسطة مستثمرين غير عرب.<sup>(1)</sup>

وقد قام المستثمرين الأجانب خلال نفس الفترة ببيع أسهم بقيمة 82 مليون دينار أردني، من جهة أخرى تم خلال عام 1997 لأول مرة إصدار شهادات إيداع GDR'S خارج الأردن لشركة البوتاس العربية بقيمة 32.5 مليون دولار في سوق لندن، وتم تغطية الإصدار بالكامل وفي سنة 1998 قامت شركة مناجم الفوسفات الأردنية بإصدار سندات في الأسواق الأوروبية بقيمة 141.2 مليون دولار وتمت تغطية هذه السندات بالكامل وبأسعار فائدة منافسة مما يعكس ثقة المستثمرين الدوليين بهذه الشركات المصدرة.

#### ثالثاً: سوق البحرين.

(1) نثدا جمال خطيب، مرجع سابق، ص 119.

يسمح لرأس المال الأجنبي بالمساهمة في رؤوس أموال شركات المساهمة البحرينية بموجب الأحكام الواردة في القوانين المنظمة لذلك، حيث يتضمن المرسوم رقم 10 لعام 1999 السماح لمواطني دول مجلس التعاون الخليجي بتملك وتداول ما نسبته 100% من رؤوس الأموال الصادرة والمدفوعة للمشروعات المساهمة العامة المسجلة لدى سوق البحرين للأوراق المالية. كما أجاز هذا القانون للمستثمرين الآخرين من غير مواطني دول مجلس التعاون بتملك ما نسبته 49% من رؤوس أموال الشركات .

#### رابع: السوق العمانية.

في خطوة استهدفت تعزيز السيولة في السوق العمانية، فتح المجال أمام المستثمرين الأجانب، فسمح لهم بالاستثمار في البورصة بنسبة تصل إلى 49%، ويجوز لوزير التجارة والصناعة أن يرفع نسبة تملك الأجانب إلى 65% إذا ما كانت هناك مصلحة تقتضي ذلك. كما خول القانون مجلس الوزراء رفع نسبة المساهمة للأجانب في بعض الأنشطة لتصل إلى 100% من المشاريع التي تسهم في تنمية الاقتصاد بشرط ألا يقل رأس المال عن 500 ألف ريال عماني.

وتعزيزا لتوجه الحكومة نحو تشجيع الاستثمارات الأجنبية، تم تعديل ضريبة الدخل فضلا عن خفض الضرائب على أرباح الشركات العمانية المشتركة مع الأجانب لتتساوى مع الشركات العمانية غير المشتركة، وقد أسهمت مثل هذه الإجراءات في رفع نسبة مساهمة غير العمانيين في رؤوس أموال الشركات المساهمة العامة المدرجة في السوق في نهاية 1997، حيث ارتفعت هذه النسبة لتصل إلى 11.7% خلال عام 1996، وواصلت ارتفاعها لتصل إلى 14.77% عام 1999.

#### خامسا: سوق الدوحة للأوراق المالية.

يسمح لمواطني دول مجلس التعاون الخليجي بالاستثمار في أسهم الشركات في قطاع الخدمات والصناعة بنسبة 25%

كما يسمح للأجانب عامة بالاستثمار في شركتين هما اتصالات قطر والسلام العالمية للاستثمار، كما سمح للأجانب لاحقا بالاستثمار في أسهم الشركات الأخرى من خلال صناديق الاستثمار.<sup>(1)</sup>

#### سادسا: بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء.

يسمح للأجانب بالاستثمار في بورصة الدار البيضاء، وليس هناك شروطا معينة لاستثمار الأجانب في الأوراق المالية للشركات المغربية، وإنما هناك امتيازات تمنح لهم كإعفاء من الضريبة على الأرباح بالنسبة

(1) نذا جمال خطيب، مرجع سابق، ص 120.

لأسهم وسندات الدين. أما بالنسبة لشركات الوساطة الأجنبية وقيامها بعمليات التداول في البورصة، فإن القانون لا يسمح لها بذلك إلا إذا قامت بافتتاح فرع لها في المغرب.

سابعاً: بورصة بيروت.

أقرت الحكومة اللبنانية مشروع قانون يقضي بدمج شرائح الأسهم المختلفة للمصارف اللبنانية في شريحة واحدة، حيث أن أسهم المصارف اللبنانية موزعة بين ثلاث شرائح وهي الشريحة "A" والتي يسمح للبنانيين فقط من أفراد وشركات تملكها ويجب ألا تقل عن 30% من أسهم المصرف ولا يحق تداولها إلا بموافقة مصرف لبنان، والشريحة "B" التي يحق للأجانب تملكها، إلا أنه لا يتم تداولها إلا بعد موافقة مصرف لبنان. أما الشريحة الثالثة وهي الشريحة "C" المدرجة في البورصة والمحددة بـ 30% كحد أقصى من مجموع أسهم المصرف، والتي يمكن تملكها وتداولها بحرية على أن لا تتجاوز حصة تملك الفرد الواحد منها 5%<sup>(1)</sup>

### الفرع الثاني: إجراءات تأهيل السوق المالية العربية

- تحديث أسواق المال التي كانت موجودة من قبل وتقلص دورها بسبب التوجه نحو الاقتصاديات المركزية.
- إنشاء بورصات جديدة في الدول العربية التي لم تكن لديها بورصات من قبل.
- قامت البورصات العربية بتجديد الأدوات الاستثمارية لخدمة مصالح المتعاملين، مثل بورصة عمان بالأردن.
- إنشاء شركات وساطة مساهمة متخصصة في صناعة الأوراق المالية (بيع وشراء الأوراق المالية لحساب الغير). حيث قامت دولة الإمارات العربية المتحدة بدراسة إنشاء سوق الأوراق المالية ونسب العمولات ودور الوسطاء. أما البحرين وسلطنة عمان اتفقتا على تبادل تسجيل الأوراق المالية في أسواق الأوراق المالية بها. وتسجيل لجان فنية لتوحيد المصطلحات وشروط إدراج الأسهم والإفصاح المالي وعمليات المقاصة والتسويات ونقل شهادات الملكية وتبادل المعلومات.
- قامت قطر بدراسة إمكانية إنشاء سوق للأسهم تشترك فيها كل من وزارة المالية والاقتصاد والتجارة وعدة وزارات أخرى. كما تسمح سوق الكويت للأوراق المالية بالتملك في الأوراق المالية لمواطني دول مجلس التعاون الخليجي.

(1) نذا جمال خطيب، مرجع سابق، ص 123

- قيام الهيئة العامة لسوق المال في جمهورية مصر بإعداد مؤشر عام للتداول في البورصة (القاهرة-الإسكندرية) من خلال 26 رقم قياسي تمثل القطاعات الاقتصادية المختلفة. كما تم الموافقة على إنشاء شركات للتعامل بالأوراق المالية.
- تم إصلاح بورصة المغرب وأنشأت شركة لإدارتها ومجلس للقيم المنقولة يتولى حماية الادخار، وإنشاء شركات استثمار وصناديق استثمار (1).

كل هذه الجهود بذلت من أجل تطوير الأسواق المالية لتكون مؤهلة لجذب الاستثمارات الأجنبية وتحقيق تنمية اقتصادية وتطوير اقتصادياتها والنهوض بالاقتصاديات العربية، ومنافسة الأسواق المالية العالمية القوية والكبرى.

- بعث الوعي الادخاري ولاستثماري لدى الفرد الجزائري. وذلك بتوعيته بأهمية هذه السوق بمختلف الطرق ووسائل التوعية و الإعلام وعلى مستوى المناهج التعليمية والتربوية.
  - وضع رقابة شديدة وتشريعات وقوانين صارمة معاقبة التصرفات غير القانونية وغير الرشيدة للمتدخلين في البورصة، بالإضافة إلى إحكام وتدعيم الرقابة على الشركات المساهمة بحيث تعكس بياناتها المالية المنشورة وضعيتها الحقيقية تدعيماً للثقة في نتائج أعمال الشركات مما يجلب المدخرين إليها.
- الفرع الثالث: الربط بين الأسواق المالية العربية.**

يعد حلم البورصة العربية الموحدة حلماً قديماً، حيث عملت الدول العربية على تحقيق حلم إنشاء سوق موحدة للأوراق المالية في الوطن العربي، حيث بدأ التفكير جدياً في إقامة السوق بعد انتصار حرب أكتوبر 1973، وتم طرح فكرة إنشاء السوق على جدول أعمال المجلس الاقتصادي العربي للمرة الأولى في دورته 22 في 14/12/1976 وقد تم اتخاذ قرار رقم 649 بإنشاء السوق، والذي يتضمن الموافقة من حيث المبدأ على فكرة إنشاء السوق النقدية والمالية العربية وتكليف مجلس محافظي البنوك المركزية العربية بالاشتراك مع الأمانة العامة لمجلس الدول العربية بالاستعانة بالخبراء المتخصصين لاستكمال الدراسات للنظر في الترتيبات اللازمة لإنشاء السوق.

(1) فريد النجار، المشتقات والهندسة المالية (الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009)؛ ص 188.

في عام 1982 تم إنشاء اتحاد للبورصات العربية في إطار جامعة الدول العربية وكان يضم أربع بورصات فقط في بدايته هي لبنان وعمان وتونس والمغرب.(1)

سعى اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية إلى تحقيق التعاون والربط بين الأسواق العربية لرأس المال وهذا من خلال مرحلتين :

**المرحلة الأولى:** امتدت منذ عام 1987 وحتى 1992، تركزت الجهود على تبادل تسجيل الأوراق المالية للشركات العربية بين أسواق رأس المال الأعضاء. إلا أن الدراسات الفنية والقانونية، التي أعدتها الأمانة العامة للاتحاد بخصوص تبادل تسجيل الأوراق المالية، قد أثبتت صعوبة تبادل التسجيل نظرا لاختلاف شروط الإدراج، وكذلك اختلاف القوانين المنظمة للاستثمار بين تلك الدول، واقتصار حق تملك الأسهم على مواطني تلك الدولة... كل هذه العقبات وغيرها وقفت حائلا أمام تبادل قيد الأسهم الشركات العربية بين البورصات أعضاء الاتحاد، وتجاوزا لمشاكل الإدراج بين البورصات وحفاظا على استقلالية كل بورصة في وضع قوانينها وأنظمتها، قدمت الأمانة العامة للاتحاد دراسة مقارنة بين شروط الإدراج في البورصات العربية لمحاولة إيجاد نقاط تقارب فيما بين هذه الشروط .

واستنادا لذلك تم وضع شروط عامة لإدراج الشركات في أكثر من سوق، إلا أن مسئولية البورصات فضلوا الإبقاء على الشروط المستقلة لكل بورصة وتعميم الدراسة على الأسواق المالية العربية لتتطلع عليها الشركات الراغبة في إدراج أسهمها.

**المرحلة الثانية:** إن الأسلوب العملي الذي تم التوصل إليه للربط بين بعض الأسواق العربية لرأس المال يبدو يسيرا، إلا أنه تطلب وقتا وجهدا كبيرين، فقد بذلت جهود كبيرة لانتهاج آلية جديدة يتسنى من خلالها للمستثمر العربي أن يمتلك وينتقل الأوراق المالية الصادرة والمسجلة في أي سوق عربية أخرى لرأس المال بأقل جهد وتكلفة وقد شهدت هذه المرحلة أول تجربة للربط بين الأسواق العربية المالية حيث تم التوقيع على اتفاقية للتعاون الثنائي بين سوق الكويت للأوراق المالية والهيئة العامة لسوق المال في مصرفي 1996 بهدف زيادة وتنمية التعاون المشترك فيما بينهما، وتشجيع الاستثمار في مجال الأوراق المالية وتذليل الصعوبات التي تعترضه.

(1) ياسر محمد جاد الله، سيد إبراهيم عبد الفضيل، الإفاق المستقبلية لأداء أسواق الأوراق المالية العربية في ظل العولمة الاقتصادية. المؤتمر العلمي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، أيام 6-8 مارس 2007، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ص 46.

واقترضت هذه الاتفاقية والتي انضمت إليها بورصة بيروت في نفس السنة بأن يعمل كل من السوق والهيئة وبورصة بيروت على تسهيل شروط وإجراءات طرح الأسهم المتداولة في كل منها وإدراجها في السوق المناظر له في الدولة الأخرى، والعمل على تنظيم عمليات التداول والتفاس في كل منها بما يضمن حصول أطراف الصفقات التي تتم في أي من الأسواق على حقوقهم. علاوة على تبادل المعلومات وتنظيم عمليات الإفصاح عن البيانات المالية الخاصة بالشركات المدرجة في البورصات أطراف الاتفاقية<sup>(1)</sup>.

من جهة أخرى يسعى صندوق النقد العربي إلى إنشاء سوق مالية ونقدية عربية موحدة، وكان هذا خلال الاجتماع الثالث لمحافظة البنوك المركزية العربية الذي تم انعقاده في عمان للفترة 19-21/1978، وذلك بناء على تكليف المجلس الاقتصادي والاجتماعي العربي وقد اتخذ هذا الاجتماع بمشاركة الأمانة العامة لجامعة الدول العربية التوصيات التالية:

1. ضرورة إنشاء جهاز توجيهي وترشيدي لبورصات الأوراق المالية القائمة في بعض الدول العربية يكون على شكل اتحاد لبورصات الأسواق المالية في هذه الدول، وقد تم تكليف الأمانة العامة لجامعة الدول العربية بإعداد مشروع نظامه الأساسي، وذلك بالاتصال والتنسيق مع مكاتب البورصات القائمة، وقد فرغت الأمانة العامة من وضع النظام الأساسي للاتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية في 30/01/1986.
2. تشكيل لجنة ثمانية من محافظي البنوك المركزية العربية أو من ينوب عنهم بالاشتراك مع ممثلين من الأمانة العامة الفنية للمجلس الاقتصادي العربي وصندوق النقد العربي واتحاد المصارف العربية لدراسة أوضاع الأسواق المالية العربية القائمة وأساليب تطويرها.
3. الإعداد لتنفيذ مخطط عملي شامل لتطوير الأسواق المالية العربية وتحقيق الربط فيما بينها على الأمد الطويل، ويأتي ذلك من خلال إعادة النظر في إستراتيجية الصندوق في مجال الأسواق المالية الذي بدأ عام 1986.<sup>(2)</sup>

#### الفرع الرابع: دعائم تنشيط البورصة العربية الموحدة.

هناك دعائم أساسية لتنشيط البورصة العربية الموحدة:

- فتح المجال أمام المبادرات الفردية والقطاع الخاص والمؤسسات في الدول العربية وتهيئة المناخ اللازم لتشجيعهم والمشاركة في النشاط الاستثماري.

(1) شذا جمال الخطيب، مرجع سابق، ص 109.

(2) حسني علي خريوش وآخرون، مرجع سابق، ص 292-293.

- ضرورة العمل على إيجاد الأطر التشريعية المرنة والتي تتلائم مع المستجدات والمتغيرات العالمية.
- تنوع أدوات الاستثمار المالي مما يزيد من فرص الاختيار أمام المتعاملين وفق مصالحهم واتجاهاتهم مما يجذب المزيد من المستثمرين.
- تطوير وتحديث البنية الأساسية والعمل على استخدام التطورات الحديثة في مجال الاتصالات وخاصة شبكة الانترنت.
- ضرورة العمل في ظل تكتل عربي أو إقليمي وتهيئتها لجذب الاستثمارات لتحسين السياسات الاقتصادية والاجتماعية والاهتمام بالمصادر التمويلية المختلفة وتوسيع البنية السياسية وتدنية معدلات التضخم وتحرير الاقتصاديات العربية من كافة الإختلالات الهيكلية والقيود والإجراءات الإدارية واستكمال برامج الخصخصة وربط حوافز الاستثمار.
- توجيه الاستثمار إلى الأنشطة التي تنتج بغرض التصدير، كذلك الأنشطة المكثفة للعمل.
- إعداد قاعدة بيانات شاملة وحديثة عن كافة المؤشرات الاقتصادية وإنشاء مكاتب لترويج الفرص الاستثمارية في كافة الدول العربية.
- ضرورة إنشاء منطقة استثمار عربية موحدة بهدف جذب رؤوس الأموال العربية بالخارج وتنمية الاستثمارات البينية.
- إنشاء سوق نقدية عربية موحدة تمكن البنوك والمصارف العربية من العمل داخل اقتصاديات الدول العربية دون معوقات.(1)
- ضرورة الربط بين الأسواق المالية وتطويرها مرتبط بتحرير الاستثمار فيما بينها من كل الحواجز والتعقيدات، بغية الوصول إلى سوق مالية عربية موحدة، ذات مزايا واعدة وعوائد مجزية، خاصة في ظل توجهات منظمة التجارة العالمية لتحرير التجارة في السلع والخدمات، بما فيها الخدمات المالية، وفي ظل قوى العولمة الحريصة على إزالة كل القيود القائمة في وجه الأسواق المالية الدولية.
- وعليه لابد من خلق سوق مالية توفر إمكانية تسهيل الاستثمارات في صناديق رأس المال المجازف والتي تقدم التمويل لشركات حديثة التأسيس. وقد تم ذلك عن طريق إنشاء سوق إقليمية شبيهة بسوق نازداك في الولايات المتحدة لإدراج أسهم الشركات حديثة التأسيس.

(1) ياسر محمد جاد الله، سيد إبراهيم عبد الفضيل، مرجع سابق، ص 49-50.

- كما تؤدي المصارف العربية دورا استشاريا وتمويليا هاما بالنسبة لعملية خصخصة المشروعات العامة، خاصة في ظل توجه عدة حكومات عربية لاستكمال خصخصة مرافق أساسية من قطاعها العام. (1)
- تنظيم أو ترتيب إصدارات أوراق مالية لصالح الحكومات والشركات العربية في الدول المساهمة، وذلك بشكل منفرد أو بالتعاون مع مؤسسات مالية عربية أخرى. (2)

---

(1) أحمد سفر، مرجع سابق، ص 85.

(2) جابر محمد محمد عبد الجواد، تفعيل تكامل البورصات العربية لتدعيم التكامل العربي مع الإشارة إلى بعض بورصات دول المجلس الخليجي، المؤتمر العلمي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، أيام 6-8 مارس 2007، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ص 35.



## خلاصة الفصل الثاني.

رغم تمتع الأسواق المالية العربية بإمكانيات كبيرة تمكنها من تطوير اقتصادها وامتلاك أسواق مالية متطورة، إلا أنها تختلف كثيرا فيما بينها سواء من حيث الظروف البيئية أو السياسية أو حتى الاقتصادية، فبالرغم الجهود المبذولة لتطوير أسواقها والاستفادة من إمكاناتها، إلا أنها لم تتمكن من محاربة النفائض التي تتميز بها من جهة، ومن جهة أخرى الظروف السياسية التي أصبحت أكبر عائق تعاني منه الدول.

ومن الملاحظ أن الأسواق المالية العربية مازالت لم تصل إلى الكفاءة التي تمكنها من تجنب الأزمات المالية أو على الأقل التخفيف منها، إذ يستلزم على الدول العربية استخلاص التجارب من البورصات العالمية، والعمل على الاستفادة من تطورات الأسواق المالية الدولية والتغيرات في الاقتصاد العالمي. وبسبب الدور الكبير الذي تلعبه الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية، قامت بعض الدول العربية بمجموعة من الإصلاحات في أسواقها المالية وذلك من أجل النفتح على باقي أسواق العالم والاستفادة من الامتيازات التي تمنح لبعض الدول خاصة المنظمة لبعض التكتلات، وذلك لتعزيز اقتصادها حيث تقوم الأسواق المالية بدفع عملية التنمية الاقتصادية والنمو الاقتصادي من خلال القيام بمجموعة من الوظائف وتوسيع الدول العربية إلى تحقيق هذه الوظائف مثل تعبئة المدخرات، إدارة المخاطر المالية، تخفيض تكلفة المعلومات.

والأسواق المالية العربية كغيرها من الأسواق لها خصائصها وميزاتها، وأهم ما يميزها ضيق حجم السوق ودرجة سيولته إضافة إلى انعدام الفرص المتاحة للتنوع والافتقار للتنظيم، لكن رغم كل هذه الصعوبات التي تواجهها لا تزال تسعى إلى تطوير أسواقها المالية، وتحسين سياستها المطبقة، وهذا بسبب الدور الكبير والفعال الذي تلعبه السياسة الاقتصادية، في تحسين أداء الأسواق المالية، وسنحاول من خلال الفصل الثالث للدراسة معرفة العلاقة بين السياسة الاقتصادية والسوق المالي.

فمن خلال دراستنا للأسواق المالية العربية نستنتج انه ولقيام أسواق مالية يجب توفر مقومات رئيسية حتى تحقق الهدف الذي أنشأت من أجله، والمتمثلة في المناخ الاستشاري الملائم، ومتطلبات أساسية على المستوى الكلي.

## الفصل الثالث

فعالية السياسات الاقتصادية في تطوير

نشاط السوق المالية

**تمهيد**

يعتبر تحقيق الاستقرار الاقتصادي، هدف لكل سياسات التنمية في دول العالم المتقدم والنامي على حد سواء، ويستلزم التكامل بين الإجراءات المتخذة باستخدام الأدوات المتنوعة لكل سياسة اقتصادية وضرورة الربط بين تقسيماتها، النقدية، المالية، سياسة الصرف... الخ و باعتبار السياسة الاقتصادية تعني المنهج المتبع في التعامل داخل مجال نشاط السلع و الخدمات، في هذا الصدد إما تعتمد الدولة سياسة أو نظام الأنشطة الحرة أي سياسة السوق المفتوح، وإما تعتمد نظام أو سياسة الاقتصاد الموجه، وبهذا فان هدف السياسات الاقتصادية التصحيح حتى تمكن السوق من الاستفادة من قدراته لتسخيرها للمؤسسات و العائلات، فالسلطات العمومية تتخذ قرارات قصد توجيه النشاط في الاتجاه المرغوب فيه.

كما تلعب أدوات السياسة الاقتصادية دورا هاما وفعالا في تطوير الأسواق المالية والتي تمثل العنصر الأساسي لهكونات البناء المالي، وذلك من خلال سعر الفائدة، سعر الصرف، وغيرها من قنوات السياسة الاقتصادية، وسنحاول من خلال هذا الفصل معرفة مدى تأثير السياسات الاقتصادية على الأسواق المالية من خلال المباحث التالية:

- المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للسياسة الاقتصادية.
- المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي للسياسة النقدية.
- المبحث الثالث: الإطار المفاهيمي للسياسة المالية.
- المبحث الرابع: فعالية السياسة النقدية والمالية على نشاط السوق المالية.

### المبحث الأول: ماهية السياسات الاقتصادية.

لم ينظر الاقتصاديون إلى السياسة الاقتصادية كوحدة متكاملة، و اقتصر كتاباتهم على مناقشة موضوعات جزئية منفصلة كالسياسة النقدية، سياسة الأجور، سياسة التشغيل.... إلخ، دون الاهتمام و الإحاطة بالعلاقات المتبادلة و المتداخلة فيما بينها. غير أن كل هذه السياسات يجب أن تدرس ضمن وحدة متكاملة تلتزم بالعمل على تحقيق المصلحة العامة كهدف إجمالي.

#### المطلب الأول: مفهوم السياسة الاقتصادية.

تعتبر السياسة الاقتصادية عن مجموع القرارات التي تتخذها السلطات العمومية لتوجيه النشاط الاقتصادي في اتجاه يرغب فيه الجميع فنحدث عن السياسة الاقتصادية عندما تتخذ الدولة إجراءات لزيادة العجز الموازي لمساندة التشغيل، وضع معايير لارتفاع الأسعار أو المداخيل للحد أو التقليل من التضخم ، تبني جباية تفضيلية لدعم الصادرات ... إلخ.

#### الفرع الأول: تعريف السياسة الاقتصادية.

للسياسة الاقتصادية أكثر من تعريف ومن بين تعريفاتها مايلي:

هي مجموعة من توجيهات كل التصرفات العمومية والتي لها انعكاسات على الحياة الاقتصادية:

نفقات الدولة، النظام النقدي، العلاقات الخارجية.....

كما تعرف على أنها مجموعة من التصرفات الفعلية المتبعة في المجال الاقتصادي. ويجب أن تكون

هذه التصرفات من الكثرة حتى تعطي مضمونا لمفهوم السياسة الاقتصادية.<sup>(1)</sup>

نعني بالسياسة الاقتصادية ، الإستراتيجية التي تقررها الحكومة لتحقيق أهدافها الاقتصادية ذلك أنه في

النظام الديمقراطي الأهداف التي يحددها المجتمع لنفسه تنعكس في صناديق، الاقتراح عبر التصويت لحزب

معين، حيث الأهداف التي تحدها الحكومة المنتخبة لنفسها هي أهداف سياسية ذات طبيعة تقريرية ، إذ أنها

تضم دائما آراء حول أكثر السبل المناسبة لتوزيع الدخل.<sup>(2)</sup>

كما تعرف بأنها مجموع القرارات التي تتخذها السلطات العمومية بهدف توجيه النشاط في اتجاه

مرغوب فيه<sup>(3)</sup>

(1) عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية والكلية دراسة تحليلية تقييمية (ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر ، 2003)؛ ص29.

(2) عبد اللطيف بلغرسة، اقتصاد العولمة و فعالية السياسة الاقتصادية بين تسبب النتائج و تأثير العوامل "دراسة حالة السياسة

النقدية و المالية". الملتقى الدولي "السياسات الاقتصادية في الجزائر" واقع وآفاق، تلمسان يومي 29-30 ديسمبر، 2004، ص3

(3) خواني ليلي، السياسات الاقتصادية "حالة الاتصالات السلكية واللاسلكية في الجزائر". الملتقى الدولي "السياسات الاقتصادية في

الجزائر" واقع وآفاق، تلمسان يومي 29-30 ديسمبر، 2004، ص1.

و السياسة الاقتصادية هي السعي المستمر لتحقيق النظام الأمثل و إدارته ، مما يعني استمرارها و عدم انقطاعها أو ركونها للجمود و السكون بمجرد تحقيق بعض نتائجها من جهة، و من جهة أخرى استهدافها إلى تيسير سبل العيش للناس و تمكينهم من تلبية كل أو جل حاجياتهم المادية و المعنوية للوصول إلى الرفاه المادي و الاستقرار الاجتماعي.

إضافة إلى أنها الإجراءات العملية التي تتخذها الدولة بغية التأثير في الحياة الاقتصادية ، و هو التعريف الذي يركز على دور الدولة في وضع و تنفيذ و متابعة السياسة الاقتصادية التي تشمل تلك الإجراءات العملية في مختلف مجالات النشاط الاقتصادي. أما تعريفها بأنها السعي بوسائل اقتصادية مباحة لتحقيق واقع هو أقرب إلى أهداف المجتمع ، لا يكفي بالجانب الاقتصادي فقط و لا حتى بمجرد الوصول للغاية الاجتماعية فللهدف النهائي من السياسة الاقتصادية هو الرفاهية الاجتماعية بل يقيد ذلك كله بالجانب الشرعي الذي لا يسمح باستخدام وسائل غير شرعية و غير مباحة في السياسة الاقتصادية.<sup>(1)</sup>

كما عرفت على بأنها مجموعة من التصرفات الفردية أو الجماعية من اجل تعديل القوانين و القرارات ووتيرة الأعوان الاقتصاديين بهدف الوصول إلى القيمة المضافة على المدى الطويل.<sup>(2)</sup>

فالسياسة الاقتصادية تعبر عن تصرف عام ، واع و منسجم و هادف تقوم به السلطات العمومية في كافة المجالات الاقتصادية ، أي تصرف يتعلق بالإنتاج التبادل ، استهلاك السلع و الخدمات و تكوين رأسمال

تعتبر السياسة الاقتصادية مظهرا خاصا من مظاهر السياسة عامة و تتضمن:

- تحديد الأهداف التي تسعى السلطات إلى تحقيقها مثل النمو الاقتصادي، التشغيل الكامل، توازن ميزان
- المدفوعات ، و استقرار الأسعار ... إلخ
- وضع التدرج بين الأهداف، لأن الأهداف قد تكون غير منسجمة.
- تحليل الارتباطات بين الأهداف بوضع نموذج اقتصادي يوضح هذه العلاقات و الارتباطات.
- اختيار الوسائل التي تمكن من تحقيق الأهداف الموضوعة.

(1)سالمي جمال، السياسة الاقتصادية الملائمة لإدماج الجزائر في اقتصاد المعرفة. الملتقى الدولي "السياسات الاقتصادية في الجزائر" واقع و آفاق، تلمسان يومي 29-30 ديسمبر، 2004، ص1.

(2)bouhanna ali , bekhechi ghaouti. Impact des réformes économiques sur l'attractivité des investissements directs étrangers en Algérie. Colloque international "les politiques économique en Algérie" réalité et horizons, Tlemcen, les jours 29-30 décembre 2004, p 3.

و تتكون هذه الوسائل عموما من فروع السياسة الاقتصادية و هي: السياسة النقدية، سياسة الصرف، السياسة الجنائية، سياسة الميزانية، سياسة المداخيل، السياسة الاجتماعية.

كما يمكن أن تطبق السياسات الاقتصادية في العديد من المجالات مثل سياسة التهيئة العمرانية، سياسة البحث، سياسة المحافظة على البيئة... الخ. (1)

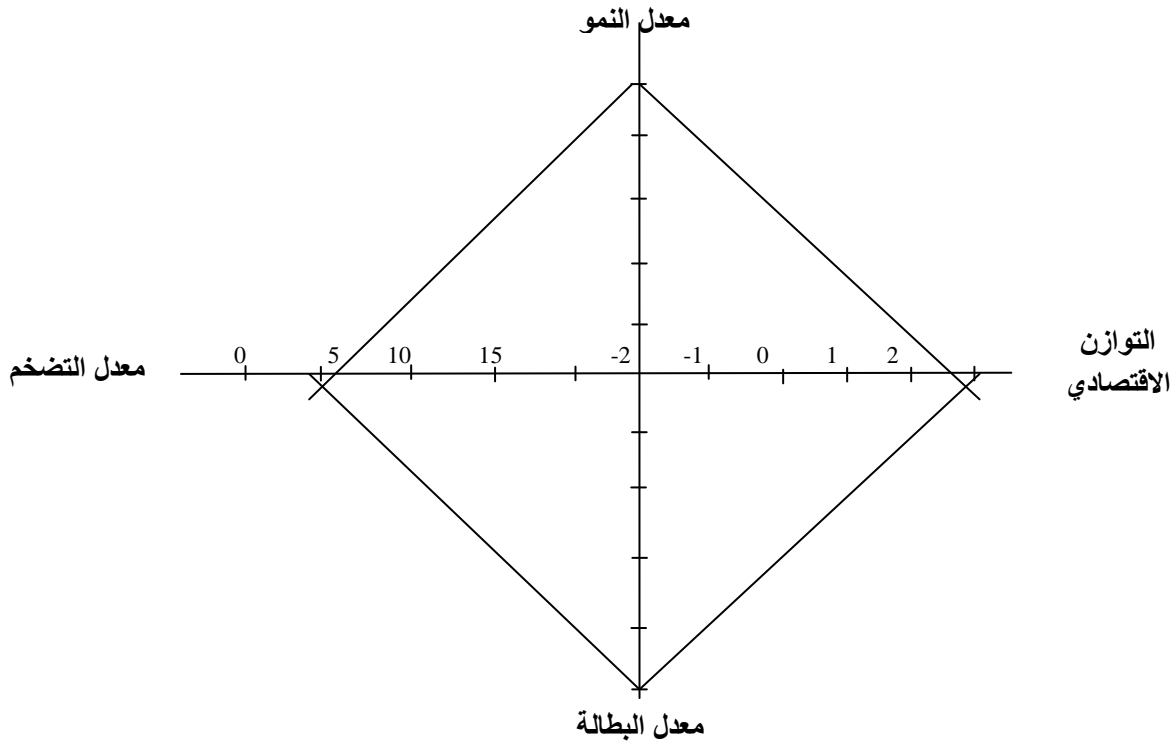
### الفرع الثاني: أهداف السياسة الاقتصادية

تقوم السياسة الاقتصادية على مكونات متكاملة و مهمة لا غنى لإحداها عن الأخرى نذكر منها على سبيل المثال :

- الرفاه المادي الاقتصادي.
  - التوازنات الاقتصادية الكلية و الجزئية.
  - عدالة توزيع الأجور.
  - حرية النشاط الاقتصادي للأفراد ضمن الرفاهية الاجتماعية. (2)
- وقد تم تقسيم وتلخيص أهداف السياسة الاقتصادية إلى أربعة تقسيمات تعرف بالمربع السحري لـ

### كالدور KALDOR

شكل رقم (5): المربع السحري لكالدور KALDOR



(1) بلمقدم، م، بوشعور، ر، ماهية السياسة الاقتصادية و ضرورة استقلالية السلطة النقدية. الملتقى الدولي "السياسات الاقتصادية في الجزائر" واقع وآفاق، تلمسان يومي 29-30 ديسمبر، 2004، ص 3.

(2) سالمى جمال، السياسة الاقتصادية الملائمة لإدماج الجزائر في اقتصاد المعرفة. مرجع سابق، ص 1.

Sours: kouider boutaleb. **la problématique de l'efficacité des politiques économiques dans les P.V.D: le cas de l'algérie**, Séminaire international "les politiques économique en Algérie" réalité et horizons, Tlemcen, les jours 29-30 décembre 2004, p 3.

### أولاً: معدل النمو الاقتصادي.

عبارة عن عملية يتم فيها زيادة الدخل الحقيقي زيادة تراكمية ومستمرة عبر فترة ممتدة من الزمن بحيث تكون هذه الزيادة أكبر من معدل نمو السكان مع توفير الخدمات الإنتاجية والاجتماعية وحماية الموارد المتجددة من التلوث والحفاظ علي الموارد غير المتجددة من النضوب. ويعرف بأنه حدوث زيادة في إنتاج السلع والخدمات، وهو ما يعبر عنه بزيادة الناتج المحلي الإجمالي. وعادة ما يعني هذا النمو زيادة دخول الأفراد في المتوسط من سنة لأخرى. وتتدفق منافع عديدة من جراء تحقق النمو الاقتصادي، أهمها أن يؤدي الاقتصاد القوي لزيادة حصيلة الضرائب المتراكمة لدى الحكومة. كما انه قد يؤدي لتبرير برامج إعادة التوزيع، ذلك أن الأكثر احتمالاً أن يقبل الناس السياسات التي تعيد توزيع بعض أموالهم إلى آخرين إذا ما حققوا زيادة كبيرة في مستوى ثروتهم الشخصية<sup>(1)</sup> من جهة أخرى يسمح النمو الاقتصادي كذلك لعدد أكبر من الأفراد بالحصول على منافع إضافية أو زيادة المنافع القائمة من البرامج الحكومية. ومن أجل التبسيط، نفترض أن الحكومة تتعامل مع أربع مجالات فقط للإنفاق في سنة معينة. فإذا ما حقق الاقتصاد نموا في السنة التالية، فسوف تصبح كعكة الميزانية أكبر. ومن منظور الميزانية، فإن هذا يعني أن المبالغ الموجهة لأوجه الإنفاق الأربعة ستصبح أكبر عن ذي قبل.

### ثانياً: معدل التضخم (استقرار المستوى العام للأسعار).

يبرز هدف السياسة الاقتصادية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي بوضوح هدف استقرار الأسعار، فعدم الاستقرار في الأسعار يعرض البنيان الاقتصادي لهزات أو أزمات كبيرة بسبب تقلبات الرواج والكساد، فتعرض العملة لتدهور قيمتها في حالة التضخم، كما تحدث البطالة في حالة الكساد، كما يخلف أضراراً وخيمة على عملية التنمية الاقتصادية في البلدان المتخلفة اقتصادياً.<sup>(2)</sup>

(1) محمد حسن يوسف، أهداف السياسة الاقتصادية (2) النمو الاقتصادي، نظر يوم 15/01/2013، h22:00

<http://www.saaaid.net>

(2) صالح مفتاح. النقود والسياسة النقدية المفهوم، الأهداف، الأدوات. (دار الفجر للنشر والتوزيع، مصر، 2005)؛ ص 134.

ومن خلال استقرار التاريخ نجد أن معالجة استقرار الأسعار لم يتم حتى في الدول الرأسمالية إلا عن طريق تدخل الدولة في الشؤون الاقتصادية، وذلك بإصدار القوانين والتشريعات التي كونت سياسات عديدة منها السياسة النقدية، كما ثبت أن التضخم ظاهرة نقدية. فالنقدون يرون أن العلاقة بين الأسعار وعرض النقود هي علاقة خطية وطرديّة تماماً، ذلك أن زيادة كمية النقود تظهر في ارتفاع الأسعار بنفس النسبة، بينما شبه كينز عمل السياسة النقدية خلال الخمسينيات بعمل الخيط، إذ يمكن للسياسة النقدية أن تشد الاقتصاد (تقيده) ومن ثم تسيطر على التضخم.<sup>(1)</sup>

### ثالثاً: التوازن الاقتصادي (ميزان المدفوعات).

وهو توازن ميزان المدفوعات، إذ يعكس وضع ميزان المدفوعات موقف الاقتصاد القومي تجاه باقي الاقتصاديات، ويؤدي اختلال ميزان المدفوعات الذي يعبر في الغالب عن حالة العجز إلى زيادة المديونية وإلى تدهور قيمة العملة. وبالتالي فإن توازن ميزان المدفوعات يسمح بالحصول على استقرار العملة وتنمية المبادلات الاقتصادية، حيث أن التقلبات المفاجئة في العملة تحمل مخاطر هامة للبلدان ذات العملات الضعيفة.

ويعبر التوازن حسب صندوق النقد الدولي عن تساوي مجموع البنود المدينة أي أن الرصيد الكلي يساوي الصفر ويتكون ميزان المدفوعات من الميزان التجاري، والحساب الرأسمالي، والمالي. يشير الوضع العام لميزان المدفوعات إلى مدى ضعف أو قوة الاقتصاد القومي ويعكس أيضاً درجة تنافسية الاقتصاد.<sup>(2)</sup>

### رابعاً: معدل البطالة (التشغيل الكامل).

المقصود هنا بالاستخدام لا يعني أو يرتبط مباشرة باستخدام عنصر العمل فقط وإنما يشمل جميع عناصر الإنتاج الأخرى كراس المال، الأرض، التنظيم إذ من الممكن أن تجد بطالة سواء في عنصر رأس المال، الأرض، التنظيم.

ويمكن القول أن من أهم أهداف السياسة الاقتصادية العامة لأي دولة هو تحقيق الاستخدام الشامل والكامل لجميع عناصر الإنتاج وتجنب الهدر والضياع والتلف وعدم الاستخدام العقلاني في تلك المواد التي تتصف بالندرة النسبية وذات الوظيفة الاجتماعية.

(1) المرجع السابق، ص 134.

(2) بلمقدم م، بوشعور ر، مرجع سابق، ص 4-5.



ولهذا فإن ظهور البطالة في قطاع معين وبنسبة 10 % فإن ذلك يمثل مؤشرا خطرا في مسار ذلك الاقتصاد، أو انه يمثل مؤشر يشير إلى أن ذلك الاقتصاد يعاني من مشاكل كثيرة لا بد من معالجتها. وعلى هذا الأساس يمكن القول أن العقبات والمشاكل التي تواجه عملية التنمية الاقتصادية في الدول النامية هو عدم الاستخدام الشامل للموارد الاقتصادية المتاحة، بمعنى أن هناك الكثير من الموارد الاقتصادية المتاحة لم يتم استغلالها بشكل كامل، إضافة إلى ذلك هو عدم التوزيع السليم والعقلاني لتلك الموارد بين الاستخدامات المختلفة.<sup>(1)</sup>

غير أن هذه الأهداف نادرا ما يجهد لتحقيقها بنفس الصرامة و يختلف الالتزام بكل هدف بين البرامج السياسية للأحزاب و خلال الزمن. إذ لم يتم تبني الاستخدام التام و لا النمو كأهداف صريحة قبل الحرب العالمية الثانية. و خلال السبعينات بدأت الريبة تحوم حول الحكمة من جعل النمو كهدف للسياسة الاقتصادية.

و حتى إذا كان الالتزام بكل هذه الأهداف تاما و صارما فإن الظروف الاقتصادية قد تجعل من تحقيقها كلها دفعة واحدة أمرا صعبا. لأنه قد يكون هناك تعارض بين الأهداف ذاتها. فقد تؤدي محاولة زيادة الاستخدام مثلا، في المدى القصير إلى التضخم، الذي يؤدي بدوره إلى خلق مشاكل في ميزان المدفوعات أو إلى تقلبات غير مرغوب فيها في سعر الصرف. و عندما يكون هناك تضاربا بين الأهداف فإن الحل يتمثل في جعل عدد أدوات السياسة الاقتصادية مساو لعدد الأهداف المراد تحقيقها (Tinbergen)، و عندما يكون هناك تعارض بين الأهداف فإن الأهداف تكون بدائل : هناك تناوب Trade-off بينهما.<sup>(2)</sup>

### المطلب الثاني: آليات وتقسيمات السياسة الاقتصادية.

يفرق الاقتصاديون بين السياسات الاقتصادية التي تعمل في الأجل القصير وتلك التي تعمل على تغيير طريقة سير الاقتصاد كله بالتأثير على البنية الاقتصادية في الأجل المتوسط أو البعيد . وذلك من خلال استخدام مجموعة من الآليات سعيا لتحقيق جملة من الأهداف الاقتصادية.

### الفرع الأول: آليات السياسة الاقتصادية.

(1) محمود حسين، احمد عارف العساف، الاقتصاد الكلي. (دار المسيرة للنشر والتوزيع الطباعة، الأردن، 2009-1430)؛ ص24.  
 (2) عبد الله منصور، السياسات النقدية والجبائية لمواجهة انخفاض كبير في الصادرات حالة اقتصاد صغير مفتوح. أطروحة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية فرع نقد، مالية و بنك، جامعة الجزائر، 2005/2006، ص5،6.

لتحقق السياسة الاقتصادية جملة أهدافها السابقة الذكر تطبق مجموعة من آليات تتمثل في:

**سياسة الضبط:** تتعلق سياسة الضبط بالمحافظة على التوازن العام بخفض التضخم، المحافظة على توازن ميزان المدفوعات، استقرار العملة، البحث عن التشغيل الكامل، هذا بالمفهوم الضيق، أما بالمفهوم الواسع فتعني مجموعة من التصرفات الهادفة إلى المحافظة على النظام الاقتصادي في وضعه مثل تقليص الضغوط الاجتماعية، وكل السياسات المضادة اللازمة.

**سياسة الإنعاش:** يهدف الإنعاش إلى إعادة إطلاق الآلة الاقتصادية باستخدام عجز الميزانية، تحفيز الاستثمار، الأجور والاستهلاك، تسهيلات القرض..... الخ.

وهي مستوحاة من الفكر الكنزي، وأحيانا يمكن التمييز بين الإنعاش عن طريق الاستهلاك ( إنعاش الاقتصاد عن طريق الاستهلاك يتميز بالقدرة على التحرك بسرعة ، ويتم ذلك عبر التخفيض في ضرائب القيمة المضافة ومساعدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة )، والإنعاش عن طريق الاستثمار (وذلك بتحسين مناخ وظروف الاستثمار ومراجعة مجال التشجيعات الجبائية واتخاذ تدابير تحفيزية للاستثمار).

**سياسة إعادة هيكلة الجهاز الصناعي:** وتعبر عن سياسة اقتصادية تهدف إلى تكييف الجهاز الصناعي مع تطور الطلب العالمي، وتتميز بإعطاء أولوية للقطاعات المصدرة وتفضيل التوازن الخارجي كعامل محفز للنشاط الاقتصادي و التشغيل.

**سياسة الانكماش:** وهي سياسة تهدف إلى تقليص ارتفاع الأسعار عن طريق وسائل تقليدية مثل الاقتطاعات الإجبارية من الدخل، تجميد الأجور، مراقبة الكتلة النقدية وعادة تؤدي هذه السياسة إلى تقليص النشاط الاقتصادي.

### سياسة التوقف ثم الذهاب **stop and go**:

وهي سياسة تم اعتمادها في بريطانيا وتتميز بالتناوب المتسلسل لسياسة الإنعاش، ثم الانكماش حسب آلية كلاسيكية تعكس بنية الجهاز الإنتاجي.<sup>(1)</sup>

### الفرع الثاني: تقسيمات السياسة الاقتصادية.

(1) بلمقدم،م، بوشعور ر،مرجع سابق، ص 3.

هناك العديد من المجالات أين يمكن تطبيق السياسات الاقتصادية فمثلا يتم الحديث عن سياسة التهيئة العمرانية، سياسة البحث، سياسة المحافظة على البيئة، السياسة الزراعية، سياسة الأسعار... الخ غير أن أهم فروع السياسة الاقتصادية تمثل في السياسة النقدية، سياسة الصرف، السياسة المالية، السياسة الاجتماعية.

### أولاً: السياسة الجبائية.

تعرف السياسة الجبائية (الضريبية) من الناحية الاقتصادية على أنها أداة تحفيزية للاستثمار وكذا الحد من حدوث مختلف الأزمات الاقتصادية كالتضخم، الكساد وكذا الركود الاقتصادي. أما من الناحية الاجتماعية نجد الضريبة تلعب دورا فعالا في تقليل الفوارق عند توزيع الدخل والعمل على خلق مناصب عمل جديدة للتقليل من حدة البطالة قصد تخفيض الأعباء الضريبية التي يتحملها النشاط الاقتصادي، وذلك لتخفيض مجمل تكاليف الإنتاج. وعليه أصبح هدف السياسة الضريبية الحديثة تحقيق توازن شامل عبر مختلف القطاعات الاقتصادية مما يجعلها تتماشى والسياسة الاقتصادية للدولة، كما نذكر بأن الأهداف التي يسعى إلى تحقيقها النظام الضريبي في أي دولة سواء من الناحية الاقتصادية أو الاجتماعية، يجب أن تخضع لنظام الأولويات بالنسبة للجانب السياسي أو الاقتصادي أو الاجتماعي. كما أن الاختلاف في تحقيق الأهداف تختلف باختلاف النظام السياسي والاقتصادي والاجتماعي، وكذا مدى تقدم أو تأخر الدولة اقتصاديا كما انه لا بد من التفريق بين للسياسة الضريبية المتبعة في الدول المتقدمة والمتخلفة.

(1)

كما تعرف على أنها مجموعة البرامج المتكاملة التي تخططها وتنفذها الدولة مستخدمة كافة مصادرها الضريبية الفعلية والمحتملة لإحداث آثار اقتصادية واجتماعية وسياسية مرغوبة وتجنب آثار غير مرغوبة للمساهمة في تحقيق أهداف المجتمع. والسياسة الضريبية من أهم أدوات السياسة المالية لما تحققه في مجال التنمية الاقتصادية لأنها تعد عنصرا من العناصر التي تؤثر على النشاط الاقتصادي بالإضافة إلى كل الأدوار الفعالة لكل ضريبة في الإطار العام للهيكلة الضريبية من حيث اثر كل ضريبة بمجمل الدخل الوطني.

(2)

(1) محمود جمام، النظام الضريبي وآثاره على التنمية الاقتصادية دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، قسنطينة 2009-2010، ص 69.

(2) حجار مبروكة، سميرة عميش، دور السياسة الجبائية في اتخاذ القرار الاستثمار في المؤسسة الاقتصادية. ص 2. نظر

تعرف السياسة الجبائية على أنها مجموعة من البرامج التي تخططها الحكومة وتنفذها مستخدمة فيها كافة الأدوات الضريبية الفعلية والمحتملة لإحداث بعض التغيرات المقصودة وتجنب أخرى لا تتلاءم مع أهداف المجتمع الاقتصادية والاجتماعية والسياسية..... ، فهي تبحث عن فعالية السياسة الاقتصادية.<sup>(1)</sup>

فالساسة الضريبية تسعى إلى تحقيق التوازن الاقتصادي و العدالة الاجتماعية، فهي تنسم بأنها:

- مجموعة متسعة ومتكاملة ومترابطة من البرامج.
  - تعتمد على الأدوات الضريبية الفعلية والمحتملة، كالحوافز الضريبية التي تمنحها الدولة لأنشطة معينة بهدف تشجيعها.
  - جزء مهم من أجزاء السياسة الاقتصادية للمجتمع وتسعى إلى تحقيق أهدافها.
- من هنا يمكن القول أن السياسة الضريبية تعتبر مرآة عاكسة لدور الدولة.

### I. أهداف السياسة الضريبية.

إن أهداف السياسة الجبائية يمكن أن تكون أهدافا أساسية أو أهدافا أدواتية و هذا حسب التقسيم الذي اقترحه الأستاذ جنسون فالأهداف الأساسية تتعلق بهدف النمو الذي يترجم في الواقع عن طريق تحفيز الادخار والاستثمار و تتعلق كذلك بهدف الرفاهية و الذي يترجم في الواقع عن طريق توزيع لل دخل يوصف بالأمثل على مستوى الأفراد و على مستوى الجهات أو المناطق. أما الأهداف الأدواتية فإنها تتعلق عادة بهدف التوازن الاقتصادي و المالي الذي يأخذ في الواقع مظاهر استقرار الأسعار، توازن الموازنة و توازن ميزان المدفوعات....الخ.

و بما أن السياسة الجبائية تعتبر شأن من شؤون السلطات العمومية، فإنه من المفروض أن تصب كل التوجهات في إطارها نحو عملية البحث عن المصلحة العامة و التي تعتبر مسألة شاقة، صعبة و ضرورية في ظل النظام الاقتصادي الح ر حيث تسود حرية المبادرة الفردية. و من الملاحظ أن الأنظمة الجبائية الحديثة تدرج ضمن مخطط عملها أهداف مالية، اقتصادية، و اجتماعية سواء كانت أساسية أو أدواتية لكن الإشكال يتعلق بمعرفة حصة كل فئة من الأهداف و كيفية إيجاد التوازن فيما بينها ضمن

(1) كمال رزيق، بوعلام رحمون، تقييم السياسة الجبائية في الجزائر، الملتقى الدولي "السياسات الاقتصادية في الجزائر" واقع وآفاق، تلمسان يومي 29-30 ديسمبر، 2004، ص 3.

السياسة الجبائية، خاصة و أن هدف المردودية المالية، و هدف الفعالية الاقتصادية و كذا هدف العدالة الاجتماعية هي أهداف متناقضة و من الصعب إيجاد التقارب بينها.

فالهدف المالي للسياسة الجبائية يتمثل في التمويل الجبائي للنفقات العمومية سواء كان ذلك على مستوى الموازنة العامة أو على مستوى الجماعات المحلية حيث تعتمد هذه الأخيرة على الضرائب المحلية في تمويلها جزئيا، إضافة إلى الإعانات المتأتية من موازنة الولة و التي مصدرها هو الجبائية الوطنية.<sup>(1)</sup>

## II. أدوات السياسة الضريبية.

تعتمد السياسة الضريبية لتحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية للدولة على جملة من الأدوات من بينها:

**1. نظام الإهلاك:** يعرف بأنه النقصان في قيمة الأصل عبر الزمن، ويعتبر الإهلاك مسالة ضريبية بالنظر إلى تأثيره المباشر على النتيجة من خلال المخصصات السنوية التي يتوقف حجمها على النظام المرخص استخدامه ( ثابت، متزايد، متناقص) وكلما كبر حجم هذه المخصصات وتسارع بداية حياة الاستثمار خاصة في فترات التضخم، كلما اعتبر ذلك امتيازاً لصالح المؤسسة إذ بفضلها تتمكن من تحديد استثماراته و دفع ضرائب اقل فضلا عن كون الإهلاك عنصرا أساسيا من عناصر التمويل الذاتي للمؤسسة.

**2. إمكانية ترحيل الخسائر إلى السنوات اللاحقة:** تعتبر هذه التقنية حافزا بالنسبة للمؤسسة، بحيث نجد المؤسسات التي تحقق خسائر في السنوات الأولى من نشاطها تحملها على السنوات اللاحقة بشرط ألا تتجاوز مدة نقل الخسائر 5 سنوات، وهذه الوسيلة تعمل على خصم الخسائر المحققة مثلا في السنة الماضية من الربح المحقق في السنة الحالية، وإذا لم يغط الربح تلك الخسارة يتم خصم الخسارة المتبقية من الربح المحقق في السنة الموالية وهكذا حتى السنة الخامسة.<sup>(2)</sup>

**3. المعدلات التمييزية:** ونعني بذلك تصميم جدول المعدلات (الأسعار) الضريبية، بحيث يحتوي على عدد من المعدلات يرتبط كل منها بنتائج محددة لعمليات المشروع، وهذه المعدلات تتخفف تدريجيا كلما اقتربت نتائج المشروع من الخطة المسطرة وترتفع هذه المعدلات كلما

(1) فلاح محمد، السياسة الجبائية - الأهداف و الأدوات - (بالرجوع إلى حالة الجزائر). أطروحة مقدمة لنيل شهادة

الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص ص 21-22.

(2) حجار مبروكة، سميرة عميش، مرجع سابق، ص 4. نظر يوم 15/01/2013، 22:00h، www.iefpedia.com

http//

انخفضت نتائج المشروع، ومنه يمكن القول أن هذه المعدلات ترتبط عكسيا مع حجم المشروع أو مدى مساهمة هذا الأخير في التنمية الاقتصادية.

#### 4. الإعفاء الضريبي:

هو عبارة عن إسقاط حق الدولة عن بعض المكلفين في مبلغ الضرائب الواجب السداد مقابل التزامهم بممارسة نشاط معين في ظروف معينة، وذلك حسب أهمية النشاط، حجمه، موقعه الجغرافي، نطاقه، كما قد يكون هذا الإعفاء جزئي أو كامل، وتتراوح مدة الإعفاء بين سنتين إلى خمس سنوات وقد تصل إلى 15 سنة في بعض الدول، وفي بعض الدول الأخرى كالسنغال يمنح الإعفاء الضريبي للمستثمر الأجنبي على أرباحه خلال الفترة الزمنية المحددة إلى أن يصل مجموع أرباحه إلى 100% من قيمة رأس المال المستثمر عندها ينتهي الإعفاء حتى وإن لم تنته الفترة الزمنية للإعفاء الضريبي، غير أن طريقة الإعفاء الضريبي يشوبها العديد من المشاكل والعيوب منها:

- ✓ مشكلة تحديد تاريخ بدء الإعفاء الضريبي فهل تحتسب من تاريخ الحصول على الموافقة بإنشاء المشروع أم من تاريخ بدء الإنتاج.
- ✓ عند تحقق أرباح ضئيلة من المشروع الاستثماري أو خسائر في السنوات الأولى من بدء النشاط فهذه الخسائر لا يتحقق عليها ضرائب في الأصل.
- ✓ لجوء المستثمر إلى تصفية المشروع بعد نهاية الإعفاء الضريبي خاصة إذا كان المشروع تجاريا أو صناعات استهلاكية، وربما إنشاء مشروع آخر جديد للتمتع من الإعفاء من جديد في نفس الدولة أو الانتقال لدول أخرى ليتمتع بإعفاء جديد.

#### 5. التخفيضات الضريبية:

هي تقليص يمس قيمة الضريبة المستحقة مقابل الالتزام ببعض الشروط كإعادة استثمار الأرباح، بمعنى يتم استخدام التخفيضات الضريبية بناء على توجهات السياسة الاقتصادية والاجتماعية المستهدفة ومن وجهة نظرنا فإن التخفيضات الضريبية أكثر جدوى من طريقة الإعفاء الضريبي وذلك للاعتبارات التالية:

- ✓ أهم مشاكل استخدام طريقة الإعفاء الضريبي هو أنها وسيلة يستخدمها المستثمر للتهرب الضريبي خاصة في حالة المشروع ذو العمر الإنتاجي قصير الأجل.

✓ إن ما يهيم المستثمر هو المعدل الضريبي الذي يخضع له بعد فترة الإعفاء، باعتبار هذا الأخير مؤقت وهذا خاصة في حالة المشروع ذو العمر الإنتاجي طويل الأجل. (1)

### ثانيا: السياسة التجارية.

تأخذ السياسة التجارية بعدا أكثر أهمية شيئا فشيئا، لأنها تعبر عن مجموع الأدوات التي من شأنها التأثير على حجم واتجاه صادراتها. وقد تكون إما تحريرية أو انفتاحية أو حمائية وإما إستراتيجية وهذه الأخيرة كما يصفها Paul Krugman هي واقع بين التحرير والحماية. (2)

كما يمكن القول أنها مجموعة من القوانين والنظم والإجراءات التي تنظم إدارة ميزان المدفوعات، أي إدارة الصادرات والواردات السلعية والخدمية وغيرها من المعاملات الرأسمالية والتي تؤثر على الفائض أو العجز في إجمالي الدخل من خلال المعاملات الخارجية للدولة. (3)

### I. أهداف ووسائل السياسة التجارية :

تسعى السياسة التجارية إلى تحقيق أهداف وبلوغ غايات تختلف من دولة إلى أخرى، فهناك أهداف اقتصادية والتي تهدف إلى تنمية الاقتصاد الوطني ، ومنها حماية الصناعات الوطنية، تحقيق توازن ميزان المدفوعات، تحقيق موارد للخزينة العامة. وأهداف سياسية حيث تسعى بعض الدول إلى توفير أكبر قدر من الاستقلال وتحقيق الاكتفاء الذاتي. والأهداف الاجتماعية مثل حماية الصحة العامة عن طريق منع استيراد المواد المخدرة، وتشديد القيود على استيراد المشروبات الكحولية، أو حماية مصالح فئات اجتماعية معينة كالمزارعين بالحد من استيراد المنتجات الزراعية.

تستعمل الدولة وسائل مختلفة تكفل لها الوصول إلى ما تريد حيث تتبع سياسة التجارة الخارجية نوعين من الوسائط من أجل تحقيق أهداف السياسة التجارية:

- أ - الوسائل المشجعة والمحفزة التي تسعى إلى جعل مبادرة المتعاملين الخواص في ميدان التصدير أو الاستيراد إيجابية أو سلبية، وهي تتمثل في الضرائب ( التعريفية الجمركية ) والإعانات .
- ب - الوسائل المقيدة التي تؤدي إلى الإلزام، الحد أو المنع.

(1) طالب محمد، أثر الحوافز الضريبية و سبل تفعيلها في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر. مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، الشلف، العدد السادس، السداسي الأول 2009، ص ص 317-318.

(2) فلة عاشور، انعكاسات السياسة التجارية على تطور التجارة الخارجية في الجزائر منذ 1994. مجلة العلوم الإنسانية، العدد 24 مارس 2012، بسكرة، ص 486.

(3) سهير محمد السيد حسن، محمد محمد البناء، الاتجاهات الحديثة في السياسات التجارية. (مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2004-2005)؛ ص 15.

ونسمة رقابة غير مباشرة استعمال الوسائل المشجعة، ورقابة مباشرة استعمال الوسائل المقيدة. فالسياسة التجارية تقتضي أن تحدد الدولة موقفها من شركائها التجاريين، وأن تحدد الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها، وأن تختار أنجع الوسائل للوصول إلى هذه الأهداف. فالسياسة التجارية هي وسيلة " خارجية" من بين وسائل أخرى مثل السياسة المالية الخارجية، وسياسة الصرف الأجنبي. ولهذه الوسائل آثارها على الاقتصاد، وهي ليست منعزلة عن السياسات الداخلية (السياسة النقدية، السياسة الضريبية، سياسة الاستثمار) الطامحة إلى تحقيق نفس الأهداف، وبالتالي فهي جزء من سياسة اقتصادية شاملة تسعى الدولة إلى تحقيقها. (1)

## II. أدوات السياسة التجارية.

### 1. التعريفات الجمركية:

التعريفات الجمركية هي أقدم شكل من أشكال السياسة التجارية وجرت العادة على استخدامها بوصفها مصدر لدخل الحكومة إضافة أنها من أبسط أدوات السياسة التجارية وهي ضريبة تفرض عند استيراد السلع بمختلف أنواعها، حيث تكون ثابتة لكل وحدة من البضائع المستوردة كما هناك تعريفات تفرض على قيمة السلع. وقد انخفضت الرسوم الجمركية في العصر الحديث لأن الحكومات الحديثة تفضل اللجوء إلى حماية الصناعات المحلية من خلال مجموعة متنوعة من الحواجز غير الجمركية، مثل استيراد الحصص (القيود على كمية من الواردات) وقيود التصدير (القيود المفروضة على كمية الصادرات)، وعادة ما تفرضها الدولة المصدرة على المستورد. (2)

### 2. منطقة التجارة الحرة:

هي شكل من أشكال التكامل الاقتصادي وإحدى أدوات السياسة التجارية وتتمثل في إلغاء القيود و التدابير الإدارية و الرسوم الجمركية المفروضة على حركة تبادل السلع و الخدمات فيما بين الدول المتكاملة، و في نفس الوقت تحنفظ كل دولة عضو في منطقة التجارة الحرة بحقها في تحديد مستوى الرسوم الجمركية و نوعية القيود التجارية الأخرى في مواجهة الدول غير الأعضاء. و بالتالي فإن منطقة التجارة الحرة هي عبارة عن دمج أسواق السلع الوطنية للدول الأعضاء في سوق واحدة كبيرة تتحقق داخلها حرية انتقال السلع الوطنية المنشأ بين الدول الأعضاء و ذلك بموجب شهادة المنشأ التي تقوم على قواعد يتم الاتفاق عليها.

(1) Maurice Bye, **relation économique international**. (Daloz, Paris, 1971);p341.

(2) paul.R.Krugman, And others, **international economics "theory and policy"**. (pearson,9editin,france, 2010) ;pp 192-193.



ومنطقة التجارة الحرة لا تعمل على إلغاء القيود لانتقال الأشخاص و رؤوس الأموال بين الدول الأعضاء، كما انه بإمكان أي دولة عضو إبرام أو تجديد الاتفاقيات التجارية مع الدول الأخرى خارج نطاق منطقة التجارة الحرة. (1)

### 3. نظام الحصص:

يقصد بنظام الحصص، ذلك النظام الذي تحدد بمقتضاه الدولة سقفها للواردات من سلعة معينة، في فترة زمنية معينة، عادة ما تكون سنة، وهذا السقف يحدد تقليديا بالحجم كما يمكن أن يكون بالقيمة. ويمكن لهذا النظام أن يتراوح ما بين المنع المطلق للواردات وتحديد كميات معينة للدخول إلى الحدود الوطنية. كما يشمل كل إجراءات التحديدات الكمية للدخول للسوق الوطني. ويمكن لهذه الحصص أن تكون مفروضة من جانب واحد أو متفاوض حولها كاتفاقية الألياف المتعددة أو التحديدات الإرادية عند التصدير. وبهذا الشكل تفرض الدولة قيودا كمية على وارداتها، حيث يأخذ هذا القيد شكل الحد الأقصى ولا يسمح بتجاوز الكمية المحددة أو تكون حصص قيمية وهي طريقة أقل شيوعا كأن يسمح باستيراد في حدود قيمة معينة وعادة ما يتطلب الأمر الحصول على ترخيص للاستيراد بدلا من القيد السعري الذي تحدده الرسوم الجمركية .

وتحدد الحصة المستوردة على أساس القيمة، خاصة عندما يكون الغرض هو تخفيض الاستيراد دعما لميزان المدفوعات. على اعتبار أن الحصة القيمية تبين مقدما مقدار العبء الذي يفرضه الاستيراد على هذا الميزان . فإذا كانت الدولة تواجه مشكلة عدم توافر النقد الأجنبي فإنها تستطيع عن طريق أجهزتها المعنية تقدير كمية الواردات التي يسمح باستيرادها بما يتماشى وحصيلة العملات الأجنبية. (2)

لذا لجأت أغلب الدول إلى هذا الإجراء بعدما لاحظت أن الرسوم الجمركية لا توفر الحماية الكافية لاقتصادياتها.

### ثالثا: سياسة سعر الصرف.

يعرف سعر الصرف بأنه النسبة التي يحصل على أساسها مبادلة النقد الأجنبي بالنقد الوطني أو هو ما يدفع من وحدات النقد الوطني للحصول على وحدة أو عدد معين من وحدات النقد الأجنبي. (3)

(1)مقدم عبيرات، التكامل الاقتصادي الزراعي العربي وتحديات المنظمة العالمية للتجارة أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، الجزائر، السنة الجامعية 2001/2002، ص 15.

(2)مفتاح حكيم، السياسات التجارية و الاندماج في النظام التجاري العالمي الجديد. رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع نقود و مالية، الجزائر، 2002-2003، ص ص 41-42.

(3)شمعون شمعون ، البورصة (بورصة الجزائر) (دار الأطلس للنشر والتوزيع 1994)؛ ص 139.

كما يعرف بأنه الأداة الرئيسية ذات التأثير المباشر على العلاقة بين الأسعار المحلية والأسعار الخارجية وكثيرا ما يكون الأداة الأكثر فاعلية عندما يقتضي الأمر تشجيع الصادرات وتوفير الواردات. (1)

ويعد استقرار سعر صرف العملة من أولويات السياسة الاقتصادية في مختلف الدول، وذلك لأن هذا الاستقرار يعد أساسا لتوفير البيئة المناسبة للاستثمار، وجذب المدخرات والمحافظة على استقرار الأسعار، لذلك تسعى معظم الحكومات إلى انتهاج سياسات تهدف إلى ضمان استقرار سعر صرف عملاتها لتجنيب دولها التقلبات الحادة التي تمر بها العملات من فترة لأخرى. ففي ظل اقتصاد السوق وحرية تدفق رأس المال، فإن سعر الصرف مهم في الربط بين الأسواق المحلية والأسواق الأجنبية، وفي توجيه الاستثمار في أصول هذه الأسواق، وفي تخصيص الموارد وزيادة القدرة التنافسية للاقتصاد. (2)

## 1. أدوات سياسة سعر الصرف.

لتنفيذ هذه السياسة وتحقيق أهدافها تستعمل السلطات العديد من الأدوات والوسائل أهمها:

### 1. استخدام احتياطات الصرف:

ويقصد بالاحتياطات الدولية تلك الأصول الخارجية المتاحة في أي وقت للسلطات النقدية والخاضعة لسيطرتها لأغراض التمويل المباشر لاخترت المدفوعات، أو ضبط حجمها بصورة غير مباشرة عن طريق التدخل في اسواق الصرف للتأثير في سعر صرف العملة. (3)

و يشترط أن تكون هذه الاحتياطات تحت تصرف البنك المركزي، ليستخدما عند الضرورة و بالسرعة المطلوبة لمواجهة الاختلال العارض في ميزان المدفوعات أو للدفاع عن سعر الصرف. (4)

### 2. إقامة سعر صرف متعدد:

يمكن تطبيق نظام الصرف المتعدد في حالة نظام الرقابة على الصرف أو حالة احتكار الدولة لعمليات بيع وشراء العملة الصعبة فيمكن اعتماد نظام ثنائي أو أكثر لسعر الصرف بوجود سعريين أو

(1) محمود حميدات، مدخل للتحليل النقدي، (ديوان المطبوعات الجامعية. الجزائر 1966)؛ ص 105.

(2) مشهور هذلول بربور، العوامل المؤثرة في انتقال اثر أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشر الأسعار في الأردن - 2006 (1985). أطروحة دكتوراه الفلسفة مقدمة إلى قسم المصارف والمصارف الإسلامية، تخصص المصارف، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، 2008، ص2.

(3) زايري بلقاسم، إدارة احتياطات الصرف وتمويل التنمية في الجزائر. بحوث اقتصادية عربية، العدد 41، 2008، ص9.

(4) زايري بلقاسم، كفاية الاحتياطات الدولية في الاقتصاد الجزائري. مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا - العدد السابع، السداسي الثاني، 2009، ص47.

أكثر لسعر صرف العملة، أحدهما مغالى فيه ويتعلق بالمعاملات الخاصة بالواردات الضرورية أو الأساسية أو واردات القطاعات المراد دعمها وترقيتها، أما السلع المحلية الموجهة للتصدير أو الواردات غير الأساسية فتخضع لسعر الصرف العادي، بل هناك من يذهب إلى ضرورة تعويم سعر الصرف المتعلق بالعمليات العادية، أو إخضاع العمليات الخاصة بالقطاعات المحبذة والواردات الأساسية إلى سعر صرف محدد إداريا. إلا أن هذا الأسلوب من شأنه أن يؤدي إلى زعزعة الثقة في العملة ويخضع سعر الصرف إلى مزاجية السلطات، فضلا عن صعوبة اللجوء إلى هذا الأسلوب في ظل الشروط التي يضعها صندوق النقد الدولي والتي تقضي بعدم إمكانية اللجوء إلى تعدد أسعار الصرف، ويهدف نظام الأسعار المتعدد إلى تخفيض آثار حدة التقلبات في الأسواق وتوجيه السياسة التجارية لخدمة بعض الأغراض المحددة. (1)

### 3. مراقبة الصرف

تعتبر الرقابة على الصرف أداة فنية تستخدم لتحقيق العديد من الأغراض التي تخدمها مثل هذه السياسة. ويأتي في مقدمة هذه الأغراض المحافظة على قيمة مرتفعة للعملة الوطنية وذلك بتقنين الكمية المحدودة المعروضة من النقد الأجنبي مابين مصادر الطلب المختلفة عليها مما يسمح بالإبقاء على سعر الصرف مرتفع للعملة الوطنية. كما أن من أهداف الرقابة على الصرف أيضا منع خروج رؤوس الأموال من الدولة مما يؤدي إلى عجز في ميزان مدفوعاتها الخارجية. (2)

كذلك فإن أهداف الرقابة على الصرف، وخاصة في الدول النامية الحد من الواردات غير الضرورية التي تميل الطبقات الغنية إلى استردادها والتي لا تساهم في تنمية الاقتصاد القومي. هذا بالإضافة إلى عزل الاقتصاد القومي عن الخارج حتى يمكن تحقيق سياسة العمالة الكاملة في الداخل دون خشية الاختلال في التوازن الخارجي للدولة. كما يمكن أن يكون الغرض من الرقابة على الصرف هو الحصول على إيرادات لخزانة الدولة وهي بصدد تسوية ديونها الخارجية الباهظة (3)

## II. أهداف سعر الصرف

### 1. توزيع الدخل:

(1) عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية والكلية دراسة تحليلية تقييمية، مرجع سابق، ص 137.

(2) جمال الدين لعويسات، العلاقات الاقتصادية الدولية والتنمية (دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2003)؛ ص 52.

(3) زينب حسين عوض الله، العلاقات الاقتصادية الدولية (الفتح للطباعة والنشر، لبنان، 1990)؛ ص 80.

ينتج عن التوزيع الأولي للدخل الوطني أن ميكانزمات و آليات التوزيع للموارد تؤدي إلى ظواهر ريعية غير مؤسسة أو ظواهر استغلال يجب تصحيحها، و هذا التصحيح يكون إما بتزايد النفقات العمومية على شكل إعانات اجتماعية أو استثمارات جماعية لحساب الطبقات الأكثر حرمانا أو على شكل إجراءات جبائية موجهة نحو إعفاء المداخل الضعيفة، و في الواقع العملي فإنه يتم التوفيق بين هذين النوعين من التدخل لأن التزايد في النفقات العمومية يمول في أغلب الأحيان بارتفاع جباية المداخل المرتفعة حيث يكون دور الدولة دورا معذرا أو منظما لتوزيع المداخل في المجتمع.<sup>(1)</sup>

## 2. تخصيص الموارد:

يؤدي سعر الصرف الحقيقي، الذي يجعل الاقتصاد أكثر تنافسية إلى تحويل الموارد إلى قطاع السلع الدولية الموجهة للتصدير، وهذا يعمل على توسيع قاعدة السلع الدولية بحيث يصبح عدد كبير من السلع قابلا للتصدير وبالتالي يقل عدد السلع التي يتم استيرادها.

ويزداد إنتاج السلع التي كانت تستورد محليا، إحلال الواردات والسلع التي يمكن تصديرها كما ينعكس اثر تغيير سعر الصرف الحقيقي في إعادة تخصيص الموارد في أسواق عوامل الإنتاج، إذ يؤدي انخفاضها إلى زيادة استخدام عنصري العمل ورأس المال في قطاع التصدير وفي الصناعات المنافسة للاستيراد.

## 3. تنمية الصناعة المحلية:

يمكن للسلطات النقدية تخفيض أسعار الصرف من أجل رفع القدرة التنافسية للصناعة المحلية وتشجيع التصدير ونجحت هذه السياسة في ألمانيا 1948 حيث قامت السلطات النقدية بتخفيض سعر صرف العملة المحلية مما شجع التصدير، كما اعتمدت السلطات النقدية أسواق العالمية ما بين 1970-1990. كما أن هذه السياسة تحمي السوق المحلي من المنافسة الخارجية وتشجع الصادرات<sup>(2)</sup>.

(1) فلاح محمد، السياسة الجبائية - الأهداف و الأدوات - (بالرجوع إلى حالة الجزائر) مرجع سابق، ص 50.

(2) عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية والكلية دراسة تحليلية تقييمية، مرجع سابق، ص 137.

### المبحث الثاني: ماهية السياسة النقدية

إن السياسة النقدية، أحد أشكال سياسات الاستقرار، التي تنتهجها الدول من أجل مكافحة، الإختلالات الاقتصادية المختلفة، وكون السياسة النقدية، تمثل الجانب النقدي للسياسة الاقتصادية العامة، فإن ذلك يتطلب درجة عالية من التنسيق، مع أدوات السياسة الاقتصادية الأخرى، كذلك فإن درجة فاعلية السياسة النقدية، وأهميتها النسبية كإحدى سياسات الاستقرار الاقتصادي، تختلف من اقتصاد لآخر، في ضوء اختلاف طبيعة الهياكل الاقتصادية السائدة، والتفاوت في درجة تطور الأسواق المالية، والنقدية، من دولة إلى أخرى، وبالتالي تفاوت درجة التقدم الاقتصادي.

### المطلب الأول: ماهية السياسة النقدية.

تعتبر السياسة نقدية أكثر فاعلية وتأثيراً على المتغيرات الاقتصادية، فهي ليست مجرد ضمان لتحقيق مزايا التشريعات النقدية، على العكس أصبحت مسئولة مسؤولية مباشرة عن تحقيق التوازن

والاستقرار النقدي، مما جعلها تمارس كل الإجراءات التي تمكنها من تحقيق أهدافها، بحيث أصبحت تمثل إحدى مظاهر السلطة الاقتصادية العامة.

### الفرع الأول: تعريف السياسة النقدية.

إن مصطلح السياسة النقدية هو مصطلح حديث نسبياً، ظهر في أدبيات الاقتصاد خلال القرن التاسع عشر فقط، غير أن الذين كتبوا في السياسة النقدية كانوا كثيرين، وكانت كتاباتهم تبرز من حين لآخر إبان الأزمات وفي فترات عدم الاستقرار الاقتصادي. كما شهد هذا القرن بدء الدراسة المنتظمة لمسائل السياسة النقدية على اختلافها من قبل المنظرين الاقتصاديين، وكذلك من قبل المهتمين بالاقتصاد التطبيقي أو العملي. وقد نشأ ذلك عن المشاكل التي نجمت عن الدورات الاقتصادية المتكررة، وفي القرن العشرين أصبحت السياسة النقدية ودراساتها من نواحيها المختلفة جزءاً لا يتجزأ من السياسة الاقتصادية العامة للدولة.

تتمثل السياسة النقدية في مجموعة الوسائل التي تتبعها الإدارة النقدية لمراقبة عرض النقد قصد بلوغ هدف اقتصادي معين كهدف الاستخدام الكامل. كما أنها تشمل تنظيم عرض النقد (العملة والائتمان المصرفي) عن طريق تدابير ملائمة تتخذها السلطات النقدية ممثلة بالبنك المركزي أو الخزينة<sup>(1)</sup>.

تعتبر السياسة النقدية إحدى أهم مجالات السياسة الاقتصادية، التي تتخذ من المعطيات النقدية موضوعاً لتدخلها بعين الاعتبار لعلاقة النقود بالنشاط الاقتصادي من جهة، ولما يشكله الاستقرار النقدي من مناخ ملائم من جهة لممارسة النشاط الاقتصادي من جهة أخرى. كما أنها تعبر عن الإجراءات اللازمة التي تمكن السلطات النقدية من ضبط عرض النقود أو التوسع النقدي ليتماشى وحاجة المتعاملين الاقتصاديين. وهي هدف البنك المركزي في ممارسته للرقابة على النقود، معدلات الفائدة وعلى شروط القروض. ويمكن لهذه السياسة أن تكون **تقييدية**، بمعنى أنها تسعى إلى تقليص عرض النقود ورفع معدلات الفائدة قصد كبح نمو الناتج المحلي الخام، وخفض التضخم أو رفع سعر صرف العملة الوطنية.

(1) زكريا الدوري، بسري السامرائي، **البنوك المركزية والسياسات النقدية**. (دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، طبعة 2006)؛ ص 185.

أو توسعية تسعى لزيادة عرض النقود قصد تخفيض معدلات الفائدة، تشجيعاً لزيادة الاستثمار ومنه نمو الناتج المحلي الخام.<sup>(1)</sup>

وقد اختلف مفهوم السياسة النقدية بين المدارس الاقتصادية — الكلاسيكية والكينزية — فمنهم من يعطي للنقد الدور الهام في عملية الاستقرار والوصول إلى التوازن الاقتصادي العام، ومنهم من يعطي الأولوية للمتغيرات الاقتصادية الرئيسية والإنفاق الحكومي العام مع تأثير بسيط للسياسة النقدية إلا أن هذه الاختلافات في تفسير السياسة النقدية لا يعني عدم وجود بعض القواسم المشتركة بين المدارس الاقتصادية فجميع المدارس الاقتصادية تتفق فيما بينها على أن السياسة النقدية هي الإجراءات ذات العلاقة الوطيدة بالنقد والجهاز المصرفي وخاصة منه ما يتعلق بسياسة الائتمان، وكذلك الجزء من السياسة المالية الحكومية التي تتعلق بمشكلة الدين العام وبصورة خاصة بالمركز النقدي للدولة. إلا أن هذه الخطوط العريضة للسياسة النقدية لم تمنع الاقتصاديين من وضع تعاريف خاصة وحسب وجهة نظر كل منهم. فقد عرفها بعض الاقتصاديون بأنها كل ما تقوم به الدولة من عمل تؤثر فيه بصورة فعالة في حجم وتركيب الموجودات السائلة التي تحفظ بها القطاع المصرفي سواء كانت عملة أو ودائع أو سندات حكومية.<sup>(2)</sup>

السياسة النقدية هي مجموعة من القواعد والوسائل والأساليب والإجراءات والتدابير التي تقوم بها السلطة النقدية للتأثير (التحكم) في عرض النقود بما يتلاءم مع النشاط الاقتصادي لتحقيق أهداف اقتصادية معينة، خلال فترة زمنية معينة. وهنا تتمثل السلطة النقدية في البنوك المركزية في أي دولة، وتتحدد السياسة النقدية للتأثير في عرض النقود أو المعروض النقدي بأدوات معينة تعرف بأدوات السياسة النقدية.<sup>(3)</sup> فيما يتلاءم والنشاط الاقتصادي لتحقيق الأهداف الاقتصادية في فترة زمنية معينة.<sup>(4)</sup>

السياسة النقدية هي مجموعة الإجراءات التي يستخدمها البنك المركزي بغرض التأثير على العرض النقدي بطريقة ما للوصول إلى تحقيق مجموعة من الأهداف الاقتصادية، ففي فترات الكساد تقوم الدولة

(1) عاتق حنان، صاري زهيرة. تأثير خطر معدل الفائدة على السياسة الاقتصادية. الملتقى الدولي "السياسات الاقتصادية في الجزائر" واقع وآفاق، تلمسان يومي 29-30 ديسمبر، 2004، ص 1.

(2) على كنعان، اقتصاديات المال والسياستين المالية والنقدية، دار المعارف، ص 267.

(3) عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية على مستوى الاقتصاد القومي (تحليل كلي) مجموعة النيل العربية للنشر، مصر، 2003؛ ص 90.

(4) عمر شريف، السياسات الاقتصادية وأدوات تحقيق نجاح التنمية والاستقرار في إطار النظام الإسلامي. الملتقى الدولي "الاقتصاد الإسلامي" الواقع ورهانات المستقبل، غرداية يومي 23\_24 فيفري، 2011، ص 5.

بإتباع سياسة نقدية توسعية بغرض زيادة العرض النقدي، وفي فترات التضخم والرواج الشديد تقوم الدولة بإتباع سياسة نقدية انكماشية بغرض تخفيض العرض النقدي.

يمكن تحديد مفهوم السياسة النقدية في أنها تلك السياسة التي يكون مجالها عرض النقود وما يؤثر فيها من حيث كميتها وسرعة دورانها والتأثير في حجم الائتمان الممنوح وشروطه والنتائج الناجمة عنه من حيث ما يسمى بخلق النقود. (1)

### الفرع الثاني: علاقة السياسة النقدية بالسياسة الاقتصادية.

ترتبط السياسة النقدية بالسياسة الاقتصادية ارتباطا كبيرا، حيث تمثل احد أهم تقسيماتها، وإحدى الدعائم الأساسية للاقتصاد فهي المحرك الرئيسي للقطاع المصرفي لأي دولة.

### موقع السياسة النقدية من السياسة الاقتصادية:

السياسات النقدية وخاصة في الدول المتخلفة تكون أحد أهم أسباب الاختلال الاقتصادي الداخلي والخارجي، إلى جانب المتغيرات الاقتصادية الأخرى، وإذا كانت أهم أهداف السياسة الاقتصادية هو تحقيق الاستقرار الاقتصادي نوعا ما في ظل النمو المتوازن، فيعني هذا أن هناك ارتباط وثيق بين النشاط الاقتصادي والنقدي (سياسة النقدية) ويظهر ذلك من خلال ارتباط المشاكل الاقتصادية من بينها البطالة، التضخم وانخفاض العمالة الوطنية بالحلول النقدية(2).

كما تعتبر السياسة النقدية جزء لا يتجزأ من السياسة الاقتصادية فكلا منهما تؤثر على الأخرى والدليل على ذلك هو تأثير النقود على المتغيرات الاقتصادية بالإضافة إلى مساهمة السياسة النقدية في تحقيق الأهداف العامة للسياسة الاقتصادية وسنوضح العلاقة بينهما من خلال:

أولا : علاقة السياسة النقدية بالتوازن الاقتصادي .

ثانيا: السياسة النقدية والأزمات الاقتصادية .

أولا : علاقة السياسة النقدية بالتوازن الاقتصادي.

(1)بابا عبد القادر ، السياسة النقدية في الجزائر بين الأداء والفعالية ، "الملتقى الوطني حول المنظومة البنكية في ظل التحولات القانونية والاقتصادية" بشار، 24-25 أبريل 2006، ص 1 .

(2) أحمد مصطفى، سمير محمد السيد حسن، السياسات النقدية والبعث الدولي للبيورو، (مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2000)؛ ص 156.



السياسة النقدية تعتبر جزءاً مهماً من السياسة الاقتصادية الكلية حيث تؤدي السياسة النقدية دوراً مهماً وفعالاً في تنظيم عرض النقود والتحكم بالسيولة النقدية والائتمان. ومن خلال هذا الدور المهم تستطيع السلطات النقدية والمتمثلة بالبنك المركزي كأعلى سلطة نقدية إذ تحقق أهداف حيوية محددة وفق أولويات تقررهما المشكلة الاقتصادية التي يعاني منها الاقتصاد، فأحياناً تستخدم السلطات النقدية أهدافاً وسيطة كعرض النقود وأسعار الفائدة للوصول إلى تحقيق هدف نهائي تصبوا إليه كاستقرار الأسعار والحد من التضخم والذي يعتبر من أبرز وأهم الأهداف التي تسعى إليها كافة اقتصاديات العالم بما للتضخم من آثار سلبية تنعكس على الاقتصاد والنمو الاقتصادي.<sup>(1)</sup>

لقد اعتبر الكلاسيك أن التوازن الاقتصادي يتحقق دائماً بصورة تلقائية عند مستوى التشغيل الكامل و من بينهم آدم سميث و دافيد ريكاردو و جون باتيست ساي كما اعتقدوا اعتقاداً تاماً بأن اثر التغيرات في كمية النقود يتصف بالحياد التام ولهذا فان الثروة الحقيقية في نظر الكلاسيك تتمثل في السلع الاستهلاكية والاستثمارية أما النمو الاقتصادي فيقاس بالقدرة على زيادة السلع الحقيقية و اهتموا اهتماماً خاصاً بمشكلة النمو الاقتصادي في الأجل الطويل والادخار والاستثمار وتوازنهما والسبب في ذلك هو المشكلة التي تطرح حول تغير قيمة النقود مع الزمن.<sup>(2)</sup>

إن للبنوك دور كبير في تحقيق التوازن النقدي داخل النظام الاقتصادي وذلك بإتباع البنوك سياسة فائدة منتظمة، ومراقبتها لحركة الأسعار لإجراء التعديلات المناسبة والضرورية في السعر النقدي بهدف تحقيق التوازن بينه وبين سعر الفائدة الحقيقي. ولكن للنقود وظائف أخرى ديناميكية فهي لا تقف عند وظائفها الحيادية فقط، وإنما تؤثر في النظام الاقتصادي من خلال تأثيرها في المستوى العام للأسعار وفي النشاط الاقتصادي.

فكمية النقود وسرعة تداولها وإنفاقها ودرجة سيولة المصادر النقدية المختلفة تؤثر بصورة فعالة

في الطلب على السلع والخدمات ومن ثم على المستوى العام للأسعار الذي ينعكس أثره على النشاط الاقتصادي. إذ أن التغيرات في كمية النقود تؤثر على الاستهلاك والإنتاج بصورة خاصة ومن ثم النشاط الاقتصادي، بصورة عامة نتيجة الفائض أو النقص في كمية النقود اللازمة للحفاظ على استقرار القيمة الحقيقية للنقود ومن ثم على مستوى النشاط العام.

(1) ثريا الخزرجي، السياسة النقدية في العراق بين تراكمات الماضي وتحديات الحاضر. مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة العدد الثالث والعشرون، 2010، ص3.

(2) هابل عبد المولى طشطوش، النظريات النقدية ودورها في تفسير الدورات الاقتصادية ص8. نظر يوم 24 أوت 2013،

<http://www.iefpedia.com> .h23:55

وبذلك يلاحظ أن للنقود وظائف ديناميكية مختلفة باستعمالها كأداة للسياسة الاقتصادية وسيلة للتدخل الحكومي في النشاطات الاقتصادية المختلفة، فالتطورات الحديثة في النظرية النقدية أوضحت وأكدت على دور النقود في الاقتصاد من خلال تأثيرها على المستوى العام للأسعار ومستوى العمالة والدخل وتوزيع الثروة والتمويل الحكومي. (1)

### ثانيا : السياسة النقدية والأزمات الاقتصادية.

إن للدورات الاقتصادية عواقب وخيمة على الاقتصاديات الرأسمالية وهذا ما أفرزته عبر التاريخ، و ما يرافقها من زيادة كبيرة في مستوى البطالة وانخفاض مستوى الإنتاج وكساد التجارة الخارجية وعجز كبير في ميزان المدفوعات. حيث قدم الاقتصاديين عدة نظريات وأطروحات توضح الأسباب الحقيقية اللازمة، حيث تنطلق هذه النظريات في تفسير الدورات الاقتصادية من عوامل نقدية بحتة إذ تعتقد بان سبب الدورات الاقتصادية ناتجة عن التوسع والانكماش في المعروض النقدي والائتماني إما قبل أو أثناء التوسع الاقتصادي، وهذا الكلام يؤكد ارتباط السياسة النقدية بالاستقرار الاقتصادي ودورها في محاربة التضخم أو الكساد على حد سواء. كما تفترض هذه النظرية أن النظام الاقتصادي متوازن عند مرحلة التوظيف الكامل وثبات عرض النقود وسرعة تداولها وان البنوك التجارية ملزمة بالاحتفاظ بنسبة % 100 من الاحتياطات إلى الودائع وبالتالي فان إجمالي الائتمان المخصص للاستثمار لا بد أن يكون مصدره ادخارات المجتمع، وبناء على ذلك فان الموارد المخصصة للاستهلاك الجاري تستخدم في المراحل العليا للإنتاج في حين الموارد المخصصة للاستثمار تستخدم في المراحل الدنيا للإنتاج، وعند وصول الاقتصاد إلى حالة الاستخدام الكامل فسوف يتم انتقال الموارد من المراحل العليا للإنتاج إلى المراحل السفلى والتوسع في الإنتاج، بالإضافة إلى قيام البنوك التجارية بتعظيم إرباحها ومحاولة التخلص من الفائض الاحتياطي الموجود لديها وذلك عن طريق زيادة القروض الممنوحة للمستثمرين حيث تؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة السائدة في السوق عن سعر الفائدة الطبيعي مما يخلق حافز لدى المستثمرين على زيادة الطلب وبالتالي ارتفاع الأسعار. (2)

### المطلب الثاني: أدوات السياسة النقدية.

(1) أحمد حسين الهيتي، أوس فخر الدين أيوب، دور السياسات النقدية والمالية في النمو الاقتصادي. مجلة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 4 العدد 8، العراق، 2012، ص ص 19-20.

(2) رجاء خضير عبود موسى الربيعي، التحليل الفكري للدورات الاقتصادية، ص ص 14-15. نظر يوم 24/06/2013،

تعتمد السلطات النقدية في إدارة شؤون النقد والائتمان على نوعين من الوسائل لتحقيق أهدافها وهي وسائل كمية أو عامة تستهدف التأثير في حجم النقد العامة، ووسائل نوعية أو كيفية تستهدف التأثير في نوع الائتمان ووجهته وسنأخذ كلا منها بالتفصيل.

### الفرع الأول: أدوات السياسة النقدية الكمية.

تتحكم السياسة النقدية في القطاع المصرفي عبر مجموعة من الأدوات الكمية، متمثلة فيما يلي:

#### أولاً: سياسة السوق المفتوحة:

وهي عملية بيع وشراء البنك المركزي للأوراق المالية الحكومية في السوق، والهدف الأساسي هو التأثير المباشر في حجم الودائع لدى البنوك التجارية، وآلية هذه السياسة تتمثل بقيام البنك المركزي بشراء السندات الحكومية التي تحتفظ بها البنوك التجارية، ومقابل هذه العملية يدفع ثمن السندات نقداً مما يزيد من الودائع المتوفرة لدى البنوك التجارية، مما يعني زيادة قدرة هذه البنوك على الإقراض وبالتالي زيادة عرض النقد، والعكس يحدث عندما يقوم البنك المركزي بطرح كميات من السندات الحكومية للبيع لدى البنوك التجارية، فإنه يحصل مقابل هذا البيع على نقد، مما يؤدي إلى انكماش حجم الودائع لدى البنوك التجارية، وبالتالي انخفاض قدرتها على الإقراض مما يؤدي إلى انخفاض عرض النقد، وتعد هذه السياسة من السياسات غير المباشرة فالتأثير المباشر يقع على حجم الودائع وتؤثر عمليات السوق المفتوحة على أسعار الأوراق المالية، وعلى أسعار الفائدة وعلى استثمارات البنوك وقروضها، ف شراء البنك المركزي للسندات قد يؤدي إلى رفع سعرها مما يخفض سعر الفائدة للعلاقة العكسية المعروفة، ومع ازدياد الودائع لدى البنوك سيشجع ذلك البنوك على الإقراض مما يؤدي في النهاية إلى زيادة عرض النقد، والعكس يحدث إذا قام البنك ببيع السندات الحكومية.

#### ثانياً: معدل إعادة الخصم:

وتعد من أقدم الوسائل استخداماً فهي تستخدم منذ القرن التاسع عشر وهي عبارة عن سعر الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي من البنوك التجارية مقابل إعادة خصم ما لديها من كمبيالات وأذونات خزينة، أو لقاء ما يقدمه إليها من قروض، فإذا أراد البنك المركزي الحد من التوسع في إقراض الأفراد من البنوك التجارية، فإنه يلجأ إلى رفع سعر الفائدة على القروض المقدمة للأفراد، فيخفض بذلك عدد المقترضين وتقل قروضهم مما يؤدي إلى انخفاض عرض النقد والعكس إذا أراد البنك المركزي تشجيع البنوك التجارية على تقديم القروض للأفراد. (1)

(1) إبراهيم عبد الحليم عبادة، السياسة النقدية ضوابطها وموجهاتها في اقتصاد إسلامي. الملتقى الدولي الأول "الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل"، المركز الجامعي بغرداية، أيام 23-24/2/2011، ص ص 8-9.

## ثالثاً: سياسة تعديل نسبة الاحتياطي القانوني:

تتبلور فكرة تغيير نسبة الاحتياطي كأداة للسياسة النقدية في مطالبة السلطات النقدية للبنوك التجارية بالاحتفاظ بقدر من النقود الحاضرة لدى البنك المركزي بدون مقابل. ويتحدد هذا القدر بصفة أساسية معينة من إجمالي أرصدة الودائع تحت الطلب التي يحتفظ بها العملاء لدى البنك التجاري، وقد يتسع ذلك القدر ليشمل نسبة إضافية من أرصدة الحسابات والودائع لأجل لدى هذه البنوك.

وتأتي مقدرة البنك المركزي في التحكم في حجم الائتمان وإدارة السياسة النقدية باستخدام هذه الأداة عن طريق تغيير نسبة الاحتياطي رفعا أو خفضا بما يؤدي إلى نقص أو زيادة حجم الاحتياطات الفائضة لدى البنوك التجارية، وبالتالي إلى نقص أو زيادة قدرة هذه البنوك على الإقراض ومنح التسهيلات الائتمانية فيتأثر بذلك الطلب على القروض بغرض الاستثمار، مثلاً يترتب على تعمد البنك المركزي رفع نسبة الاحتياطي على الحسابات الجارية تغير قدرة البنوك التجارية على استغلال أرصدة هذه الحسابات، وهي أرصدة غير مكلفة بطبيعتها في تحقيق الإيرادات السهلة. كما أن رفع نسبة الاحتياطي على الحسابات الاستثمارية يؤدي هو الآخر إلى زيادة التكلفة على البنوك لضياح فرصة تحقيق أرباح كان من الممكن تحقيقها. ويؤدي ذلك بمجموعه إلى تأثر حجم التكاليف لدى البنوك بصفة عامة واضطرارها إما إلى رفع سعر الفائدة المدينة على القروض الممنوحة للمستثمرين، أو خفض سعر الفائدة الدائنة على الودائع المحفوظة بها لديها. ويؤثر ذلك كله على حجم المتغيرات الكلية كالاستثمار والادخار.<sup>(1)</sup>

## الفرع الثاني: أدوات السياسة النقدية الكيفية.

بالإضافة إلى الأدوات الكمية للسياسة النقدية، هناك أدوات كيفية تعمل من خلالها نذكر منها:

## أولاً: سياسة تأطير القرض:

(1) حسين كامل فهمي، أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها البنوك المركزية في اقتصاد إسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، بحث رقم 23، جدة، 2009، ص 17.

استعمل هذا النظام في فرنسا لأول مرة سنة 1958 والذي ينص على إلزام البنوك بصفة إجبارية على عدم زيادة حجم القروض الممنوحة من طرفها عن الحد الأقصى. وفي حالة تجاوز من طرف البنوك فإنها تتعرض لعقوبات في البداية على شكل تخفيض سقف إعادة الخصم لها.

كما ينص النظام على تقييد أو تضيق تطور القروض الممنوحة بشكل يؤدي إلى خلق اقل للنقود الكتابية وطلب اقل للنقود المركزية من مؤسسة الإصدار .

ولا تكون سياسة تأطير القرض ذات فعالية إلا إذا تم تطبيقها على جميع أنواع القروض القصيرة والمتوسطة وبالتالي يجب إعطاؤه صيغة عامة كما أن التجربة بينت أن سياسة تأطير القرض تتجه إلى تشجيع ما يسمى في اللغة المصرفية عمليات وجه لوجه les opérations face à face.

وعادة ما تنتظر البنوك نظرة سيئة جدا إلى هذه الممارسة لأنها تجعلها تتجه إلى إلغاء دائرة القرض وتضع حدا لوظيفتها في الوساطة، وتفضل بعض هذه البنوك تطبيق العملية وتقوم بإعطاء كفالة ضمان لبعض المؤسسات المقترضة وخاصة المؤسسات التي ليس لديها هذا الضمان لا تكون مقبولة في سوق وجهها لوجه، وهذا العمل يجعل البنوك تتجه إلى الحفاظ على وضعيتها ولكن في نفس الوقت تساهم في الحد أكثر من فعالية سياسة تأطير القرض.

### ثانيا: السياسة الانتقائية للقرض.

للقيام بسياسة تأطير القرض يقوم البنك المركزي باستخدام أدوات انتقائية للتحكم في القروض الموزعة من طرف البنوك وهي:

- ✓ تسديد خزينة الدولة لجزء من الفوائد من أجل تكلفة القرض المتعلق ببعض أنواع التمويلات المتعلقة بالتصدير أو بالسكن أو الزراعة أو الصناعة أو المهن الحرفية، والجزء الذي تأخذه الخزينة على عاتقها يغطي الفارق بين معدل الفائدة على القرض وكلفة الموارد التي تمول القرض وقد يأخذ شكل الإعانة المباشرة من طرف الدولة.<sup>(1)</sup>
- ✓ إعادة خصم الأوراق فوق مستوى السقف: عندما يشجع البنك المركزي بعض الأنشطة فإنه يقوم بإعادة خصم الكمبيالات الخاصة بهذه القروض مثل قروض الصادرات حتى بعد تجاوز السقف المحدد مع استعمال معدل إعادة الخصم العادي.

(1) مفتاح صالح، وسائل السياسة النقدية في الرقابة على الكتلة النقدية. مجلة العلوم الإنسانية، العدد الرابع عشر، بسكرة، جوان 2008، ص41.

✓ فرض أسعار تفاضلية لإعادة الخصم: تفرض السلطات النقدية معدل إعادة خصم مفضل للتأثير على القروض الموجهة لبعض الأنشطة التي تريد الدولة تشجيعها، وهذا حسب الظروف الاقتصادية السائدة انكماشية كانت أو تضخمية.<sup>(1)</sup>

ويمكن القول بشكل عام أن هذه الأدوات الكيفية تستعمل لتجنب التأثير الشامل الذي تخلفه الأدوات الكمية، وبالتالي فهي تقوم بوضع حدود أو قيود على منح القروض لعمليات معينة، ومنحها لقطاعات مهمة في الاقتصاد الوطني، ولهذا تبدو فعاليتها في التأثير على توزيع القروض بين الأنشطة المختلفة، كما أن هذه الأدوات مكملة لأدوات الرقابة الكمية ولكن هذه الأدوات لا تتمتع بنجاح كبير، وإنما تتوقف على طالبي القروض أو المستفيدين من القروض عندما يقومون باستعمال هذه القروض في الهدف المتفق عليه مع البنك، وإلا فالنتيجة لا تكون مرضية لزيادة فعالية أدوات الرقابة الكيفية.<sup>(2)</sup>

تعتبر هذه من أهم أدوات السياسة النقدية غير انه هناك مجموعة أخرى من الأدوات من بينها:

### ثالثا: الإقناع الأدبي.

يقوم هذا الأسلوب على قيام البنك المركزي ممثلا للسلطة النقدية في الاقتصاد بمحاولة إقناع البنوك التجارية بما يلزم إتباعه لمواجهة مشاكل الاقتصاد، وما يتعين عليهما القيام به في هذا الشأن<sup>(3)</sup>

تعتبر هذه السياسة سلاح من أسلحة البنك المركزي في توجيه النصح للمصارف التجارية وذلك بعدم التوسع في تقديم قروض وخاصة القروض التي توجه للمضاربة إذا ما رأيت إن في ذلك خطر على الاقتصاد القومي ويأخذ هذا التوجيه الأدبي أشكال مختلفة منها إرسال مذكرات إلى المصارف الأعضاء بالامتناع عن قبول أوراق معينة أو عدم الإقراض لمشروعات معينة، كما تأخذ شكل تحذير بعدم قبول إعادة الخصم لبعض الأوراق التجارية أو عدم تقديم الأموال المطلوبة كما تعمل أيضا لإقناع المصارف على التوسع في الائتمان كما حدث أثناء الحرب العالمية الثانية. ومدى نجاح هذه السياسة يتوقف على:

- مدى أهمية البنك المركزي بالنسبة للمصارف الأخرى.
- مدى التعاون بين المصارف التجارية و البنك المركزي.<sup>(1)</sup>

(1) المرجع السابق، ص41.

(2) مفتاح صالح، النقود والسياسة النقدية مع الإشارة إلى حالة الجزائر في الفترة ( 90-2000). أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الدولة في العلوم الاقتصادية فرع النقود والمالية، الجزائر، 2002-2003. ص149.

(3) مسعودة نصبة، دلال بن طيبي، فعالية أدوات السياسة النقدية في الاقتصاد الإسلامي. نظر يوم 26 أوت 2013، ص14:40، ص

5, <http://iefpedia.com>

## رابعاً: التعليمات المباشرة والأوامر الملزمة :

وفي هذه الحالة يقوم البنك المركزي بإصدار التعليمات المباشرة والأوامر الملزمة بشكل منفرد باتجاه البنوك التجارية باعتباره ممثلاً للسلطة النقدية في الدولة، محددًا الضوابط التي تحكم أنشطة الائتمان والاستثمار بالبنوك، وتتميز هذه الأوامر والتعليمات بالإلزامية بحيث يتعرض البنك الذي يتجاهلها إلى عقوبات متفاوتة قد تبدأ بالتضييق عليه في مجال الخصم... ومنح التمويل المطلوب وتصل إلى درجة التوقيف الجزئي أو الكلي للبنك.

## خامساً: الرقابة المباشرة و الجزاءات :

وتتم الرقابة المباشرة من قبل البنك المركزي على أنشطة البنوك التجارية وأوضاعها بصورة تمكنه من توجيهها ومتابعتها والتأثير في سير عملياتها الائتمانية، بما يتناسب والأوضاع الاقتصادية المطلوب الوصول إليها.

أما الجزاءات فهي آخر أسلوب قد يلجأ إليه البنك المركزي ليضمن تنفيذ سياساته النقدية من قبل البنوك التجارية والتزامها بالتوجيهات والأوامر الصادرة عنه، وقد تكون هذه الجزاءات إيجابية تتمثل في تشجيع البنوك المنفذة للتعليمات والأوامر والتوجيهات، وتوفير سلة من الحوافز لمكافأتها، الأمر الذي يحفز البنوك الأخرى على الالتزام بالسياسة العامة للبنك المركزي. كما قد تكون الجزاءات سلبية تجاه البنوك التجارية التي لا تلتزم بالأوامر والتوجيهات مثل الحرمان من الائتمان الممنوح من البنك المركزي وأنواع الخصم المرتبطة به، وقد يصل الأمر إلى إيقاف نشاط البنك وتجميده بشكل مؤقت أو بصورة دائمة حسب طبيعة المخالفة المرتكبة من قبله.<sup>(2)</sup>

## المبحث الثالث: ماهية السياسة المالية.

زادت أهمية السياسة المالية كسياسة اقتصادية كلية خاصة بعد أزمة 1929، أين أصبح من الضروري تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية بشكل أوسع لضمان تفعيل الأداء الاقتصادي لأنها تستطيع

(1) زكريا الدوري، يسري السامري، البنوك المركزية والسياسات النقدية، مرجع سابق، ص 218.

(2) صالح صالحي، أدوات السياسة النقدية والمالية الملائمة لترشيد دور الصيرفة الإسلامية. مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية،

نظر يوم 2013/06/26، h23:03، <http://www.giem.info>

أن تقوم بالدور الأعظم في تحقيق الأهداف المتعددة التي ينشدها الاقتصاد الوطني، وذلك بفضل أدواتها المتعددة التي تعد من أهم أدوات الإدارة الاقتصادية في تحقيق التنمية الاقتصادية والقضاء على المشاكل التي تعوق الاستقرار الاقتصادي، فبالإضافة إلى الآثار التوزيعية والتخصيصية لأدوات السياسة المالية توجد آثار استقرارية تتمثل في دور الإنفاق الحكومي والضرائب في التأثير على الطلب الكلي ومن ثم على المتغيرات الاقتصادية الكلية.

### المطلب الأول: مفهوم السياسة المالية.

تحتل السياسة المالية مكانة هامة بين السياسات الأخرى والمنتبع لتطور السياسة المالية عبر مختلف المدارس الاقتصادية يلاحظ ذلك الاختلاف الشاسع الذي عرفته هذه السياسة بين المدارس، كما أنه يلاحظ الاختلاف في أهداف السياسة المالية بين كل من الدول النامية والدول المتقدمة.

### الفرع الأول: تعريف السياسة المالية.

لقد اشتق مصطلح السياسة المالية أساسا من الكلمة الفرنسية "FISC" والتي تعني حافظة النقود أو الخزانة، و السياسة المالية جزء من السياسات الاقتصادية وتمثل تلك القرارات المتخذة من طرف الحكومة والخاصة بالإنفاق والضرائب، والتي يكون الهدف منها مراقبة مستوى الإنتاج المحلي الإجمالي لكي يكون قريبا من مستوى الإنتاج الممكن أي مستوى التشغيل الكامل. ونظرا لأن حصة الإنفاق الحكومي من الطلب الكلي حصة معتبرة بالإضافة إلى تأثير الضرائب على مستوى الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري فإن القرارات المتعلقة بهما لها الأثر البالغ على الطلب الكلي ومن ثم الإنتاج الكلي.<sup>(1)</sup>

كما تتمثل في " دور الحكومة في فرض الضرائب المباشرة وغير المباشرة وتحصيلها لإيرادات يتم إنفاقها في مجال الخدمات العامة للأفراد وخاصة الإنفاق الحكومي على مجالات رأس المال الاجتماعي. (2)

وتعرف على أنها "مجموعة الإجراءات المتخذة من قبل السلطات الحكومية لتعديل حجم النفقات العامة أو الحصيلة الضريبية من أجل خدمة الأهداف الاقتصادية، وخاصة معالجة البطالة أو التضخم، حيث يكون لزيادة النفقات العامة نفس أثر تخفيض الضرائب، كما يكون لتخفيض النفقات العامة نفس أثر

(1) البشير عبد الكريم، الفعالية النسبية للسياسة المالية والنقدية في الجزائر. الملتقى الدولي "السياسات الاقتصادية في الجزائر" واقع وآفاق، تلمسان يومي 29-30 ديسمبر، 2004، ص.29

(2) بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات والنقدية، (ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006)؛ ص.99 .



زيادة الضرائب. (1) لكن هذا التعادل بين أثر الإنفاق العام وأثر الضرائب يتوقف على نجاح السياسة الضريبية في التأثير الإيجابي على توزيع الدخل (عدالة السياسة الضريبية)، لذلك فإن سياسة الرفع من الإنفاق العام تبقى أكثر فعالية من تخفيض الضرائب، لأن مضاعف الاستثمار في حالة زيادة الإنفاق العام يزيد عن حجم المضاعف في حالة تخفيض الضرائب. (2)

كما تعتبر من الوسائل الهامة للدولة في التدخل في النشاط الاقتصادي، لذا فإن الدولة تستطيع من خلالها تكييف مستويات الإنفاق العام و الإجراءات العامة و التأثير في التنمية الاقتصادية و تحقيق الرفاهية الاقتصادية و العدالة الاجتماعية. (3)

### أهداف السياسة المالية:

وهي الأهداف العامة المعروفة والمتمثلة فيما يلي:

- التأثير على العمالة بلبتجاه الاستخدام الكامل للموارد.
- التأثير على التنمية، باتجاه زيادة كفاءة الموارد المتاحة، وزيادة حجم الموارد الممكن استخدامها.
- التأثير على حجم الدخل والثروة، والضمان الاجتماعي.
- الاستقرار الاقتصادي وتجنب الهبوط في النشاط الاقتصادي وتقليل شدته، والتخفيف في حدة الرواج.
- توفير الموارد المالية للأهداف الاقتصادية وغير الاقتصادية للدولة. (4)
- المحافظة على قيمة النقود من خلال إجراءات مالية كالاعتماد على الموارد المحلية مما يؤدي إلى استقرار المستوى العام للأسعار
- تساهم السياسة المالية بتأثيرها في الدورة الاقتصادية عن طريق تكييف نفقاتها وفق الوضع الاقتصادي القائم.

(1)Dominick salvadore, eugene diulio , **principes d'économie. « cours et problème, séries schaum »**:( MG graw.Hill, paris, 1984), p. 96.

(2) طارق الحاج، **المالية العامة**، (دار الصفاء للنشر والتوزيع، الاردن، 1999)؛ ص 204.

(3) موسى رحمانى، **نحو ميزة نسبية للاقتصاد الجزائري عن طريق تفعيل ادوات السياسة المالية**. الملتقى الدولي "السياسات الاقتصادية في الجزائر" واقع وآفاق، تلمسان يومي 29-30 ديسمبر، 2004، ص 1.

(4) منذر قحف، **الأسس الشرعية للسياسة المالية في النظام الاقتصادي الإسلامي**. محاضرة في ندوة الأسس والقواعد الشرعية للاقتصاد التي تعقد في الكويت بالتعاون بين المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية بجدة وكل من كليتي التجارة والشريعة بجامعة الكويت واللجنة الاستشارية العليا لاستكمال تطبيق الشريعة الإسلامية في الكويت، ص 3.

أن تشابه الخطوط العريضة لأهداف المجتمعات النامية و المتقدمة قد لا يعني إمكانية استخدام نفس السياسة المالية لتحقيق الأهداف المرجوة في كلا النوعين من المجتمعات فهناك اختلاف في الأيديولوجيات و نظم الحكم و النظم الاقتصادية و الاجتماعية والسياسية و العادات و الحضارة و هناك الاختلافات في مستويات التقدم الاقتصادي بكافة أبعاده. (1)

### الفرع الثاني: علاقة السياسة المالية بالسياسة الاقتصادية.

كان سائدا عند الكلاسيك أن السياسة المالية تستعمل بهدف الوصول إلى التوظيف الكامل، كما تستعمل السياسة النقدية من خلال تخفيض أسعار الفائدة لتحقيق النمو الاقتصادي، في حين تستعمل السياسة التجارية لتحقيق الاستقرار في ميزان المدفوعات. حتى جاء الفكر الكنزي الذي أظهر أهمية وفعالية السياسة المالية كسياسة تثبيت استجابة لصددمات الطلب الكلي كما أن الاستخدام المترام للأدوات من أجل إنجاز أهداف متعددة في وقت واحد هي طريقة أكثر فعالية وأضمن نجاحا، بدلا من استخدام أدوات محددة لأغراض وأهداف محددة الأمر الذي أدى إلى تنامي الاعتقاد بتشابك وتعقد الحياة الاقتصادية مما أدى في النهاية إلى اللجوء للحلول الشمولية، وهو ما يفسح المجال أمام استخدام النماذج الاقتصادية.

يتحقق التوازن الاقتصادي للسياسة المالية عندما تكون المنفعة التي يتم تقديمها إلى الاقتصاد الوطني مساوية على الأقل عن التي حجبت عن الدخل الوطني نتيجة اقتطاع الأموال، فإذا انخفض الدخل الوطني نتيجة زيادة الاقتطاعات العامة فهذا يعني أن النفقات العامة قد تجاوزت حدها الأعلى، أما إذا ازداد الدخل الوطني فهذا يعني أننا نميل إلى الحد الأدنى لحجم الإنفاق العام والاقتطاعات العامة، الأمر الذي يدخل على أن التوازن الاقتصادي الذي تحققه السياسة المالية العامة يعظم مردود النظام الاقتصادي ويساهم في تحقيق التوازنات الاقتصادية. (2)

إن تزايد حجم الإنفاق العام يمكن أن يكون دافعا لتحريك الأنشطة الاقتصادية، كما أن زيادة الإعفاءات الضريبية للمشروعات الإنتاجية في أولى مراحل إنتاجها يمكن أن يكون حافزا لتحريك الاستثمارات في هذا المجال. إلا أن فعالية هذه الأدوات تتوقف على درجة النمو والظروف الاقتصادية. فنجد مثلا الحصيلة الإيرادية عندما تكون محكومة بالهياكل الاقتصادية لمختلف الدول المتقدمة، وذلك ينعكس في صورته زيادة الاستقطاعات المباشرة وأيضا الحصيلة الضريبية، بعكس الحال في الاقتصاديات

(1) موسى رحمان، نحو ميزة نسبية للاقتصاد الجزائري عن طريق تفعيل أدوات السياسة المالية، مرجع سابق، ص 1.

(2) دراوسي مسعود، السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي حالة الجزائر: 1990-2004. أطروحة مقدمة لنيل

درجة دكتوراه دولة، الجزائر، 2006/2005، ص 105

النامية، حيث ينخفض متوسط الدخل الفردية ويزداد الميل الحدي للاستهلاك والاستيراد وتراخي الزيادة في حجم الصادرات نظرا لضعف وعدم مرونة الجهاز الإنتاجي. كل هذا يؤدي إلى انخفاض حصة الضرائب المباشرة وزيادة أهمية الضرائب الغير مباشرة (الضرائب على الاستهلاك والإنفاق). فضلا على حساسية العمليات بالإيرادات العامة وتأثيرها بأي تغير في الظروف الاقتصادية، بمعنى زيادة الحصة الضريبية في أوقات الرواج وانخفاضها في فترات الركود.

ومن ناحية أخرى نجد أن الإنفاق العام يمكن أن يتأثر أيضا بطبيعة الهيكل الاقتصادي ، ففي الدول النامية تضطر الحكومة إلى بذل مزيد من التضحيات من أجل سد الثغرة بين الاستثمار الخاص والحجم المرجو من الاستثمارات الكلية ، وذلك عن طريق زيادة إنتاجها العام الاستثماري .وقد يؤدي هذا الاتجاه إلى زيادة أعباء الإنفاق العام ، وذلك في حالة تزايد النفقات التحويلية العامة مثل الإعانات الاجتماعية ومنح معاشات للمعدين ...وذلك في خلال فترات التضخم الجامح أو الانكماش الاقتصادي أو سوء الأحوال الاقتصادية. كذلك تزايد النفقات الوظيفية للدولة في الفترات التي يسودها التضخم الجامح مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الخدمات والإنشاءات العامة إلا أننا لا يجب أن نتجاهل أن درجة حساسية تكلفة الإنفاق العام بالنسبة للظروف الاقتصادية عادة ما تكون أقل من درجة حساسية الإيرادات العامة بالنسبة لها. (1)

### الفرع الثالث: علاقة السياسة المالية بالسياسة النقدية.

كما سبق وذكرنا أن النظريات النقدية تفضل استخدام السياسة النقدية لمعالجة المشاكل الاقتصادية وفترات الأزمات التي يمكن أن يتعرض لها الاقتصاد الوطني، في حين اعتمدت النظرية الكينزية على السياسة المالية، حيث يرون أنها أكثر نجاعة من السياسة النقدية التي لا يمكن أن تؤثر في إحداث التوازن الاقتصادي الكلي خاصة في فترات الكساد حيث لا يمكن أن تؤثر في سعر الفائدة في منطقة ضخ السيولة. لذلك يرى "كينز" أفضلية السياسة المالية في معالجة الركود ويمكن استخدام السياسة النقدية في فترة التضخم عن طريق التحكم في المعروض النقدي من قبل تدخل السلطات النقدية (البنك المركزي) .

إن استعمال السياستين المالية والنقدية تتطلب مهارة في التنسيق والملائمة بغية التأثير على النشاط الاقتصادي سواء كان يعاني هذا الوضع من الضغوط التضخمية أو الضغوط الانكماشية .

(1) سهير محمد السيد حسن ،محمد محمد البنا ،الاتجاهات الحديثة في السياسات التجارية، مرجع سابق، ص 130-131

عندما تلجأ الحكومة إلى السياسة المالية لتخفيض حجم الإنفاق من أجل تقليص حجم الطلب الكلي - حالة التضخم- فسيترتب على ذلك حدوث بطالة والعكس تماما عندما تزيد الحكومة من حجم الإنفاق أو تضخيم الضرائب بغية رفع حجم الطلب الكلي -حالة الكساد- حيث تظهر مشكلة ارتفاع المستوى العام للأسعار ومن ثم تظهر بوادر التضخم من جديد وهذا ما يعرف بمنحنى "فيلبس" الذي يحلل إشكالية الاختيار بين البطالة والتضخم. لذا تواجه الحكومات مشكلة جوهرية تتمثل في الاختيار والتنسيق والملائمة بين السياسة المالية والسياسة النقدية ومن ثم إشكالية التنسيق بين الإجراءات والتدابير الخاصة بكل سياسة خاصة وأن أوضاع الدول من حيث النظام الاقتصادي وهيكل الإنتاج والسياسة النقدية العامة تختلف من بلد متقدم إلى بلد في طريق النمو إلى بلد متخلف .

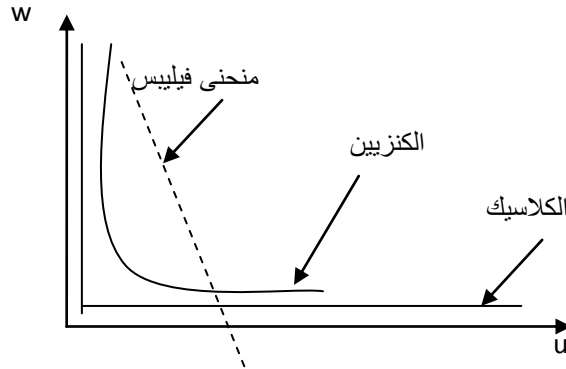
من هنا تظهر أهمية التنسيق والتلازم فيما بين السياستين المالية والنقدية لمعالجة التضخم أو الكساد وتأثيرهما على كل من سعر الفائدة والدخل لأحداث التوازن الاقتصادي الكلي وعليه تعتبر السياستان النقدية والمالية بمثابة الآليات التي يتم استخدامهما في ضبط توازن السياسة الاقتصادية العامة للدولة. لذلك ينبغي التنسيق والملائمة بين وسائل وأدوات وأهداف كل سياسة على حدة بغية تجنب التعارض والتضارب بين أهداف وأدوات هاتين السياستين أو بين وسائل وأهداف كل سياسة لوحدها.<sup>(1)</sup>

إن العلاقة بين معدل البطالة ومعدل التغير في الأجور النقدية علاقة عكسية، ففي الفترات التي تتزايد فيها البطالة يكون العمال على استعداد لقبول أجور منخفضة في سبيل الحصول على وظيفة بدلا من البقاء في حالة بطالة وبالتالي تتناقص معدلات الزيادة في الأجور، وعلى العكس في الفترات التي تقل فيها البطالة تتزايد فيها قدرة العمال على المطالبة بزيادة الأجور بدرجة كبيرة، وتم تمثيل هذه العلاقة بيانيا في شكل منحنى عرف باسم منحنى فيليبس Philips Curve.<sup>(2)</sup>

(1) بالعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، مرجع سابق، ص 108-109.

(2) لعراف فائزة، سعودي نجوى، دراسة قياسية لمنحنى فيليبس في الجزائر خلال الفترة 2003-2011، الملتقى العلمي الدولي "إستراتيجية الحكومة في القضاء على البطالة وتحقيق التنمية المستدامة"، المسيلة، خلال الفترة 15-16 نوفمبر 2011، ص 3.

الشكل رقم(6): منحنى فيليبس



Sours : Loï Phan Duc, Un aperçu de la littérature théorique sur la courbe de Phillips In: Revue économique. Volume 22, n°5, 1971. pp.755

U: البطالة

W: التضخم

### المطلب الثاني: أدوات السياسة المالية.

مثل ما تستطيع الحكومة التأثير على الاقتصاد الوطني وإدارته باستخدام السياسة النقدية من خلال أدواتها فإنها أيضا تستخدم أدوات السياسة المالية من ضمن السياسة الاقتصادية العامة، من اجل تحريك عجلة الاقتصاد وتمثل أدوات السياسة المالية في الإيرادات، النفقات، والموازنة العامة.

### الفرع الأول: النفقات.

تعرف النفقة العامة بأنه " مبلغ نقدي يخرج من الذمة المالية للدولة أو إحدى هيئاته، بقصد إشباع حاجة عامة".

أما موسوعة المصطلحات الاقتصادية و الإحصائية فتعرفها بأنها " ما تتفقه الحكومة المركزية والسلطات المحلية والمشروعات العامة على السلع والخدمات (متضمنة الإنفاق الرأسمالي) والإعانات والمنح والمدفوعات المحولة مثل فوائد الدين العام ومعاشات التقاعد " وتعتبر النفقة العامة ذات طبيعة نقدية، فلا تدخل في عداد النفقات العامة تلك التي تتم بصورة عينية. كما أنها تصدر من الجهاز المركزي للدولة أو الهيئات التنظيمية التابعة له بهدف إشباع حاجة عامة. (1)

(1) كماسي محمد الأمين، دادن عبد الغني، تحليل النفقات في الميزانية العامة للدولة باستخدام أسلوب التحليل إلى المركبات الأساسية -حالة الجزائر في الفترة الممتدة بين 1970-2000. مجلة الباحث، عدد01، ورقلة، 2002، ص71.

## أولاً: أركان النفقات.

## 1. النفقة العامة هي مبلغ نقدي :

لقد أدى تطور النشاط الاقتصادي إلى الانتقال من نظام المقايضة إلى النظام النقدي، حيث بات استخدام النقود وسيلة في التبادل ولم يختلف كتاب المالية العامة على أنه عند غياب أداء المقابل أي من حالة عدم قيام الهيئات العامة بتقديم مدفوعات لا وجود للنفقة العامة. وذلك مثلاً إذا صادرت الدولة أموالاً بدون مقابل أو أجبرت بعض الأفراد على القيام بعمل أو خدمة أو تقديم سلعة بدون مقابل، كما في نظام السخرة والاستيلاء جبراً بدون تعويض. وعدم وصف تلك التصرفات بأنها من قبيل الإنفاق العام بعد أمر بديهي ومنطقي حيث أن الدولة لم تخرج من ذمتها مقابلاً ولم تتنازل عن إيراد كان يمكن تحصيله. إلا عند حصول الدولة على سلع وخدمات دون مقابل نقدي فلا حاجة للنفقة العامة.

## 2. صدور النفقة عن جهة أو شخص عام :

يجب أن يكون المبلغ النقدي المستخدم في الحصول على السلع والخدمات قد خرج من ذمة الدولة بموجب من أحد أشخاص القانون العام، ويقصد بالأشخاص العام لكون هنا هم الهيئات الحكومية سواء كانت محلية أو مركزية، أما على سبيل المثال قيام شخص ببناء مدرسة أو مستشفى ومن ثم إهداؤها إلى الدولة، فإن هذا الإنفاق لا يعد إنفاقاً عاماً لأنه لم يصدر من أحد أشخاص القانون العام.

## 3. النفقة العامة تهدف إلى تحقيق المصلحة العامة :

تري غالبية المؤلفات المالية أنه لكي يتحقق وجود النفقة العامة لا يكفي صدورها من جهة عامة. بل يجب أن يستهدف الإنفاق إلى تحقيق منفعة عامة أي لقضاء مصلحة عامة وليس لإشباع حاجة خاصة، وبالتالي فإن قيام موظف عام أو هيئة عامة بإنفاق مال عام بقصد تحقيق مصالح شخصية أو خاصة لا يعتبر إنفاقاً عاماً.<sup>(1)</sup>

(1) مصطفى الفار، الإدارة المالية العامة (دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2007)؛ ص50.

### ثانياً: تقسيمات النفقات.

تعددت معايير تقسيم النفقات، حيث أن كل تقسيم يستند إلى معيار معين لذلك سوف تتم الإشارة إلى بعض التقسيمات وليس جميعها:

#### 1. الإنفاق الحقيقي والإنفاق التحويلي.

يأتي هذا التقسيم من ناحية التأثير على الدخل القومي، ويستند إلى ثلاثة معايير للتفرقة بين هذين النوعين من الإنفاق حيث يشير معيار المقابل إلى أن أساس التفرقة هو ما إذا كانت النفقة تتم بمقابل أو بلا مقابل، فالنفقات الحقيقية تتم مقابل تقديم خدمة، كالخدمات الصحية، أما التحويلية لا يوجد لها مقابل كالإعانات.

وهناك معيار الزيادة المباشرة في الإنتاج القومي، حيث تعتبر حقيقية إذا أدت مباشرة إلى زيادة الإنتاج القومي، والعكس فإنها تعتبر تحويلية. والمعيار الذي يقوم بالاستهلاك المباشر للموارد الاقتصادية للمجتمع، فإذا كانت الدولة هي من يقوم بالاستهلاك المباشر للموارد الاقتصادية تعتبر النفقة حقيقة، أما إذا كان الأفراد هم من ينفقون تعتبر تحويلية.<sup>(1)</sup>

#### 2. التقسيم الوظيفي.

ويكون تبعاً للوظائف التي تؤديها الدولة، والغرض منه هو إظهار مقدار نشاط الحكومة في أوجه إنفاقها المختلفة، وقد ميز الاقتصاديون بين ثلاث وظائف أساسية للدولة، الوظيفة الاجتماعية، الإدارية، الاقتصادية. فالنفقات الإدارية للدولة خاصة بتسيير المرافق العامة، أما النفقات الاجتماعية تتعلق بالأغراض الاجتماعية من أجل التنمية الاجتماعية، وتحقيق الضمان الاجتماعي. في حين أن النفقات الاقتصادية تكون لتزويد الاقتصاد القومي بخدمات أساسية، مثل النقل، الصرف، والمواصلات...

#### 3. النفقات العادية والنفقات غير عادية.

ويرجع هذا التقسيم إلى الحاجة لتحديد مدى الالتجاء إلى الموارد غير عادية لتغطية النفقات العامة ويرى البعض أنه يتم تقسيم النفقات إلى عامة جارية ونفقات عامة رأسمالية، فالأولى تشمل النفقات العامة التي لا يترتب على إنفاقها زيادة في رأس المال الاجتماعي أو زيادة رأس المال الإنتاجي بالمؤسسات

(1) عبد المطالب عبد الحميد، اقتصاديات المالية العامة، (الدار الجامعية، مصر، 2004/2005)؛ ص 188.

العامّة، وتتسم بالدورية والتكرار من سنة لأخرى وتمول عن طريق الإيرادات السيادية والجارية. أما الثانية فهي نفقات غير عادية ترتبط فقد بفترة زمنية معينة ومحددة وهي فترة تشييد المرافق العامّة ومن ثم يمكن تمويلها من خلال مصادر تمويل غير عادية كالقروض والإصدار النقدي.<sup>(1)</sup>

### ثالثاً: آثار النفقات العامّة

#### 1. أثر النفقات العامّة على الاستهلاك

يظهر أثر النفقات العامّة على الاستهلاك من خلال شراء الدولة السلع والخدمات وتوزيع المداخل على أفراد الشعب. ففي الحالة الأولى تشتري الدولة هذه السلع والخدمات وتقدمها للمجتمع مثل وجبات الطلبة والتوسع في الخدمات الصحية والتعليمية، أما في الحالة الثانية، فيتحدد حجم الاستهلاك بما تدفعه الدولة من أجور ومرتبات لعمالها. لكن الاستهلاك يظل منخفضاً إذا اقتصر على الفئات المنتجة، لذلك تتفق الدولة في إطار النفقات الاجتماعية أموالاً كثيرة لزيادة الطلب الكلي الفعال على السلع والخدمات من قبل الطبقات الفقيرة، مما يزيد في حجم الاستهلاك.

غير أن طريقة توزيع النفقات العامّة على مختلف القطاعات لها أثر مهم على الاستهلاك. فتخصيص مبالغ ضخمة لمرفق الدفاع أو الإنفاق في المجالات الخارجية يقلل من حجم الاستهلاك لأن هذه الأموال لا تؤدي بطبيعة الحال إلى خلق مناصب شغل وزيادة الإنتاج بصورة عامة، مما يؤثر سلباً على مداخيل الأفراد وبالتالي على إقبالهم على السلع والخدمات.

#### 2. أثر النفقات العامّة على الدخل

تحقيقاً لمبدأ العدالة الاجتماعية، تقوم الدولة بواسطة النفقات العامّة، بتوزيع المداخل على كافة الأفراد

سواء

في إطار النفقات الحقيقية أو التحويلية. فالدولة تنفق الأموال على الطبقة العاملة من خلال الأجور والمرتبات. لكن هذا غير كافي، لذلك تظهر النفقات التحويلية الاجتماعية لتخفيف الفوارق بين أفراد المجتمع خاصة إذا كانت الغالبية فقيرة. غير أن توزيع المداخل يتوقف على مدى الثراء القومي، فإذا

(1) المرجع السابق، ص 191.



كان اقتصاد الدولة قويا تزداد الضريبة و مداخيل الأملاك الوطنية ، وفي حالة الركود الاقتصادي والافتقار إلى الموارد الطبيعية تقل إيرادات الدولة مما ينعكس سلبا على مداخيل الأفراد. (1)

### آثار النفقات العامة على التشغيل والإنتاج:

إن المقصود بآثار النفقات العامة على التشغيل هو مدى إسهام الإنفاق العام في استخدام قدر أكبر من الموارد الاقتصادية، البشرية، والمالية، والطبيعية، والمادية، وكذلك المدى الذي يسهم به الإنفاق العام في تحقيق الكفاءة في استخدام الموارد، وبحيث يتم الإسهام عن طريق ذلك في توليد الدخل والنتاج القومي الذي يتحقق عنده الاستخدام الكامل والكفاء للموارد، ولعناصر الإنتاج والتي تتمثل في العمل ورأس المال والموارد الطبيعية والتنظيم، خاصة إذا تم الأخذ بلاعتبار أن كل من الدخل والإنتاج القومي دالة للاستخدام حيث يزداد الدخل والنتاج القومي بزيادة الاستخدام ، وبالعكس. (2)

### الفرع الثاني: الإيرادات.

لقيام الدولة بوظائفها المختلفة والمتعلقة بتحقيق الإشباع العام لجميع الحاجات، يجب أن يكون لديها الموارد اللازمة لتغطية النفقات العامة، وتحصل على هذه الموارد من عدة مصادر.

### أولا: الضرائب.

تعتبر الضرائب بمختلف أشكالها مصدرا تقليديا لإيرادات الدولة وتحصلها من مختلف الأفراد والهيئات بنسب متفاوتة ومتغيرة وفقا للأسس القانونية والاقتصادية والسياسية والاجتماعية وغيرها . حيث تقوم الدولة بفرض ضرائب متعددة تتلاءم مع سياستها المالية والعامة ولتحقيق بعض الأهداف الخاصة من كل ضريبة .أي أن هناك أهدافا عامة للضرائب وأهدافا محددة وخاصة لكل ضريبة لوحدها.

فالضريبة فريضة مالية تضعها الدولة وتلزم بها المكلفين من الأفراد والهيئات بغية تحقيق مجموعة من الأغراض العامة وهي عبارة عن تحويل قسري غير عقابي للمصادر المالية من القطاع الخاص إلى القطاع العام بناء على معايير محددة سلفا ودون مقابل مباشر أو نفع محدد للمكلفين وذلك لإشباع حاجات

(1) عمر يحيوي ،مساهمة في دراسة المالية العامة ،النظرية العامة وفقا للتطورات الراهنة (دار هومه للنشر والتوزيع الجزائر، 2005)؛ ص ص85-86.

(2) فليح حسن خلف، المالية العامة(عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع،الأردن ، جدار للكتاب العالمي للنشر والتوزيع، الأردن، 2008)؛ص 136.

عامة وتنفيذ للسياسة العامة للدولة. أو هي فريضة مالية يدفعها الفرد جبرا إلى الدولة، مساهمة منه في التكاليف والأعباء العامة وبصفة نهائية دون أن يعود عليه بنفع خاص مقابل دفع الضريبة.<sup>(1)</sup>

## 1. خصائص الضرائب:

- انطلاقا من التعريف السابق يمكننا استخلاص جملة من الخصائص المتعلقة بالضريبة أهمها:
  - الضريبة فريضة مالية والأصل فيها أن تكون نقدية ويجوز أن تكون عينية كما في ضريبة الشركات.
  - الضريبة عبارة عن اقتطاع نقدي إجباري" الفرد ليس حرا في دفع الضريبة بل هو مجبر على دفعها للدولة".
  - الضريبة تقوم بها الدولة وهي الوحيدة المكلفة بفرضها وتحصيلها وهي التي تحدد معدلها أو سعرها أو مقدارها، وتحديد عائدتها.
  - الضريبة تدفع بصفة نهائية حيث لا يستطيع الفرد استردادها أو المطالبة باسترجاعها مهما كانت الظروف.
  - تفرض دون مقابل فالمكلف بها يدفعها دون أن ينتفع بها ومساهمة منه كعضو داخل المجتمع في تحمل الأعباء والتكاليف العامة.
  - تعمل الدولة على فرض الضرائب بهدف تحقيق بعض الأغراض التي تحددها مسبقا.<sup>(2)</sup>
- ## 2. مبادئ الضريبة.

**قاعدة العدالة:** مضمون هذه القاعدة أنه يجب عند فرض الضرائب على المواطنين مراعاة تحقيق العدالة في توزيع الأعباء العامة بين المواطنين. لقد ثار جدل كبير بشأن فكرة العدالة الضريبية النسبية أي طبقا لمستوى دخول الأفراد، أما الفكر الحديث قد رأى ذلك في الضريبة التصاعدية، حيث يدفع أصحاب الدخل المرتفعة أكثر من أصحاب الدخل المنخفضة، وقد استقر الرأي على التصاعدية.

(1) مصطفى الفار، الإدارة المالية العامة، مرجع سابق، ص 27.

(2) خبابة عبد الله، أساسيات في اقتصاد المالية العامة (مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2009)؛ ص 133.

**مبدأ اليقين:** بمعنى أن تكون الضريبة واضحة من حيث المقدار وموعد وكيفية الدفع، وتؤدي مراعاة هذه القاعدة إلى علم الممول بالضبط بالتزاماته اتجاه الدولة، ومن ثم يستطيع الدفاع عن حقوقه ضد أي تعسف أو سوء استعمال للسلطة من جانبها.

إن استقرار نظام الضريبة وثباته (تفادي كثرة التعديلات) يخفف من العبء من خلال اعتبار الممول على دفعها بشكل منتظم ومعتاد.

**قاعدة الملائمة في الدفع:** بمعنى أن تكون إجراءات فرض وتحصيل الضريبة ومعاد جبايتها لظروف الممول وطبيعة عمله ونوع النشاط الاقتصادي الذي يزاوله أو المهنة التي يمارسها، وعكس ذلك قد يؤدي إلى التهرب الضريبي، ولهذا يعتبر الوقت الذي يحصل فيه الممول على دخله أكثر الأوقات ملائمة لدفع الضرائب المفروضة على كسب العمل وعلى إيراد القيم المنقولة.

وقد نجم عن تلك القاعدة (قاعدة الحجز عند المنع) وهي أحد القواعد المتبعة في تحصيل الضرائب، وتعد وسيلة مناسبة في كثير من الأحيان حيث تخفف من شعور الممول بعبء الضريبة وتضمن غزارة الحصيلة بالإضافة إلى تسهيل عملية الدفع.

**قاعدة الاقتصاد في نفقات الجباية:** تقضي هذه القاعدة بأنه يجب على الدولة أن تختار طريقة الجباية التي تكلفها أقل النفقات أي رفع كفاءة الجهاز الضريبي حتى يكون الفرق بين ما يدفعه الممول وبين ما يدخل لخزينة الدولة أقل ما يمكن.<sup>(1)</sup>

**ثانياً: إيرادات الدولة من أملاكها العامة (إيرادات الدومين العام).**

إن إيرادات الدولة من أملاكها العامة تمثل الدخول التي تحصل عليها الدولة كمقابل لما تملكه الدولة وهيئتها العامة، والتي يطلق عليها إيرادات الدومين العام، كحصولها على إيرادات من الأبنية والعقارات الحكومية عندما يتم تأجيرها للآخرين، وقد تفرض الدولة مقابل للانتفاع من المرافق العامة التي تملكها الدولة مقابل الانتفاع من المرافق العامة التي تملكها الدولة كالطرق والجسور، والأنهار، وغيرها، رغم مجانية الانتفاع منها في معظم الحالات، كما أن الدولة يمكن أن تحقق إيرادات من المشروعات التي تمتلكها الدولة والتي تمارس نشاطا اقتصاديا كالذي مارسته من قبل الجهات الخاصة، وبالذات في ظل الدور الحديث للدولة، والذي يتضمن توسعا في قيامها بذلك في العديد من الدول وخصوصا الدول

(1) دراوسري مسعود، السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي حالة الجزائر: 1990-2004، مرجع سابق، ص

الاشتراكية سابقا، وكذلك الدول النامية ، والذي يطلق عليها بالدومين الخاص باعتبار أنها إيرادات ناجمة عن مشروعات اقتصادية تمارس نشاطا مماثلا لما تمارسه الجهات الخاصة. (1)

### ثالثا: الرسوم.

تعتبر الرسوم من مصادر الإيرادات العامة للدولة ذات الأهمية الخاصة، وتتميز بأنها من الموارد المالية التي تدخل خزينة الدولة بصفة دورية منتظمة ومن ثم تقوم السلطات العمومية باستعمالها في تمويل نفقاتها العامة وتحقيق المنافع العامة. ومما هو جدير بالذكر، أن الرسوم التي يدفعها الأفراد مقابل الخدمات الخاصة التي يحصلون عليها من المرافق العامة، أي أنها مقابل للخدمات.

يعد الرسم من أقدم مصادر الإيرادات العامة، حيث كان يمثل في العصور الوسطى أهمية كبيرة تفوق الضرائب. (2)

تعرف الرسوم بأنها مبلغ من المال يدفعه الأفراد مقابل الخدمات الخاصة التي يحصلون عليها من المرافق العامة، أي أنها مقابل للخدمات. أما الضرائب فهي مبلغ من المال يفرضه الدولة على المكلفين باعتبارهم أعضاء متضامنين في منظمة سياسية مشتركة هي الدولة بهدف تأمين الخدمات العامة والإصلاح الاجتماعي والاقتصادي. (3)

### رابعا: الآثار الاقتصادية للإيرادات.

#### 1. الأثر على الاستهلاك والإنتاج

إن فرض الضريبة على المداخل المنخفضة ينجم عنها انخفاض في الاستهلاك والإنتاج مما يؤدي إلى انخفاض الدخل الوطني ومن ثم نقص إيرادات الدولة، ونجد نفس الأثر في حالة فرض ضرائب غير مباشرة على السلع الكمالية يؤدي انخفاض الاستهلاك، غير أن الأثر لا ينعكس على مقدرة الأفراد على

(1) فليح حسن خلف، المالية العامة، مرجع سابق، ص 277.

(2) محمد عباس محرز، اقتصاديات المالية العامة، النفقات العامة الإيرادات العامة الميزانية العامة للدولة (ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر، 2003)، ص 159.

(3) محمد خالد المهاني، دور الضريبة في عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية مع حالات تطبيقية في التشريع الضريبي المقارن. مجلة جامعة دمشق، المجلد 19 العدد الثاني، 2003 ، ص 260.

الإنتاج، كما أن فرض الضرائب مباشرة كانت أو غير مباشرة تبعاً لقواعد معينة يسمح للدولة بتوجيه كل من الاستهلاك والإنتاج تبعاً لاحتياجات وظروف الاقتصاد الوطني، وذلك من ناحية التأثير الكلي على حجم الاستهلاك وحجم الإنتاج.

## 2. الأثر على الادخار والاستثمار

إن فرض الضرائب المباشرة ذات الصنف التصاعدي تقلل من القدرة على الادخار، ومن ناحية أخرى فإن فرض الضريبة على القيم المنقولة يؤدي إلى نقص الادخار أيضاً وتقليل استعداد الأفراد على الاستثمار في الحاليتين. إن فرض ضرائب غير مباشرة على السلع الكمالية يزيد من الادخار، أما في حالة فرض هذه الضرائب على السلع الضرورية ينقص من الادخار الاختياري، ومن ناحية أخرى فإن فرض ضريبة على أرباح الأسهم في شركات الأموال بمعدل أقل من الضريبة المفروضة على الأرباح غير الموزعة، فإن هذا يؤدي حتماً إلى تقليل الأموال الاحتياطية بمعنى نقص الاستثمار الذاتي وفي نفس الوقت يؤدي إلى ارتفاع دخول الأفراد نتيجة زيادة التوزيعات، وقد يؤدي هذا إلى زيادة الادخار.

أما إذا فرضت ضرائب على الأموال المودعة بالبنوك فإنه ينتج عنها واحد من الاثنين: زيادة الاستثمار المباشر أو الاكتناز.

## 3. الأثر على إعادة توزيع الدخل

إن فرض الضرائب المباشرة التصاعدية مع توجيه الضريبة إلى الخدمات العامة فإن النتيجة النهائية هي إعادة توزيع الدخل بطريقة أقرب إلى العدالة (مع التحكم في ظاهرة التهرب)، وتكون نفس النتيجة في حالة فرض ضرائب غير مباشرة على السلع الضرورية، فهذا يؤدي إلى سوء توزيع الدخل والنتيجة زيادة الفوارق الاجتماعية.<sup>(1)</sup>

### الفرع الثالث: الموازنة العامة.

الموازنة العامة هي قائمة شاملة مفصلة لجميع أوجه إنفاق الحكومة وإيراداتها خلال فترة زمنية معينة في العادة سنة وإجازة هذه البيانات من السلطة التشريعية (البرلمان). وتعتبر الموازنة العامة الإدارة الأساسية لتحقيق أهداف الحكومة.<sup>(2)</sup>

(1) دراوسي مسعود، مرجع سابق، ص 196.

(2) حسام علي داود، مبادئ الاقتصاد الكلي (دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، ط3، 2013)؛ ص 339.

## 1. تعريف الموازنة العامة.

تعرف الموازنة العامة بأنها عبارة عن وثيقة تصب في قالب مالي قوامه الأهداف والأرقام أما الأهداف فتعبر عما تعتزم الدولة القيام به من برامج ومشروعات خلال فترة زمنية محددة مقبلة، أما الأرقام فتعبر عما تعتزم الدولة إنفاقه على هذه الأهداف. وما تتوقع تحصيله من موارد من مختلف مصادر الإيراد خلال الفترة الزمنية المنوه عنها والتي تحدد عادة بسنة. (1)

وتعتبر الميزانية العامة وثيقة مالية تبين إنفاق الحكومة وإيراداتها، والموازنة بينهما، بما يحقق أهداف الدولة والتي تعد من قبل السلطة المالية سنويا، وتصادق عليها السلطة التشريعية، والميزانية العامة تعتبر أداة هامة وأساسية من أدوات السياسة المالية، ومن أجل تحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية، يمكن أن تمثل خطة تنفيذية قصيرة الأجل تحاول أن تترجم برامج الدولة الاقتصادية والاجتماعية وخطتها المتوسطة، والبعيدة المدى في حالة وجودها إلى برامج سنوية يتم من خلالها تنفيذ البرامج والخطط العامة، وتنسيق مختلف النشاطات والفعاليات الاقتصادية، وتوفير الرقابة والإشراف على نشاط الحكومة، وبالذات في الجانب المالي، من أجل تحقيق الأهداف العامة للدولة والمجتمع. (2)

## 2. مبادئ الميزانية العامة.

## - مبدأ سنوية الميزانية:

يعني هذا المبدأ أن يتم التوقيع والترخيص لنفقات وإيرادات الدولة بصفة دورية منتظمة كل عام ويعني هذا المبدأ أيضا أن الميزانية يجب أن تقرر باعتماد سنوي من السلطة التشريعية. ويرجع هذا المبدأ إلى اعتبارات سياسية ومالية معينة، أما الاعتبارات السياسية فتتمثل في أن مبدأ الميزانية يضمن دوام رقابة السلطة التشريعية على أنشطة السلطة التنفيذية التي تجد نفسها مضطرة للرجوع إليها والحصول على موافقتها بصفة دورية كل عام ثم إن المناقشة السنوية لميزانية الدولة تجعل السلطة التشريعية تقف على تفاصيل نشاط السلطة التنفيذية ورقابته ورسم حدوده.

## - مبدأ وحدة الميزانية:

يقصد بمبدأ وحدة الميزانية أن تدرج جميع نفقات الدولة وجميع إيراداتها في وثيقة واحدة حتى يسهل معرفة مركزها المالي، وحتى تتمكن أجهزة الرقابة المختلفة من مراقبة تصرفات الدولة المالية ومطابقتها

(1) مصطفى الفار، الإدارة المالية العامة، مرجع سابق، ص 120.

(2) فليح حسن خلف، المالية العامة، مرجع سابق، ص 277.

للأهداف المحددة والاعتمادات الواردة في الموازنة كما وافقت عليها السلطة التشريعية. ويجب عدم الخلط بين الميزانية ذات الوثائق المتعددة. فقد تكون الميزانية موحدة ومع ذلك تقدم في وثائق متعددة وليست في وثيقة واحدة، (1) كما هو الحال في بريطانيا، ولا يعتبر ذلك خروجاً على قاعدة وحدة الميزانية العامة للدولة أما الميزانيات المتعددة فيؤخذ بها بالنسبة لبعض الوحدات الاقتصادية حتى تمكنها من أن تتمتع بالاستقلال المالي في مواجهة الميزانية العامة لأداء وظائفها على أكمل وجه وأمثلة ذلك، الميزانيات المستقلة لبعض وحدات القطاع العام، وتميل بعض الحكومات إلى الخروج على مبدأ الميزانية بإنشاء ميزانيات مستقلة تماماً عن ميزانية الدولة لبعض أوجه النشاط الاقتصادي بهدف تفادي الرقابة التشريعية.

### - قاعدة الشمول.

يمكن القول أن قاعدة الشمول تستلزم "إدراج الإيرادات والنفقات" العامة جميعها مهما قل شأنهما وبدون إجراء مقاصة بينهما. ولهذا يطلق البعض على هذه القاعدة، قاعدة عمومية الموازنة العامة.

وقد جاءت قاعدة الشمول لتعالج أوضاعاً معينة في الواقع العملي، حيث يستلزم تحقيق الإيرادات في الكثير من المصالح العامة، مثل الضرائب والرسوم والأثمان العامة، أن تتحمل هذه المصالح في سبيل تحقيق ذلك نفقات عامة يتطلبها عمل الجباية، كنفقات جباية الضرائب من أجور ومرتببات للمحصلين وخلافه ونفقات تشغيل المرافق العامة .

### - قاعدة عدم التخصيص:

وتستلزم هذه القاعدة "عدم تخصيص إيراد معين لمواجهة مصروف معين" بل تجمع كل الإيرادات دون تخصيص في قائمة واحدة تقابلها قائمة المصروفات التي تدرج بها كل النفقات، أي تواجه جميع النفقات العامة بجميع الإيرادات العامة. وتتميز قاعدة عدم التخصيص بـ:

- إحكام رقابة السلطة التشريعية على مختلف أوجه النفقات العامة .
- في حالة تخصيص إيراد معين للإنفاق على أداء خدمة معينة فإن ذلك قد يؤدي إلى عدم تقديم هذه الخدمة على وجه مرضي في حالة زيادة النفقات عن الإيرادات، ومن ناحية أخرى قد تؤدي إلى الإسراف في حالة زيادة الإيرادات عن النفقات .

(1) محمد عباس محرزى ، اقتصاديات المالية العامة، النفقات العامة الإيرادات العامة الميزانية العامة للدولة، مرجع سابق، ص ص 399-392.

- يؤدي إتباع هذه القاعدة على حصول المجتمع على أكبر إشباع ممكن للحاجات العامة، حيث يتم توزيع إجمالي الإيرادات العامة على النفقات العامة المختلفة تبعاً لدرجة إلحاح كل منها وبما يمكن في النهاية من الحصول على أكبر إشباع ممكن للحاجات العامة للمجتمع.
- يؤدي إتباع هذه القاعدة إلى الحد من مطالب الفئات السياسية والاجتماعية المختلفة التي تمثل "مجموعات ضغط" حيث تحاول دائماً تخصيص حصيلة إيرادات معين لمواجهة إنفاق معين يعود بالنفع عليها وليسمح لأعضائها بالحصول على مزايا ومكاسب معينة.<sup>(1)</sup>

(1) عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات المالية العامة، مرجع سابق، ص ص 89-92.



**المبحث الرابع: فعالية السياسة النقدية والمالية على نشاط السوق المالية.**

إن تطبيق سياسة اقتصادية جيدة وفعالة وتخدم كل القطاعات، يعكس مدى قوة ومثانة الاقتصاد هذا من جهة، ومن جهة أخرى يتطلب إنشاء سوق مالية قوية وفعالة، توفر مجموعة من الشروط حتى تؤدي الدور الموكل لها على جميع الأصعدة، من بيئة تشريعية ملائمة، ظروف اقتصادية جذابة وكذا استقرار الأوضاع السياسية، لتكون في مجموعها المناخ المناسب لإنشاء وتطوير هذا السوق، كل هذا يؤكد على العلاقة القوية التي تربط السياسة الاقتصادية و الأسواق المالية، حيث تمثل هذه الأخيرة إحدى الركائز الأساسية لتدعيم وتنشيط أداء الأسواق المالية.

**المطلب الأول: فعالية السياسة النقدية على نشاط السوق المالية.**

إن الأوراق المالية تلعب دورا هاما في معاملات البنك المركزي ووظائفه، فهي تعتبر أحد أهم الوسائل أو أسلحة البنك المركزي في توجيه الائتمان والرقابة عليه من خلال عمليات السوق المفتوح والتي تتمثل في قيام البنك المركزي ببيع وشراء الأوراق المالية وخاصة الحكومية بغرض التحكم في كمية النقود، فضلا عن دورها في تمكين البنك المركزي من الحفاظ على توفير السيولة اللازمة للمصارف التجارية في حالات الطوارئ، بشرائه هذه الأوراق من المصارف فييسر لها تحويل تلك الأوراق إلى نقدية بسرعة دون التعرض لخسائر رأسمالية.

إن الظروف والمتغيرات الحالية والمستقبلية تستدعي زيادة دور البنك المركزي في تنشيط البورصة باستخدام وظيفة عمليات السوق المفتوحة بهدف تنشيط سوق الأوراق المالية وأيضاً بهدف علاج أزمة الكساد والركود، وهو ما يعني أهمية توسع البنك المركزي في شراء الأوراق المالية من البنوك، مما يؤدي إلى زيادة قدرة البنوك على التوسع في الإقراض والاستثمار وتخفيض سعر الفائدة ومن ثم تنشيط سوق الأوراق المالية، وعلاج مشكلة السيولة لدى البنوك وحل أزمة الركود الاقتصادي.<sup>(1)</sup>

**الفرع الأول: فعالية سعر الفائدة.**

هناك علاقة وثيقة تربط بين السياسة النقدية وتنمية سوق تداول الأوراق المالية، وهذا الترابط ينبع أساساً من التداخل واتساق العلاقة القائمة بين أسواق النقد وأسواق رأس المال، ومن هنا فإننا يمكن أن نتصور إجراءات النظام المصرفي المتمثلة بالبنك المركزي والمصارف التجارية والمصارف المتخصصة

(1) علاء الدين أحمد جبر، بورصة الأوراق المالية (الهيئة المصرية العامة للكتاب، القاهرة، 2007)؛ ص 56.

. والتي هي مؤسسات مالية محفزة للنمو الاقتصادي، ويمكن أن تصبح إحدى الدعامات الرئيسية في قيام سوق متطورة لتداول الأوراق المالية.

إن اتساع حجم السيولة في السوق المالية بالنسبة إلى السيولة الكلية للاقتصاد ينتج عنها زيادة ترابط السوق المالية بالسياسة النقدية، الأمر الذي يجعل من الضروري توسيع دور واهتمام السلطة النقدية بهدف السيطرة والتأثير في سيولة السوق، إذ تستطيع السلطة النقدية القيام بإجراءاتها المختلفة التي من شأنها أن تؤثر في مكونات السيولة الكلية للاقتصاد، رغبة منها في الحفاظ على الاستقرار النقدي في الاقتصاد ويمكن أن تنتقل آثار الإجراءات النقدية إلى السوق المالية بطريقتين، الطريقة المباشرة والطريقة الغير المباشرة، على الرغم من إن الطريقة المباشرة في التأثير تكون مقيدة لنشاط السوق المالية (بيع الأوراق المالية وشرائها من لدن السلطة النقدية).

على عكس الطريقة غير المباشرة التي تعمل بشكل أفضل من الطريقة الأولى وخصوصا عندما تسود حالة الشفافية والوضوح، إذ يكون تأثير الإجراءات النقدية في الأخير من خلال قنوات مشتركة مهمة في التأثير على حجم سيولة السوق ولعل أبرز تلك القنوات (مستوى أسعار الفائدة، منح الائتمان). وهاتان القناتان متداخلتان فيما بينهما، وهذا ما يمكن ملاحظته في تحليل آلية عملهما في امتداد تأثير السياسة النقدية في سيولة السوق، إذ ترتبط أسعار الفائدة بعلاقة تشابكية مع أدوات السوق المالية من خلال تأثير هذه الأسعار وبشكل فعال جدا في تلك الأدوات ومن جهة أخرى تحدد أسعار الفائدة من خلال السوق المالية وذلك من خلال علاقة سعر الفائدة بأسعار السندات في سوق السندات وأسعار الأسهم في سوق الأسهم، وتتحدد هذه العلاقات من خلال تأثير السياسة النقدية في حجم الائتمان الممنوح للوحدات الاقتصادية.

وتظهر الأدلة العملية والنظرية، أن إتباع سياسة نقدية توسعية يؤدي إلى انخفاض كلفة الائتمان بفعل انخفاض سعر الفائدة، ومن ثم زيادة الطلب على الائتمان من خلال المصارف الأمر الذي يقود إلى انخفاض توجه الأفراد والمستثمرين نحو السوق المالية لطلب التمويل أي قيام المقترضين بإحلال مهمة الاقتراض من السوق المالية إلى المصارف التجارية، والذي يؤدي بدوره إلى انخفاض عرض السندات والأسهم ومن ثم ارتفاع أسعارها. (1)

(1) عباس كاظم جاسم الدعي، السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية (دار صفاء للنشر والتوزيع، الاردن، 2009)؛ ص 102.

حيث تعد أسعار الفائدة السوقية بمثابة المحرك الأساسي لآلية الأسواق المالية و يبرز تأثير أسعار الفائدة بشكل عام في سوق الأوراق المالية تحت أشكال متعددة أهمها:

✓ يعد عنصران مهما في نفقات المشروعات، وذلك لأن المشروعات عادة ما تلجأ إلى الاقتراض في ظل غياب مواردها الذاتية المتاحة، وفي حال ارتفاع أسعار الفائدة فإن ذلك يزيد من التكاليف الكمية ومن ثم انخفاض مستوى الأرباح الكمية والذي يؤدي بدوره إلى انخفاض مقسوم الأرباح الخاص بالأسهم وبالنتيجة انخفاض أسعارها.

✓ إن أسعار الأوراق المالية تمثل القيمة الحالية لمال المستقبل ( أرباح موزعة+قيمة الأصل في نهاية المدة ) لذا فالقيمة المباشرة لها تتوقف على سعر الخصم أو العائد المتوقع، وهذا السعر هو بالطبع سعر الفائدة السائد في اللحظة نفسها والمتعلق بالتوظيف للهدنة نفسها.

✓ يجب سعر الفائدة دورا بلوزا في الاختيار بين الأنواع المختلفة للتوظيفات التي يمكن أن يتجه إليها المستثمر، فالمدخرون الراغبون في توظيف أموالهم عليهم المقارنة بين التوظيفات ذات العائد الثابت والمنخفض والمعروف مقدما دون تحمل أي مخاطر، وبين تحمل المخاطر والحصول على عوائد مرتفعة ومتغيرة.

إن ارتفاع أسعار الفائدة من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض مستوى الاستهلاك في مختلف القطاعات الاقتصادية، مما يؤدي إلى انخفاض حجم المبيعات والأرباح، بالإضافة إلى أن أكثر الشركات تمول جزءا من عملياتها بأموال مقترضة، وإن ارتفاع أسعار الفائدة يعمل على استنزاف جزء كبير من مواردها لتغطية الفوائد على تلك القروض. و يعمل كلا الأثرين على تخفيض مقسوم الأرباح وبالتالي انخفاض الطلب على الأسهم ومن ثم انخفاض أسعارها. (1)

كما أن هناك العديد من القنوات التي يمكن أن تستخدمها السلطة النقدية بغية التأثير في السوق المالية، وأهم هذه القنوات هي سعر إعادة الخصم وعمليات السوق المفتوحة ونسبة الاحتياطي القانوني، إذ يستطيع البنك المركزي التأثير في الاستثمارات المالية عبر هذه القنوات، حيث تمتد آثار استخدام السلطة النقدية لأداة سعر الخصم في السوق المالية عبر السوق النقدية والرأسمالية للتغيير في إحكام 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 تأثير السياسة النقدية في نشاط السوق إلى عمليات البيع والشراء للأوراق المالية الحكومية قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل وعبر التأثير في قناة الأسعار وسعر

(1) محمود صالح عطية ، تحميل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق العراق. مجلة ديالي، العراق، العدد الرابع والخمسون، 2012، ص ص 13-14.

الفائدة، بالإضافة إلى قناة الاحتياطات النقدية، أما فيما يتعلق بالأداة الثالثة (نسبة الاحتياطي القانوني) فإن البنك المركزي يستطيع التحكم بتلك النسبة الأمر الذي يدفع البنوك التجارية إلى اللجوء إلى السوق المالية لعرض ما لديها من أوراق مالية، ومن الملاحظ أن التحليل يركز على أدوات السياسة النقدية الكمية غير المباشرة، ذلك لأن الأدوات النوعية المباشرة للسياسة النقدية تكون معوقة لنشاط السوق المالية لعدة أسباب. من بينها كونها موجهة نحو استخدامات معينة للائتمان وليس نحو الحجم الكلي للائتمان ، انعدام مرونتها ومحدودية فاعليتها نظرا لصعوبة تعديلها وفقا لتغير الظروف ، وانحسار تطبيقها على شرائح أو قطاعات محدودة من النظام المالي ككل.

وتعتمد فاعلية السياسة النقدية ولاسيما الكمية منها على وجود أسواق مالية منتظمة ، إذ تغير مجال عمل تلك الأدوات، وبالتالي فلا بد أن تكون هذه الأسواق على درجة عالية من الكفاءة والفاعلية لتطبيق تلك الأدوات أي يجب أن تكون ذات طاقة كبيرة تمكنها من استيعاب كميات ضخمة من السندات الحكومية التي يعرضها البنك المركزي من خلال عمليات السوق المفتوحة، كذلك قدرته على تطبيق سياسة سعر البنك (سعر الخصم) وينتقل تأثير السوق المالية في تطبيق السياسة النقدية إلى النحو الآتي:

1. يعد سعر البنك أحد هياكل أسعار الفائدة التي يحتم تحديدها في السوق المالية ولاسيما السوق النقدية، إذ يعتمد تحديد سعر البنك على التغييرات التي تصيب جانبي العرض والطلب على السيولة في السوق النقدية.
2. تتطلب فاعلية سعر البنك وجود علاقة قوية بينه وبين أسعار الفائدة الأخرى في السوق المالية، إذ تعتمد التغييرات في سعر البنك على التغييرات في أسعار الفائدة في السوق، وهذا يتطلب وجود سوق مالية ذات كفاءة.
3. يسمح وجود سوق مالية متطورة (قصيرة الأجل) تتم فيها إعادة خصم أدوات الائتمان بواسطة البنك المركزي بتطبيق إجراءات السياسة النقدية وبسهولة.
4. يعتمد نجاح سياسة السوق المفتوحة على وجود سوق للسندات كبيرة ونشطة وذات فاعلية عالية وهكذا فإن تنمية السوق المالية تجعل أدوات السياسة النقدية (الكمية) أكثر فاعلية وتأثيرا في مجمل المتغيرات الاقتصادية الكلية، من خلال إتاحة المجال الأمثل لتطبيقها وامتداد أثرها نحو الأهداف المتوخاة من استخدامها.<sup>(1)</sup>

(1) عباس كاظم جاسم الدعي، مرجع سابق، ص ص 105-106.

## الفرع الثاني: السياسة النقدية وسوق السندات.

تعد أسعار الفائدة من أكثر المتغيرات الاقتصادية مراقبة، ويتم مراقبة تحركاتها يوميا ويعلن عنها بوسائل الأعلام المختلفة، إذ تؤثر تلك الأسعار وبشكل مباشر في حياة الأفراد من خلال تأثيرها في قراراتهم من حيث الاستهلاك أو الادخار وشراء العقارات أو شراء السندات أو تحويل الأموال إلى حساب التوفير، فضلا عن ذلك فإنها تؤثر في القرارات الاقتصادية لمنشأة الأعمال من حيث استخدام الأموال وشراء المعدات والأجهزة الحديثة أو توفير أموالها بالبنوك، وغالبا ما يحكم على السياسة النقدية بأنها توسعية أو انكماشية كما سبق ذكره من خلال التغيرات في سعر الفائدة، فانخفاض سعر الفائدة مثلا يدل على أن السلطة النقدية تتبع سياسة توسعية، وبالمثل فإن أية زيادة في سعر الفائدة تدل على إن السلطة النقدية تتبع سياسة انكماشية قد تكون أسعار الفائدة مؤشرا ضعيفا لاتجاه السياسة النقدية سواء أكانت توسعية أو انكماشية، فإذا كانت تتغير لأسباب أخرى غير الأسباب النقدية فإن سعر الفائدة قد ينخفض حتى لو قامت السلطة النقدية بإتباع سياسة انكماشية وبالعكس قد يرتفع سعر الفائدة حتى لو قامت السلطة النقدية بإتباع سياسة توسعية، وعليه فإن التغيير في سعر الفائدة يتماشى عكسيا مع التغيير في عرض النقود، فكلما زادت الكمية المعروضة من النقود انخفض سعر الفائدة وبالعكس، ويتحدد سعر الفائدة الحقيقي بواسطة العوامل الحقيقية في الأجل الطويل، بينما يتحدد المعدل الاسمي للفائدة بواسطة كل من إجراءات السياسة النقدية والعوامل الهيكلية والبيئية التي تؤثر في توقعات التضخم ومواكبة ضبط المعدلات الاسمية في السوق من لدن السلطات الحكومية، وبذلك تكون لإجراءات السياسة النقدية تأثير واضح في المعدلات الحقيقية للفائدة، وبالتالي في أداء القطاع الحقيقية في الأجل القصير كما أن التقلبات في أسعار الفائدة تكون من الأسباب الرئيسة لتفسير التقلبات التي تحصل في أسعار السندات، إذ يرتبط سعر السند في سوق الأوراق المالية بعلاقة عكسية مع تغيرات سعر الفائدة الجاري أو السوقي، فكلما انخفض سعر الفائدة على السندات كلما ازدادت الكمية المعروضة لها، والسبب في ذلك أنه عند انخفاض سعر الفائدة فإن تكلفة الاقتراض للجهة التي أصدرت السندات قليلة، وبالتالي فإن رغبة المنشأة للاقتراض عن طريق إصدار السندات سوف ترتفع، أي أن الكمية المعروضة للسندات سوف تزداد، ويمكن ملاحظة العكس عندما يرغب الأفراد أو المنشأة بشراء هذه السندات خصوصا عندما يكون سعر الفائدة لهذه السندات مرتفعا وتؤثر السياسة النقدية في الاقتصاد من خلال سعر الفائدة والاستثمار. (1)

(1) عباس كاظم جاسم الدعي، اثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الاوراق المالية دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الامريكى 1990-2006". اطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه فلسفة في العلوم الاقتصادية، جامعة الكوفة، 2008، ص 57.

فتزايد عرض النقود سيجعل سعر الفائدة يتناقص ويزداد الاستثمار معاً ثم يتزايد الدخل، ولا يتوقف التغير في عرض النقد من خلال سعر الفائدة على الاستثمار والدخل فقط، وإنما يؤثر في الاستهلاك شأنه في ذلك شأن الاستثمار، إذ يتناسب الاستهلاك عكسياً مع سعر الفائدة، ومثلما افترض الكلاسيكيون بأن الزيادات في العرض الاسمي للنقود (عرضها بقيمتها الحقيقية) يؤدي إلى أسعار أدنى للفائدة واستهلاك أكبر، وبما أن الاستهلاك أحد مكونات الطلب الكلي، فإن الأخير يزداد ويزداد معه المستوى التوازني للدخل، وإذا ما تزايد كل من الاستهلاك والاستثمار فإن الدخل سوف يزداد بمقدار أكبر في حالة زيادة الاستثمار فقط، مما يعني أن السياسة النقدية تكون أكثر فعالية.

وتؤثر السياسة النقدية أيضاً في الدخل من خلال تأثيرها في الثروة الخاصة، رصيد المجتمع من رأس المال وعرض النقود والدين الحكومي، ويدخل ضمن دين الحكومة أذون الخزانة والسندات المتوسطة والطويلة الأجل، بوصفها جزء من صافي الثروة الخاصة، في حين أن الدين الخاص بسندات الشركات يستبعد من ذلك على الرغم من أن الدين الخاص يمثل أصولاً لحملته، وبما أن الاستهلاك يرتبط بعلاقة مباشرة مع صافي الثروة الخاصة فإن زيادة العرض الاسمي للنقود مع ثبات مستوى الأسعار سيجعل عرض النقود بقيمته الحقيقية يزداد، والذي بدوره يؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة وزيادة الاستهلاك.

يمكن القول بان هناك علاقة بين العجز الحكومي والسياسة النقدية، فإذا ما زاد الإنفاق الحكومي على الضرائب والإيرادات الأخرى، فإن الحكومة تواجه العجز في الموازنة مما يتطلب التمويل وغالباً ما يمول هذا العجز من خلال الاقتراض من الأفراد أو البنوك التجارية أو البنك المركزي وعن طريق قيامها بإصدار السندات الحكومية، وبالتالي اعتماد الحكومة هذه الطريقة للتمويل لا بد أن يتغير معها عرض النقود، فإذا مولت الحكومة عبر الأسواق المالية هذا العجز عن طريق بيع السندات إلى الأفراد أو البنوك التجارية فلن يكون هناك تغيير في صافي عرض النقود، فأن عملية بيع السندات تؤدي إلى أن يكون هناك انخفاض في عرض النقود ولكن عندما تنفق الحكومة إيراداتها فإن عرض النقود سوف يزداد إلى أن يصل إلى مستواه الأول ولن يكون هناك تغيير في صافي عرض النقود، ولكن الأمر يختلف إذا ما مولت الحكومة هذا العجز عن طريق بيع سندات البنك المركزي، إذ ستكون هناك زيادة في عرض النقود، فإذا اشترى البنك المركزي تلك السندات وفي الوقت نفسه أنفقت الحكومة عائداتها فإن عرض النقود سوف يزداد بمقدار يعادل تغير القاعدة النقدية أي يساوي حجم مبيعات السندات نفسه مضروباً في مضاعف النقود. (1)

(1) المرجع السابق، ص 57.

## الفرع الثالث: فعالية سعر الصرف.

تبرز أهمية سعر الصرف بوصفها أحد العوامل المؤثرة في أداء الأسواق المالية كونها أحد محددات النشاط الاقتصادي، ولما كان نشاط السوق المالية جزءاً مهماً من النشاط الاقتصادي، فإن أي تذبذب في أسعار الصرف سيحدث صدها فوراً في هذه السوق.

إن الدراسات الاقتصادية والقياسية التي تناولت العلاقة بين أسعار الصرف والأسواق المالية اتسمت بالندرة، بسبب تباين أثر سعر الصرف في الأسواق المالية من بلد إلى آخر، إلى جانب تعدد أنظمة الصرف المتبعة ودرجة التطور الاقتصادي والمالي والفلسفة الاقتصادية المتبعة، من بلد إلى آخر.

وقد وضحت عدد من الدراسات العلاقة التي تربط سوق الأوراق المالية بأسعار الصرف عن طريق حالتين الأولى انخفاض قيمة عملة بلد ما، من شأنه أن يجعل أسعار الموجودات المالية المحمية كالأسهم، أرخص نسبياً للمستثمرين الأجانب، مما يزيد من طلب المستثمرين الأجانب على الموجودات المحمية وتزداد سرعة تداول هذه الموجودات وترتفع أسعارها تبعاً.

الثانية فإن انخفاض قيمة العملة للبلد المعني، يؤدي إلى دفع بعض المستثمرين المحميين، الذين يحتفظون بأرصدة نقدية محمية، إلى التخلص منها والتوجه صوب الموجودات المالية الأخرى (كالأسهم) ومن ثم زيادة الطلب على هذه الموجودات وارتفاع أسعارها، وبالطريقة نفسها يؤثر ارتفاع قيمة عملة هذا البلد باتجاه تخفيض الطلب على الموجودات المالية وبالتالي انخفاض أسعارها.<sup>(1)</sup>

(1) محمود صالح عطية مرجع سابق، ص16.

### المطلب الثاني: فعالية السياسة المالية على نشاط السوق المالي.

تعتبر السياسة المالية أحد أهم أدوات السياسة الاقتصادية لمالها من أهمية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي والسياسي والاجتماعي من خلال أدواتها، حيث تعمل على تخفيف التفاوت في توزيع الدخل بين شرائح المجتمع، والتخصيص الأمثل للموارد، وتمثل سياسة العجز الحكومي أهم قناة تؤثر على السوق المالية.

#### الفرع الأول: السياسة المالية والسوق المالية.

شهد القرن العشرين تغيراً جوهرياً في طبيعة دور الحكومة في الاقتصاد الوطني، إذ زادت وظائف الحكومة واتسع دورها في النشاط الاقتصادي خصوصاً بعد أن تحررت من القيود التي تفرضها المفاهيم والأسس الكلاسيكية على تدخلها فيه، واحتلت بذلك موقفاً مؤثراً في التطور الاقتصادي والاجتماعي، ولقد واكبت هذا التوسع في مهام الحكومة زيادة سريعة في حجم الإنفاق الحكومي دون أن تواكب هذه الزيارة زيادة مماثلة في الإيرادات العامة، مما ولد عجزاً في موازنتها دفع الحكومات إلى الاقتراض الداخلي والخارجي لتغطية هذا العجز، وبذلك أخذ الاقتراض العام يتقل الحكومة بالموارد المالية وغالباً ما تفضل الحكومات الاقتراض الداخلي على الاقتراض الخارجي خصوصاً في الاقتصاديات المتقدمة التي تملك أسواقاً مالية متطورة، فالحكومة تلجأ إلى الاقتراض من الأفراد والمؤسسات المالية والمصرفية والبنك المركزي لتمويل عجز الموازنة، الأمر الذي يترتب عليه وجود علاقة قوية ما بين سياسة العجز الحكومي والسوق المالية، وتستمد هذه العلاقة قوتها من خلال ما توفره السوق من مرونة عالية لتمويل احتياطيّات القطاع الخاص، وعليه فإن السلطة المالية تستطيع التحرك بحرية في تطبيق سياسة العجز المالي، ومن ثم التأثير في المتغيرات الاقتصادية الكلية عن طريق الاستخدام الملائم للأدوات المالية التي توفرها السوق المالية التي تعتبر أفضل قناة لتطبيق السياسة المالية الكلية، إذ تستطيع الحكومة أن تحقق أثراً مرغوبة أو مطلوبة في حجم النشاط الاقتصادي عن طريق التغيير في السياسة الانفاقية أو الضريبية أو كليهما، فمدلولات السياسة المالية تظهر واضحة من خلال ممارسة الحكومة دورها في التأثير عن طريق الاقتراض الحكومي من جهة واستعمال الحكومة للنقود الحاصلة من فائض الضرائب من جهة أخرى (1).

(1) عباس كاظم جاسم الدعي، السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 108.



ففي حالة وجود العجز فإن الحكومة سوف تضطر إلى اقتراض أموال كافية لتغطية العجز المذكور، إذ تقتض الحكومة إما من البنك المركزي أو من البنوك التجارية أو من الأفراد ، ومن خلال إصدار السندات الحكومية بمختلف أنواعها وطرحها في السوق المالية للتداول، ولقد ساعد في هذه سياسة والتي تتبع من معظم الاقتصاديات المتقدمة وجود وتطور سوق الأوراق المالية الحكومية فيها. كما تعد هذه السوق أحد المنافذ الرئيسة لتمويل النفقات الحكومية ولاسيما حينما تعجز الإيرادات العامة عن تغطية تلك النفقات، الأمر الذي تستطيع معه الحكومة إصدار العديد من الأوراق المالية (السندات الحكومية) المختلفة الأجل.

وتترك سياسة العجز المالي آثار بالغة الأهمية في الاقتصاد في النظامين المالي والنقدي وبخاصة (عرض النقود) إذ باتت سياسة العجز من أبرز الوسائل التي تستخدمها السلطة المالية لاستعادة التوازن الاقتصادي ورفع معدلات النمو الاقتصادي ، وكذلك أصبحت تستخدم بفاعلية عالية في حل الأزمات والاضطرابات الاقتصادية في الاقتصاديات المتقدمة، وصار هذا العجز صفة ملازمة للاقتصاديات الرأسمالية، وتمارس هذه السياسة تأثيرها في السوق المالية عن طريق زيادة عرض السندات الحكومية أو عن طريق التأثير في هيكل أسعار الفائدة، وإصدار السندات الحكومية كوسيلة لتمويل العجز للاكتتاب من خلال السوق المالية سيعكس الزيادة في عرض السندات الحكومية، ومن ثم انخفاض أسعارها والذي بدوره يشكل حافزا للمستثمرين والمضاربين لاقتنائها، وذلك لأن هذا النوع من الاستثمار يكون أقل مخاطرة في رأي المستثمر، إذ يطلق عليه في الكثير من الأحيان أي على السندات الحكومية سندات معدومة المخاطرة. أما فيما يتعلق باتباع سياسة العجز في السوق من خلال هيكل أسعار الفائدة ، فإن استمرار الحكومة بضخ كميات كبيرة من السندات الحكومية في السوق سيعكس على انخفاض أسعارها، وبما إن العلاقة ما بين سعر السند وسعر الفائدة علاقة عكسية، فإن هذا سيؤدي إلى ارتفاع الفائدة في السوق والذي يمارس تأثيره في مجمل عمليات السوق المالية من خلال تأثيره في أسعار الأوراق المالية وحجم التداول، ويمكن أن ينتقل أثر هذا التغيير إلى كلفة وحجم الائتمان والاقتراض المصرفي ، وكذلك إلى عملية تكييف المحفظة الاستثمارية وعملية إعادة توزيعها. (1)

( 1 ) المرجع السابق، ص 109.

أما في حالة وجود فائض في الميزانية الناجمة عن الفائض الضريبي، فإن أثر ذلك يعتمد في جزء منه على كيفية استعمال هذا الفائض، وبما أن الضرائب تفوق النفقات فإن تحويل الفائض ينطوي في العادة على إطفاء جزء من الدين الحكومي العام من خلال دخول الحكومة كمشتري لسندات في السوق المالية.

كما أن العلاقة ما بين سياسة العجز أو الفائض في الميزانية لا يسير في اتجاه واحد وإنما في اتجاهين بمعنى إن هناك علاقة قوية تبادلية بينهما، فالسوق المالية تعمل على تسيير عمل السلطة المالية في تطبيق سياستها المالية من خلال ما توفره هذه السوق من إمكانية وسهولة في عملية الإقراض والاقتراض لتمويل الموازنة الحكومية.

### الفرع الثاني: السياسة المالية و سوق السندات.

تنشأ العلاقة ما بين السياسة المالية الحكومية وأسعار الفائدة من خلال السوق المالية، إذ تستطيع الحكومة من خلال التأثير في سعر الفائدة في السوق أن توجه الاقتصاد على وفق السياسة المرسومة لها، فإذا ما كان الاقتصاد يعاني من الركود أو الكساد تستطيع الحكومة أن تستخدم أدوات السياسة المالية للضغط على أسعار الفائدة وتنشيط الإنفاق الاستثماري أو الإنفاق على السلع الاستهلاكية من خلال توفير القروض الحكومية وبأسعار منخفضة، وقد تحدثت الحكومة على اختلاف مستوياتها عجزاً في وقت ما أو تحقق فائضاً في موازنتها في أوقات أخرى، ويبدو أن العجز أو الفائض في الموازنة الحكومية دليل على أن السياسة المالية توسعية أو انكماشية، إذ يشير العجز إلى سياسة مالية توسعية في حين يشير الفائض إلى سياسة مالية انكماشية، وبالتالي فإن العلاقة ما بين السياسة المالية وأسعار الفائدة والسندات يتم من خلال النشاطات الحكومية على عرض السندات ومن ثم على سعر الفائدة عن طريق قيام وزارة المالية بإصدار السندات الحكومية بمختلف أنواعها لتمويل العجز الحكومي أو التأثير في الفائض.<sup>(1)</sup>

(1) عباس كاظم جاسم الدعي، اثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الاوراق المالية دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الامريكى 1990-2006"، مرجع سابق، ص 60.

إن دراسة السياسة المالية لا تكون كاملة دون أن تأخذ في الحسبان الدين الحكومي، إذ ينشأ الدين الحكومي بسبب العجز الذي تخلقه الحكومة في ميزانيتها، وبالتالي فإنها عندما ترغب في الإنفاق أكثر مما تحصل عليه من الضرائب لمعالجة بعض الحالات الاقتصادية فإنها لا بد أن تقترض ويكون لها ذلك عن طريق بيع السندات الحكومية للأفراد أو المؤسسات والهيئات المالية الخاصة أو الجهاز المصرفي (البنوك التجارية والبنك المركزي).

وعليه فإن مقدار الدين العام عادة ما يقاس بمقدار تلك السندات التي من خلالها تستطيع الحكومة أن تضغط على سعر الفائدة ومن ثم على النشاط الاقتصادي، طالما أن هناك علاقة عكسية تنشأ ما بين سعر السند وسعر الفائدة ناجمة عن سياسة حكومة مالية.

إن العلاقة ما بين السياسة المالية من جهة وأسعار الفائدة والسندات تعتمد على خصائص تمويل العجز الحكومي، ولكي تقوم الحكومة بممارسة نشاطها التمويلي من موازنة متوازنة، قامت الحكومة بالتوسع بالإنفاق وإحداث عجز في الموازنة، وقامت بتمويل العجز في موازنتها ببيع سندات إلى القطاع غير المصرفي. وعليه فإن الخزينة لا بد وأن تقوم بإصدار المزيد من السندات الحكومية لبيعها في سوق الأوراق المالية، وهذه السندات الجديدة سوف تزيد من العرض القائم للسندات التي أصدرها القطاع الخاص، ومن ثم ينشأ فائض في العرض أي أن الإجراء الحكومي المتمثل بسياسة مالية توسعية (الإنفاق يفوق الإيرادات) الذي اتخذته الخزينة العامة بالاقتراف لإزالة فائض عرض السندات وهذا لا يتحقق إلا إذا ارتفع سعر الفائدة التوازني والذي يتحقق عند التعادل بين الطلب و العرض الكلي للسندات التي أصدرتها الخزينة العامة والقطاعات الاقتصادية الأخرى، في حين قيام البنك المركزي بتمويل العجز في الموازنة، سوف يؤدي إلى انخفاض مبدئي (وليس ارتفاعاً) في سعر الفائدة.

فالبنك المركزي لا يقوم عادة بتمويل هذا العجز بصورة مباشرة، وإنما يقوم بتمويله من خلال عمليات السوق المفتوحة، إذ يدخل مشتريا للسندات الحكومية التي يمتلكها القطاع الخاص في الوقت نفسه الذي تقوم فيه الخزينة العامة بإصدار سندات للسوق المفتوحة، وعلى ذلك فإن السندات الجديدة تجد طلباً معادلاً جديداً في السوق يساوي مقدار الإصدار النقدي الجديد الذي يقوم به البنك المركزي لتمويل هذا العجز<sup>(1)</sup>، ولكن في الوقت ذاته فإن تجار الأصول المالية وغيرهم ممن قاموا ببيع ما كان لديهم من سندات حكومية للبنك المركزي قد ازدادت ودائعهم لدى الجهاز المصرفي، مما يسبب زيادة الاحتياطيات النقدية

(1) المرجع سابق، ص ص 61-62 .

لدى هذه المصارف، وبالتالي فإن القاعدة النقدية تتوفر لكل من المصارف والقطاعات غير المصرفية مما يسهم في زيادة الطلب الكلي على السندات ونتيجة لذلك فإن فائض الطلب الكلي على السندات لا بد وإن يرتفع ولا بد أن ينخفض سعر الفائدة التوازني من جهته وعلى العكس من عجز الموازنة الحكومية يعمل فائض هذه الموازنة على خفض معدلات الفائدة.

فعندما تقوم وزارة المالية أو الخزينة باستخدام النقود التي حصلت عليها من الأفراد بكثرة لسداد الدين العام، فإنها تضيف طلبها على السندات الحكومية إلى طلب القطاعات الاقتصادية الأخرى، وتؤدي الزيادة في طلب السندات إلى رفع أسعارها مبدئياً ثم خفض أسعار الفائدة، مما يؤكد الأهمية المالية للسياسة المالية في إحداث تغييرات في الموازنة تؤدي إلى زيادة أو خفض حيازات القطاع الخاص من السندات الحكومية، ولهذا السبب فإن عجز الموازنة العامة يدفع بأسعار الفائدة إلى الأعلى أو يشد الفائض إلى الأسفل، في حين أن السياسات المالية التي تنفذ من خلال إحداث تغييرات في القاعدة النقدية ستكون لها آثار أشد تعقيداً. (1)

(1) المرجع سابق، ص ص 61-62 .

## خلاصة الفصل الثالث.

السياسة الاقتصادية وباعتبارها ا لإجراءات العملية التي تتخذها الدولة بغية التأثير في الحياة الاقتصادية، يؤكد على دور الدولة في وضع و تنفيذ و متابعة الإجراءات العملية في مختلف مجالات النشاط الاقتصادي، مما يحتم عليها وضع إجراءات تتماشى وكل الأوضاع والظروف التي تمر بها الدولة أو قد تمر بها، وهذا من أجل تجنب الوقوع أو حتى التأثير الكبير بالأزمات الاقتصادية والمالية التي يمر بها العالم من فترة إلى أخرى.

كما أن القرارات الاقتصادية التي تتخذها أي دولة لا بد لها أن تتماشى مع كل قطاعاتها، مما يثبت العلاقة الوطيدة التي تربط بينها، خاصة النظامين المالي والمصرفي، حيث أن كل قرار يتعلق بالنظام المصرفي له اثر كبير على النظام المالي، والعكس صحيح، فمثلا عند رفع أو خفض معدل الفائدة في البنوك المركزية يؤدي إلى التأثير على أسعار الفائدة في الأسواق المالية إما بالسلب أو الإيجاب مما يحتم على الدولة معرفة كل الجوانب المتعلقة بها قبل سن أو وضع أي قوانين جديدة. حيث تعد أوضاع الأسواق المالية مرآة عاكسة للوضع الاقتصادي العام في البلاد، واستقرار هذه الأسواق يعتبر مقياسا لمدى نجاح السياسة الاقتصادية العامة للدولة، ما يؤكد علاقة تؤوليات أسعار الأوراق المالية بالعوامل الاقتصادية والمالية والنقدية والأزمات المالية، أي أن ثمة عوامل ذاتية وعوامل موضوعية تلعب دورا محوريا في تؤوليات أسعار الأسهم والسندات، ومن خلال التطرق لمختلف جوانب السوق المالي السعودي، والتعرف على السياسة الاقتصادية المطبقة في المملكة، سنحاول دراسة اثر هذه الأخيرة على أداء السوق المالي، من خلال الفصل الأخير.

## الفصل الرابع

### دراسة حالة السوق المالي السعودي

## تمهيد.

يعتبر استقرار الاقتصاد الكلي شرطاً ضرورياً من أجل التنمية والنمو، مما جعل المنظمات الدولية تضع توصيات، حول الشروط التي تشكل إدارة جيدة للاقتصاد الكلي لتحقيق الاستقرار، والعمل على تطوير سياسات الاقتصاد الكلي ضمن إطار منسق، وبحيث تكون السياسات المالية والنقدية وسياسات سعر صرف العملة المحلية وإدارة حساب رأس المال في ميزان المدفوعات متجانسة مع بعضها البعض. من جهة أخرى فإن أسواق الأسهم تمثل نقطة الاتصال بين الأفراد والمؤسسات من خلال حشد المدخرات وتحويلها إلى استثمارات تسهم في التنمية الاقتصادية للدول وبالتالي توفر قاعدة صلبة لاقتصاد الوطني، فمن الطبيعي إن تحظى مثل هذه الأسواق باهتمام صنّاع القرار في الدول لقوة تأثيرها في مسيرة التنمية.

- المبحث الأول: السوق المالية السعودية.
- المبحث الثاني: السياسة الاقتصادية في السعودية.
- المبحث الثالث: السياسة الاقتصادية وأداء السوق المالي السعودي.

## المبحث الأول: السوق المالية السعودية.

تعد أسواق الأوراق المالية العربية أسواقاً ناشئة، نظراً إلى إمكانات النمو الاقتصادي الكبيرة المتاحة للدول العربية، وتعتبر السوق المالية السعودية، التي تعرف باسم "تداول"، أهم سوق على مستوى الدول العربية جميعها، ذلك أنها أكبر الأسواق المالية في العالم العربي من حيث القيمة السوقية، حيث تمثل السوق السعودية وحدها نحو ثلث قيمة رؤوس أموال الأسواق العربية مجتمعة، وتعتبر السوق المالية السعودية من الأسواق الحديثة النشأة مقارنة بأسواق الدول المتقدمة.

## المطلب الأول: نشأة وتطور السوق المالية السعودية.

رغم أن بداية تاريخ الشركات في المملكة العربية السعودية يعود إلى الثلاثينيات إلا أنه يمكننا تحديد بداية ظهورها إلى نهاية السبعينات عندما تزايد عدد الشركات بشكل ملحوظ وقامت الحكومة بدمج بعض الشركات، كما أن نشأة سوق الأسهم السعودية يعود إلى الخمسينات وذلك بتداول أسهم عامة لأول مرة، واستمر الحال إلى أن وضعت تنظيمات أساسية للسوق في الثمانينات.

## الفرع الأول: لمحة تاريخية عن السوق المالية.

تعود البدايات التاريخية لسوق الأسهم السعودية إلى عام 1932، حين أنشئت أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية وهي الشركة العربية للسيارات، وتوالى فيما بعد إنشاء شركات أخرى خصوصاً في السبعينيات، إذ تزايدت أعداد هذه الشركات، ومع تطور عدد الشركات المساهمة نشأ سوق غير رسمي للأسهم من خلال 32 مكتب وساطة أسهم ولم تكن خاضعة لقوانين ونظم، وكان عدد الشركات المساهمة التي يجري تداول أسهمها في السوق 40 شركة بحجم رؤوس أموال مستثمرة 35 مليار ريال سعودي، ولقد وضعت بعض الأنظمة والقواعد التي تحكم وتراقب سير عمليات التداول أقرتها اللجنة الوزارية المكلفة بشأن تنظيم تداول الأسهم في ديسمبر 1984.<sup>(1)</sup>

وتمثل مؤسسة النقد العربي السعودي، وهي المصرف المركزي للمملكة، قمة النظام المالي السعودي. ومضى على تأسيسها خمسون سنة، حيث أنشئت بتاريخ الخامس والعشرين من شهر رجب 1371هـ الموافق 20 أبريل 1952م. ومارست منذ إنشائها دوراً حيويًا في توطيد وتنمية الاقتصاد السعودي من خلال تطوير نظام نقدي للبلاد يرتكز على إصدار وإدارة العملة الوطنية، وتعزيز نمو النظام

(1) هيئة السوق المالية السعودية، الاستثمار في سوق الأسهم، نظر يوم 28/01/2014، الساعة 13:40،

<http://cma.org.sa/IA/default.html>



المالي وضمان استقراره، والمحافظة على استقرار الأسعار المحلية وسعر الصرف. وبالإضافة إلى كونها مصرف الحكومة، تقوم المؤسسة بإدارة احتياطات البلاد من النقد الأجنبي.

ولم يكن للمملكة عند إنشاء مؤسسة النقد العربي السعودي نظام نقدي خاص بها. حيث كانت العملات الأجنبية تتداول في المملكة كوسائل للدفع إلى جانب النقود الفضية السعودية. ولم تكن الأوراق النقدية السعودية قد صدرت حينئذ. وكان يتعين تنفيذ المعاملات الكبيرة بالنقود الذهبية الأجنبية أو بكميات كبيرة من الريالات الفضية السعودية وأحياناً بعملات ورقية أجنبية. ومع تزايد إنتاج النفط، وارتفاع الدخل وحجم المدفوعات، فقد ازداد الطلب على النقد بقدر كبير و أصبح التعامل بالنقود الفضية والذهبية بالكميات المطلوبة أمراً يصعب تحقيقه. من جهة أخرى، لم يكن هناك سعر صرف ثابت بين النقود الفضية السعودية والنقود الذهبية الأجنبية وتقلبت أسعار الصرف بينهما بشكل واسع ، تولت مؤسسة النقد العربي السعودي فور إنشائها مسؤولية المحافظة على سعر صرف الريال الفضي السعودي مقابل الدولار الأمريكي ضمن هامش حددته الحكومة. وفي نفس الوقت أكملت المؤسسة النظام النقدي الوطني للبلاد بإصدارها نقود ذهبية سعودية وإلغاء تداول العملات الأجنبية. وبعد مرور عام على إنشائها، بدأت بإصدار "إيصالات الحجاج" لإعفاء الحجاج من عبء حمل العملة المعدنية الثقيلة الوزن. ولقيت هذه الإيصالات قبولا بوجه عام في جميع أرجاء المملكة ومهدت الطريق لإصدار الأوراق النقدية السعودية اعتباراً من غرة 1961. وأوقف التعامل بالنقود الذهبية والفضية وإيصالات الحجاج. وفي غضون ثمانية أعوام ونصف من إنشاء المؤسسة، لم يتم إقامة نظام نقدي وطني فحسب، بل تحولت المملكة من نظام قاعدة المعدنين الذهب والفضة إلى نظام العملة الورقية. وكانت المهمة الأخرى التي أولتها مؤسسة النقد العربي السعودي اهتماماً فورياً بعد تأسيسها هي تشجيع نمو الجهاز المصرفي، حيث لم تكن هناك مصارف سعودية حينئذ وكانت الأعمال المصرفية تمارس على الغالب بواسطة مصارف أجنبية. ومع التوسع في النشاط الاقتصادي، زادت الحاجة بشكل كبير للخدمات المصرفية، فسمحت المؤسسة بفتح المزيد من المصارف في المملكة. ورغبة في إضفاء صبغة وطنية على النظام المصرفي، ولتعزيز قاعدة رأسماله، تبنت المؤسسة خلال الفترة ( 1976-1982م) تنفيذ برنامج لسعودة المصارف الأجنبية حيث

طلب منها أن تتحول إلى شركات مساهمة تطرح أسهمها للاكتتاب العام على أن تكون غالبية حقوق الملكية لمساهمين سعوديين. (1)

وحرصت مؤسسة النقد العربي السعودي على قيام المصارف بأداء أعمال لها على أسس سليمة. وأناط نظام مراقبة البنوك، الصادر عام 1966، صلاحيات رقابية واسعة للمؤسسة، تتضمن أحكام صارمة بشأن كفاية رأس المال، ومتطلبات السيولة والاحتياطي، وتركز القروض وغير ذلك من الأمور الرقابية. وينص النظام على أنه يتعين على المصارف تزويد المؤسسة ببيانات مالية وإحصائية دورية، وأن تمارس المؤسسة مهام الإشراف والرقابة المصرفية سواء من داخل المصارف أو من خارجها.

وأنشأت المؤسسة بالتعاون مع المصارف التجارية عدداً من أنظمة المدفوعات والتسويات المتقدمة والمتطورة، وتشمل غرف المقاصة الآلية، وشبكة المدفوعات السعودية (SPAN) التي تساند أجهزة الصرف الآلية والنهائيات الطرفية لنقاط البيع، والنظام الآلي لتداول الأسهم (TADAWUL). وتم ربط هذه الأنظمة مع بعضها بواسطة النظام الآلي للتحويلات المالية السريعة (SARIE) الذي بدأ تشغيله في ماي 1997.

ويقوم نظام سريع بتسوية صافي مراكز عمليات المقاصة، ونظام تداول الأسهم ونظام الصرف الآلي.

كذلك يسمح للمصارف بإجراء المدفوعات واستلامها مباشرة من حساباتها لدى المؤسسة فور إجراء قيود العمليات لحساب المستفيد وتحويل الأموال بنفس اليوم.

وساعدت هذه التطورات التقنية بشكل كبير في تحسين مستوى الجودة النوعية لخدمة العملاء، وتخفيض النفقات، وتعزيز الفاعلية، وتقوية الضوابط الرقابية. كما أوجدت قاعدة تقنية متقدمة وآمنة لتحقيق قفزة نوعية في الخدمات المصرفية والمالية الآلية خلال الألفية الجديدة. (2)

(1) محمد بن سليمان الجاسر، تطور القطاع المالي لتحقيق نمو اقتصادي أفضل. ندوة "الرؤية المستقبلية للاقتصاد السعودي حتى عام 1440هـ (2020م)" التي نظمتها وزارة التخطيط في الرياض، 13-17 شعبان 1423هـ الموافق (19-23 أكتوبر 2002م)، ص22.

(2) المرجع سابق، ص22.

وكانت مؤسسة النقد العربي السعودي الجهة الحكومية المعنية بتنظيم ومراقبة السوق حتى تأسست هيئة السوق المالية بتاريخ 2 / 6 / 1424 هـ الموافق 31 / 7 / 2003 م بموجب " نظام السوق المالية " الصادر بالمرسوم الملكي رقم ( م / 30 ) التي تشرف على تنظيم ومراقبة السوق المالية من خلال إصدار اللوائح والقواعد الهادفة إلى حماية المستثمرين وضمان العدالة والكفاءة في السوق.

وافق مجلس الوزراء السعودي في الجلسة التي انعقدت يوم الإثنين 29 صفر 1428 الموافق 19 مارس 2007 برئاسة خادم الحرمين الشريفين الملك عبد الله بن عبد العزيز على تأسيس شركة مساهمة سعودية باسم " شركة السوق المالية السعودية ( تداول )"، يأتي القرار تنفيذ المادة العشرين من نظام السوق المالية التي تقضي بأن تكون الصفة النظامية للسوق المالية شركة مساهمة. (1)

شهد عام 1310 هـ \_ 1990م نقلة نوعية في نشاط تداول الأسهم في المملكة بتشغيل النظام الآلي لمعلومات الأسهم (ESIS)، الذي أتاح إمكانية التداول الآلي لجميع الأسهم عبر المصارف المحلية، وساهم في تركيز سوق الأسهم في سوق موحدة تلتقي فيها العروض والطلبات، ووفر العدالة في إدخال الأوامر وتنفيذها أيًا كان مصدرها الجغرافي. مر هذا النظام بعدة مراحل أساسية، تم خلالها تطويره وتحديثه لا يسنا توسيع نطاق البيانات والمعلومات الخاصة بالتداول والأسعار اليومية لخدمة البنوك وفروعها، وتطبيق نظام إدخال أوامر البيع والشراء مباشرة من فروع البنوك وتسوية الصفقات في اليوم التالي من تنفيذ العملية بعد التأكد من بيانات الإشعارات آلياً، وقصر التداول على الإشعارات دون شهادات.

كما ساعدت عمليات التداول الآلي في السوق على إحداث زيادة كبيرة في صفقات الأسهم المتداولة، ووصل عدد الشركات المتداول أسهمها من خلال النظام إلى 72 شركة في النصف الأول من عام 2004، وفي شهر أكتوبر تم تشغيل جيل جديد من أنظمة التداول والتسوية "تداول" تميز بالتسوية الآنية للعمليات مما مكن المستثمر من الشراء والبيع عدة مرات في اليوم الواحد.

ومن أجل إعادة هيكلة السوق المالية بأسس جديدة ومتطورة لتعزيز ثقة المستثمر وتوفير المزيد من الإفصاح والشفافية والعدالة صدر نظام السوق المالية بالمرسوم الملكي رقم (م / 30) بتاريخ 21/7/2002 وارتكز النظام على تحديد دور المؤسسات الإشرافية والرقابية والتشغيلية الجديدة للسوق المالية وبيان مهماتها، وفصل الدور الإشرافي والرقابي عن الدور التنفيذي، من خلال إنشاء مؤسسات جديدة للسوق أهمها:

(1) السوق المالية السعودية (تداول)، نبذة عن السوق، نظر يوم 28 / 01 / 2014، الساعة 13:40، <http://www.tadawul.com.sa>

- هيئة السوق المالية: وهي الهيئة الرقابية والإشرافية للسوق المالي.
- السوق المالية السعودية: وهي الجهة المعنية بالمهام التشغيلية للسوق.
- لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية: وهي لجنة تختص بالفصل في المنازعات التي تقع في نطاق أحكام نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية وقواعد الهيئة والسوق المالية وتعليماتها.<sup>(1)</sup>
- مركز إيداع الأوراق المالية: وهي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة عمليات إيداع الأوراق المالية المتداولة في السوق وتسجيل ملكيتها ونقلها وتسويتها.

#### الفرع الثاني: أهداف السوق المالية السعودية.

من أجل تحقيق أهداف السوق المالية السعودية، عملت المملكة على سن مجموعة من القوانين والنظم، وتحديد مهام هيئة السوق المالي.

#### أولاً: مهام هيئة السوق المالية.

بين نظام السوق المالية المهام الأساسية للهيئة، ومن أهمها ما يلي:

- تنظيم السوق المالية وتطويرها، وتنمية وتطوير أساليب الجهات العاملة في تداول الأوراق المالية.
- حماية المستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة أو التي تتطوي على احتيال، أو تدليس، أو غش، أو تلاعب، أو تداول بناء على معلومات داخلية.
- العمل على تحقيق العدالة والمصداقية والشفافية في معاملات الأوراق المالية.
- تطوير الضوابط التي تحدّ من المخاطر المرتبطة بتعاملات الأوراق المالية.
- تنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبة التعامل بها.
- تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الأطراف الخاضعة لإشراف هيئة السوق المالية.
- تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها، وتعامل الأشخاص المطلعين والمستثمرين، وتحديد وتوفير المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق الإفصاح عنها لحاملي الأسهم والجمهور<sup>(2)</sup>

#### ثانياً: إنجازات هيئة السوق المالية.

(1) هيئة السوق المالية، التقرير الأول لهيئة السوق المالية، (2006/12/31\_2004/7/1). <http://www.cma.org.sa>.

(2) المرجع السابق <http://www.cma.org.sa>.

- إنجازات هيئة السوق المالية السعودية لتنظيم السوق المالية وتطويرها.
- اللوائح التنفيذية والقرارات التنظيمية لتنظيم السوق المالية وتطويره.
- طرح الأوراق المالية وتداوله.
- صناديق الاستثمار.
- صناديق المؤشرات المتداولة.
- الرقابة على تعاملات الأوراق المالية.
- إفصاح الشركات المدرجة في السوق المالية.
- المخالفات وشكاوى المستثمرين.
- الأشخاص المرخص لهم في ممارسة أعمال الأوراق المالية.
- توعية المستثمر.

#### - إنجازات هيئة السوق المالية لتنظيم البيئة الداخلية وتطويرها.

- تطوير الموارد البشرية والتنظيم الإداري.
- التحول إلى التعاملات الإلكترونية الحكومية. (1)

#### ثالثاً: أهداف السوق المالية السعودية.

- إدارة وتشغيل السوق المالية بكل كفاءة وتقديم خدمات متميزة ذات جودة عالية:
- إدارة وتشغيل السوق المالية بكفاءة وفعالية، مع ضمان جودة وعدالة السوق.
- دعم الجهود الهادفة لرفع مستوى الثقافة الاستثمارية لدى المستثمرين.
- تقديم خدمات متميزة ذات جودة عالية للعملاء.
- تطوير إمكانيات وقدرات السوق الفنية والتنظيمية .
- تطوير سوق مالية رائدة توفر قنوات استثمارية وتمويلية تنافسية:
- توفير الآليات المناسبة للشركات للحصول على التمويل اللازم.
- تطوير أسواق ومنتجات وخدمات وأدوات مالية متكاملة ومتنوعة وابتكاريه.
- تشجيع كل من المستثمرين والمصدرين والوسطاء المحليين والعالميين للمشاركة في السوق.
- تكامل وفعالية العمليات الرئيسية للسوق مع تحقيق عوائد مالية مجزئة للمنشأة ومساهمتها.

(1)

(1) هيئة السوق المالية، التقرير السنوي لهيئة السوق المالية، 2011، ص 21. <http://www.cma.org.sa>.

## رابعاً: خصائص السوق المالية السعودية.

تتميز سوق الأسهم السعودية بحدائثة النشأة مقارنة بأسواق الدول المتقدمة مثل الولايات المتحدة الأمريكية، أو اليابان، أو دول الاتحاد الأوروبي، كذلك يتصف بقلة عدد الشركات المدرجة أسهماً في السوق بالنظر إلى حجم الاقتصاد السعودي الكبير، ويعد حجم المعاملات في السوق محدوداً نسبياً بالمقارنة بعدد الأسهم المصدرة في السوق وهو ما يعبر عنه بضيق السوق، الذي يؤدي إلى تقلبات كبيرة في أسعار الأسهم.

وتؤثر جملة من العوامل والمتغيرات في أسعار الأسهم المتداولة في السوق من ضمنها الأوضاع الاقتصادية المحلية، والنمو الاقتصادي، وكذلك المشكلات التي قد يعاني من جرائها الاقتصاد مثل التضخم والبطالة، كذلك تؤثر فيه ربحية الشركات المساهمة والتطورات الجارية في أسواق الأسهم العالمية، إضافة إلى السياسات الاقتصادية المحلية التي تتبعها الدولة من ناحية الصرف والإنفاق الحكومي على الخدمات والمشاريع، وكمية النقود والسيولة المتداولة في الاقتصاد. (2)

## خامساً: الأدوات الاستثمارية السائدة في السوق.

## 1. الصكوك والسندات.

انطلاقاً من الدور المنوط بشركة السوق المالية السعودية (تداول) في تيسير تقديم منتجات وخدمات مالية جديدة، قامت تداول بتطوير سوق آلي لتداول الصكوك و السندات في المملكة. ويكون هذا السوق مركزاً يقوم المشاركون فيه من مستثمرين و مصدريين بتداول أوراق مالية استثمارية ذات عوائد دورية ومخاطر أقل من الموجودة عند تداول الأسهم.

تعتبر الصكوك والسندات قناة تمويلية هامة تستخدمها الحكومات والشركات والمؤسسات لتوفير السيولة اللازمة لتمويل مشروعاتها وبتكلفة منخفضة نسبياً . كما أن هذه الصكوك والسندات تقدم حماية لمحافظ المستثمرين بإعطائهم القدرة على تنويع المخاطر بتوفير أدوات استثمارية ذات مخاطر أقل وعائد دوري آمن.

(1) السوق المالية السعودية، نبذة عن السوق، نظر يوم 2014/01/29، 14:05، <http://www.tadawul.com.sa>.

(2) حسام مسعودي، واقع التداول الإلكتروني في السوق المالية السعودية خلال الفترة 2000-2009. مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، ورقلة، 2012، ص106.

سيتم تداول الصكوك والسندات في السوق الجديد عن طريق شركات الوساطة المالية المرخص لها، و باستخدام نفس المحافظ الاستثمارية المستخدمة لتداول الأسهم. ويوفر هذا السوق خدمات رئيسية مثل الإدراج، إرسال الأوامر، تنفيذ الصفقات، المقاصة والتسوية، ونشر بيانات الأسعار. ويعتبر إطلاق هذا السوق خطوة هامة في إستراتيجية تداول نحو تنويع المنتجات المالية للمستثمرين بما يتوافق مع رغباتهم الاستثمارية.

### خصائص الصكوك والسندات:

- تتشارك الصكوك والسندات بعدد من الخصائص التي ينبغي الإلمام بها .
- المصدر : (Issuer) قد تكون المؤسسة المصدرة إما هيئة حكومية أو تجارية ، المصدر هو الذي يحتاج إلى التمويل الإضافي .
- نوع الصك /السند : (Type of bond) يتم تحديد مواصفات الصك/السند بوضوح في النشرة التعريفية الخاصة بالصك/السند عند إصداره. وهناك العديد من أنواع الصكوك /السندات يمكن تعديلها لتلائم احتياجات المصدر مثل صكوك المرابحة ، وصكوك المشاركة ، وصكوك الإجارة ، السندات البسيطة، والسندات الإستهلاكية، والسندات التحويلية ... الخ
- الفترة حتى الانتهاء : (Term to maturity) وهي إجمالي الزمن المستغرق بين إصدار الصك/السند، وبين تاريخ انتهاءه .
- تاريخ الإصدار : (Issue Date) وهو التاريخ الرسمي لإصدار الصك/السند. وهو أيضا التاريخ الذي تبدأ منه استحقاقات العوائد (1).
- تاريخ الانتهاء : (Maturity Date) وهو تاريخ الاستحقاق الذي يتم فيه تسديد المستثمر للقيمة الاسمية للصك/السند .

(1) السوق المالية السعودية(تداول)، الصكوك والسندات، نظر يوم 29/01/2014، 15:21، <http://www.tadawul.com.sa>

- القيمة الاسمية (Face Value) هي قيمة الصك/السند المصدر من الجهة المصدرة، و الذي سيحصل عليه حامل الصك/السند عند تاريخ الاستحقاق .

- العائد السنوي (Coupon) هي نسبة مئوية من القيمة الاسمية والتي تمثل العائد السنوي للصك/السند، بحيث يتم توزيعها على دفعات (فترات) أو مرة واحدة خلال السنة .

## 2. الأسهم.

أصدرت هيئة السوق المالية كتيباً توعوياً إضافياً "كتيب للسلوكيات المخالفة في سوق الأسهم" في حزمة التوعية التي تستهدف رفع الوعي الاستثماري والحقوقى لدى المتعاملين الفعليين والمتوقعين في السوق المالية، وهو الجانب الذي توليه الهيئة أهمية موازية للجوانب التشريعية والرقابية في السوق المالية. ويضم الكتيب الجديد - وهو السادس عشر - في منظومة الكتيبات التوعوية للهيئة - أمثلة لبعض السلوكيات المخالفة لنظام السوق المالية ولوائح التنفيذ، وذلك بهدف المساعدة على زيادة وعي المستثمرين ببعض الممارسات المضللة والمخالفة لنظام السوق المالية ولوائح التنفيذ، وتقديم العون لحماية المستثمرين من بعض الممارسات المخالفة في السوق المالية. (1)

### الجدول رقم (03): الفروقات بين الصكوك/السندات والأسهم

وجه المقارنة	الصكوك	السندات	الأسهم
نوع الورقة المالية	مشاركة في الإيراد	دين	ملكية في شركة
العوائد	أرباح مشتركة	نسبة مئوية وبشكل سنوي	أرباح غير محددة التوزيع
تاريخ الانتهاء	محدد	محدد	غير محدد
الأولوية في تسديد رأس المال في حالة تصفية الشركة	أولوية	أولوية	بعد السندات
المخاطرة	أقل	أقل	أعلى
حق التصويت	لا يحق له التصويت	لا يحق له التصويت	يحق له التصويت

### 3. صناديق الاستثمار.

(1) هيئة السوق المالية، الأسهم، نظر يوم 2014/01/29، 22:47، <http://www.cma.org.sa>



صندوق الاستثمار هو برنامج استثمار مشترك يهدف إلى إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه بالمشاركة جماعيا في أرباح البرنامج، ويديره مدير الاستثمار مقابل رسوم محددة. وتؤول إلى الهيئة صلاحية تنظيم عمل صناديق الاستثمار التي تديرها البنوك خلال سنتين من صدور هذا النظام، كما تقوم الهيئة بتنظيم عمل مديري المحافظ، ومستشاري الاستثمار، والإشراف عليهم، بما في ذلك وضع اللوائح والقواعد والتعليمات التي تتعلق بما يأتي:

- الهيكل التنظيمي .
- الأنظمة المحاسبية والقواعد التشغيلية .
- الإدارة واتخاذ القرارات في صندوق الاستثمار.
- إجراءات حفظ الأوراق المالية وتقديم الخدمات للعملاء بكفاءة .
- مقابل الخدمات والعمولات وأتعاب الإدارة .<sup>(1)</sup>
- إبرام الصفقات مع الأطراف ذوي العلاقة.
- تقارير الأداء وحساب قيمة الأصول وأسعار الوحدات والإعلان.
- شروط الموافقة على تأسيس صناديق جديدة ومتطلباتها .
- المتطلبات الخاصة بالتقارير المالية والدورية للصناديق .
- متطلبات السيولة وحدود المخاطر .
- متطلبات الكفاية المهنية، والملائمة الشخصية، والمسؤولية المالية، ومتطلبات الترخيص .

طبقاً للمادة السادسة من نظام السوق المالية وضعت الهيئة المعايير والشروط الواجب توافرها في صناديق الاستثمار، كذلك خولت المادة التاسعة والثلاثون من النظام الهيئة الحق في تنظيم عمل صناديق الاستثمار ووضع اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة من حيث التأسيس وطرح الوحدات وإدارتها وتطبيق قواعد الإفصاح والشفافية عليها. وتنفيذاً لذلك أصدرت الهيئة لائحتين هما:

1-لائحة صناديق الاستثمار

2-لائحة صناديق الاستثمار العقاري.<sup>(1)</sup>

(1)هيئة السوق المالية، صناديق الاستثمار، نظر يوم 2014/01/29، 22:47، <http://www.cma.org.sa>

### المطلب الثاني: الإطار التنظيمي والتشريعي للسوق السعودية.

تعمل هيئة السوق المالية على رفع كفاءة السوق المالية، وتعزيز قدرتها التنافسية من خلال تطبيق أفضل المعايير والممارسات الدولية المطبقة الأسواق العالمية المتقدمة. لتصبح سوقاً رائدة من حيث السيولة، ومعايير الأداء، والأنظمة واللوائح والقواعد المطبقة بالإضافة إلى زيادة مستوى الشفافية والإفصاح في السوق، وتكوين جهاز إشرافي ورقابي فاعل يعمل على تطوير السوق بما يخدم المستثمرين والمتعاملين والمشاركين فيه، ويوفر بيئة آمنة وجاذبة للاستثمار.

#### الفرع الأول: الهيكل التنظيمي.

##### - يشمل الهيكل التنظيمي على الإدارات العامة التالية:

- الإدارة العامة للشؤون القانونية.
- الإدارة العامة للمتابعة والتنفيذ.
- الإدارة العامة للإشراف على السوق.
- الإدارة العامة للإشراف على مؤسسات السوق المالية.
- الإدارة العامة للتمويل الشركات والإصدار.
- الإدارة العامة للتخطيط الاستراتيجي والأبحاث.

- الإدارة العامة.
- الإدارة العامة للمراجعة الداخلية.
- وعلى الإدارات الأخرى التالية:
  - إدارة العلاقات العامة.
  - إدارة تقنية المعلومات.
  - إدارة الإعلام وتوعية المستثمر. (1)

## الفرع الثاني: الإطار التشريعي للسوق السعودية.

تخضع السوق المالية السعودية لمجموعة من القوانين والنظم، والتي تصدر بمراسيم ملكية، إضافة إلى انه توجد جهة مختصة في مراقبة وتسيير السوق المالية وهي هيئة السوق المالية السعودية.

## أولاً: نظام السوق المالية.

صدر نظام السوق المالية بوجب المرسوم الملكي رقم (م/30) وتاريخ 1424/6/2 الموافق 2003/7/31 والمؤسس على قرار مجلس الوزراء رقم 91 الصادر في أبريل من السنة ذاتها المتضمن الموافقة على مشروع نظام السوق المالية السعودية وقد نص النظام على إعادة هيكلة السوق المالية على أسس جديدة ومتطورة من شأنها دعم الثقة في السوق بضمان الإفصاح والشفافية.

نصت المادتان الخامسة والسادسة من نظام السوق المالية على مسؤولية الهيئة عن تطوير الإجراءات الكفيلة بالحد من المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية ومراقبتها لحماية المستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة أو التي تنطوي على غش أو تدليس أو تلاعب. كذلك وضحت المادتان التاسعة والأربعون والخمسون ما يُعد مخالفاً لأحكام نظام السوق المالية من الأعمال والتصرفات في تداول الأوراق المالية، وتقوم الهيئة بمراقبة تداول الآتي:

✓ الأسهم

✓ الصكوك والسندات

✓ صناديق المؤشرات المتداولة

كذلك واصلت الهيئة عملها لتعزيز أدائها الرقابي على عمليات التداول من خلال تكثيف المتابعة لعمليات التداول للتأكد من التزام المشاركين في السوق لنظام السوق المالية ولوائح التنفيذ (1)

## ثانياً: البنية التنظيمية للسوق السعودية.

تتمثل فيما يلي:

## 1. هيئة السوق المالية:

هي الجهة المعنية بتنظيم ومراقبة السوق المالية السعودية وذلك منذ تاريخ 2003/7/31 بموجب "نظام السوق المالية" الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30)، والذي بموجبه تشرف الهيئة على تنظيم ومراقبة السوق المالية، من خلال إصدار اللوائح والقواعد الهادفة إلى حماية المستثمرين وضمان العدالة

(1) هيئة السوق المالية، صناديق الاستثمار، التقرير السنوي، 2010، ص64. <http://www.cma.org.sa>

والكفاءة في السوق، ويتألف مجلس هيئة السوق المالية من خمسة أعضاء من أصحاب الخبرة والاختصاص، ويتم تعيينهم بناء على أمر ملكي، وهو يتألف من رئيس ونائب رئيس وثلاثة أعضاء، وأهم وظائفه هي وضع اللوائح الداخلية للهيئة، وكيفية تعيين الموظفين والمستشارين والمدققين، وأي خبراء آخرين من أجل القيام بالمهام والوظائف المناطة بها.

### أهداف الهيئة المالية:

تسعى الهيئة إلى تحقيق عدة أهداف إستراتيجية من أهمها:

- حماية المستثمر.
- إصدار تشريعات تتميز بالكفاءة والوضوح والعمل على تحديثها من وقت لآخر.
- تطوير الضوابط التشريعية بما يتناسب مع التحديات المتطورة والمتغيرة في الأسواق المالية.
- دعم وتشجيع البرامج والأنشطة الرامية إلى توعية المجتمع في مختلف المجالات ذات العلاقة بالسوق المالية.
- العمل باستمرار على تطوير البنية التحتية للسوق المالية.
- الاهتمام بعملاء السوق المالية وضمان التجاوب السريع مع متطلباتهم ومعالجة المشاكل التي تواجههم.
- طرح العديد من الأدوات الاستثمارية والمنتجات المالية والمحافظة على استقرار السوق المالية وفتح المجال أمام الشركات الاستثمارية.
- استقطاب الكفاءات البشرية المؤهلة التي من شأنها أن تساهم في اضطلاع الهيئة بدورها بكفاءة وفاعلية.

## 2. شركة السوق المالية السعودية (تداول):

تنص المادة 20 من نظام السوق المالية على أن تنشأ في المملكة سوق لتداول الأوراق المالية تسمى السوق المالية السعودية، وتكون صفتها النظامية شركة مساهمة وفقاً لأحكام هذا النظام. وتكون هذه السوق هي الجهة الوحيدة المصرح لها بممارسة العمل في تداول الأوراق المالية في المملكة وهي المعنية بالوظائف التشغيلية للسوق. (1)

(1) هيئة السوق المالية، التقرير السنوي، 2012، ص22. <http://www.cma.org.sa>

وتقتصر ممارسة أعمال أوراقها المالية على من يُؤتون حاصلًا على ترخيص نافذ من الهيئة، يتداول فيها جمهور المتعاملين بالأوراق المالية في السوق المالية السعودية.

يتكون مجلس إدارة السوق المالية السعودية (تداول) من تسعة أعضاء يتم تعيينهم بقرار من مجلس الوزراء وترشيح من رئيس مجلس هيئة السوق المالية، وتشمل عضوية المجلس ممثل عن وزارة المالية، وممثل من وزارة التجارة والصناعة، وممثل عن مؤسسة النقد العربي السعودي، وأربعة ممثلين عن شركات الوساطة المرخصة وممثلين عن الشركات المساهمة المدرجة

تداول (تداولاتي) هي منظومة متكاملة لعدد من الخدمات الجديدة والمقدمة من قبل السوق المالية السعودية (تداول) بالتعاون مع الأشخاص المرخص لهم (شركات الوساطة). تضم تداولاتي مجموعة من الخدمات المالية الجديدة التي تهدف لتلبية الاحتياجات المختلفة للمستثمرين والشركات المساهمة. تهدف هذه الخدمات إلى توفير قيمة مضافة لجميع أطراف العملية الاستثمارية والسوق المالية السعودية ككل، وذلك من خلال:

- توعية المستثمرين بحقوقهم الاستثمارية وزيادة مستوى الثقة والشفافية لديهم في كل ما يتعلق بأصولهم المالية. وتفعيل دورهم بشكل عام وذلك من خلال تمكينهم من التصويت في الجمعيات، الاطلاع على استحقاقات الأرباح، تزويدهم برسائل تذكيرية وإشعارات دورية عن أهم الأحداث ذات العلاقة، وغير ذلك من المزايا.
- المساهمة في سد الفجوة بين الشركات المدرجة ومساهميها عن طريق تطوير آلية التواصل فيما بينهم.
- إتاحة مجموعة واسعة ومتنوعة من التقارير بطريقة سهلة وآمنة من خلال المصدر الأساسي لمعلومات الأوراق المالية (مركز إيداع الأوراق المالية).
- توفير آلية مستمرة للتحقق من البيانات المحفوظة لدى تداول وتحديثها.<sup>(1)</sup>

إن هذه الأهداف مجتمعة ستساهم في نهاية المطاف في تعزيز كفاءة السوق المالية السعودية بصورة عامة من خلال تشجيع وترسيخ مفاهيم الشفافية في السوق وزيادة الوعي بين المستثمرين.

(1) هيئة السوق المالية، نيذة عن تداولاتي، نظر يوم 2014/01/30. 22:24 <http://www.cma.org.sa>

## 3. مركز إيداع الأوراق المالية.

نص "نظام السوق المالية" على قيام السوق بإنشاء إدارة تسمى مركز إيداع الأوراق المالية لتنفيذ عمليات الإيداع، والتسوية، والتحويل، والمقاصة وتسجيل ملكية الأوراق المالية المتداولة في السوق ، و يقوم بهذه المهام حالي مركز إيداع الأوراق المالية بشركة السوق المالية السعودية (تداول).

ويمكن لمجلس إدارة السوق أن يحول مركز إيداع الأوراق المالية إلى شركة، بعد أخذ موافقة مجلس الهيئة على التحويل. وللمجلس أن يعطي موافقته موضحا بها متطلبات هيكل الشركة وعملياتها، وفقا لما يراه مناسباً وضرورياً لسلامة السوق وحماية المستثمرين.

تحدد قواعد العمل في المركز الإجراءات السليمة والفعالة التي تضمن كفاية عمليات تسجيل وتسوية ومقاصة الأوراق المالية المتداولة في السوق بصورة نظامية، بما في ذلك الإجراءات التي تشمل طرق معالجة مقاصة أثمان المبيعات الخاصة بالمستثمرين بعد تسويتها، ويمكن للمركز أن يحتفظ بحسابات نقدية لأغراض عمليات تسوية ومقاصة الصفقات وذلك ضمن عملياته . وللهيئة صلاحية اعتماد أي من لوائح عمليات المركز وقواعده، أو تعديلها أو إلغائها أو تعليقها إذا رأت ذلك مناسباً

## 4. المالية لجنتي الفصل في منازعات الأوراق المالية والاستئناف:

أنشأت هيئة السوق المالية لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، تتكون من مستشارين قانونيين متخصصين يعينهم مجلس هيئة السوق المالية لفترة ثلاث سنوات قابلة للتجديد، وتختص لجنة الفصل في المنازعات بالنظر في المنازعات التي تقع في نطاق أحكام نظام السوق المالية، ولوائح التنفيذية ولوائح الهيئة والسوق وقواعدهما وتعليماتهما في الحق العام والحق الخاص.

كما نص نظام السوق المالية على إنشاء لجنة الاستئناف يشكلها مجلس الوزراء للنظر في القرارات التي تصدرها لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، وتتكون هذه اللجنة من ثلاث أعضاء يمثلون وزارة المالية، ووزارة التجارة والصناعة وهيئة الخبراء بمجلس الوزراء لفترة ثلاث سنوات قابلة للتجديد.

(1)

وتتمتع لجنة الاستئناف بسلطة رفض النظر في القرارات، أو إعادة النظر في الشكوى أو الدعوى من جديد، ويمكن الاستئناف ضد القرار الذي تصدره لجنة الفصل في المنازعات أمام هيئة الاستئناف في غضون 30 يوماً من تاريخ الإخطار بذلك، وتعد قراراتها بعد ذلك نهائية.

(1) هيئة السوق المالية، التعريف بالهيئة، نظر يوم 2014/01/30. 22:24. <http://www.cma.org.sa>

## ثالثاً: اللوائح التنفيذية للسوق السعودية.

اللوائح التنفيذية هي مجموعة القواعد والتعليمات والإجراءات التي تصدرها الهيئة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية. وقد عملت الهيئة على إعداد اللوائح التنفيذية بعد أخذ مرئيات المختصين من الجهات الحكومية والقطاع الخاص، وقد أصدر مجلس الهيئة اللوائح التنفيذية الآتية:

- قواعد الكفاية المالية لائحة صناديق الاستثمار
- لائحة حوكمة الشركات
- لائحة أعمال الأوراق المالية
- لائحة الأشخاص المرخص لهم
- لائحة سلوكيات السوق
- لائحة إجراءات الفصل في منازعات الأوراق المالية
- لائحة الاندماج و الاستحواذ
- لائحة طرح الأوراق المالية
- قائمة المصطلحات المستخدمة في لوائح هيئة السوق المالية وقواعدها
- الإجراءات والتعليمات الخاصة بالشركات المدرجة أسهمها في السوق التي بلغت خسائرها المتراكمة 50% فأكثر من رأس مالها. (1)

نذكر منها:

## 1. قواعد الكفاية المالية:

الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب القرار رقم 1-40-2012 بتاريخ 2012/12/30

بناءً على نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي. تهدف هذه القواعد إلى تحديد متطلبات الكفاية المالية للأشخاص المرخص لهم، ويجب على الشخص المرخص له لممارسة أعمال (التعامل أو الإدارة أو الحفظ) التزام الأحكام المحددة في هذه القواعد. كما يجب على الشخص المرخص له لممارسة أعمال ( الترتيب أو المشورة) الاحتفاظ في جميع الأوقات بحقوق ملاك لا تقل عن 200,000 ريال سعودي وأن

(1) هيئة السوق المالية، اللوائح التنفيذية، <http://www.cma.org.sa/Ar/AboutCMA/CMALaw/Pages/default.aspx>



يكون لديه رأس مال عامل يكفي لثلاثة أشهر، والتزام جميع المتطلبات المحددة في الفص الثاني والعشرين من هذه القواعد باستثناء المادة الحادية والسبعين منها\*.

كما أن هذه القواعد لا تخل بما ورد في اللوائح التنفيذية من أحكام، ويحق للهيئة فرض أي متطلبات كفاية مالية إضافية على الأشخاص المرخص لهم إذا ما رأت أن ذلك ضرورياً.<sup>(1)</sup>

## 2. لائحة أعمال الأوراق المالية.

أعمال الأوراق المالية الصادرة بموجب القرار رقم 2/2005/83 عن هيئة السوق المالية، يقصد بها ممارسة أي من النشاطات المنصوص عليها في المادة الثانية من هذه اللائحة من قبل أي شخص في سياق ممارسته لنشاطه التجاري، ما لم تنطبق أي من الاستثناءات الواردة في الفصل الثاني من هذا الباب، ويعد الشخص ممارساً لأعمال الأوراق المالية في المملكة إذا:

- كان يمارس نشاط الأوراق المالية من مكان عمل دائم في المملكة.
- أو كان يعتبر في حكم من يمارس نشاط الأوراق المالية من مكان عمل دائم في المملكة وذلك في أي من الحالتين:
- إذا مارس ذلك النشاط أو أعمال الأوراق المالية عموماً في المملكة.
- إذا مارس ذلك النشاط مع شخص في المملكة أو لحسابه.

كما يحضر على أي شخص ممارسة أعمال الأوراق المالية ما لم يكن:

- شخصاً مرخصاً له من الهيئة.
- أو شخصاً مستثنى وفقاً للملحق (1) من هذه اللائحة.<sup>(2)</sup>

\*انظر هيئة السوق المالية، قواعد الكفاية المالية، الباب السابع: الركيزة الثالثة- الإفصاح وإعداد التقارير، الفصل الثاني والعشرين: إعداد وتقديم التقارير

(1) هيئة السوق المالية، قواعد الكفاية المالية، ص 6  
<http://www.cma.org.sa/Ar/AboutCMA/CMALaw/Pages/default.aspx>  
 (2) هيئة السوق المالية، لائحة أعمال الأوراق المالية، ص 6  
<http://www.cma.org.sa/Ar/AboutCMA/CMALaw/Pages/default.aspx>

## 3. لائحة صناديق الاستثمار.

الصادر بموجب القرار رقم 1-219-2006 بتاريخ 2006/12/24، تهدف هذه اللائحة إلى تنظيم تأسيس صناديق الاستثمار وإدارتها وطرح وحداتها وجميع الأنشطة المرتبطة بها في المملكة، لا تخل اللائحة بما ورد في لائحة الأشخاص المرخص لهم ولائحة أعمال الأوراق المالية من أحكام. (1)

## 4. لائحة السوق:

الصادر بموجب القرار رقم 1-11-2004 بتاريخ 2004/10/04، تهدف هذه اللائحة إلى حماية المتعاملين ومنع التصرفات أو الممارسات التي تنطوي على تلاعب أو تضليل، حيث يحضر على أي شخص القيام أو المشاركة في أي تصرفات أو ممارسات تنطوي على تلاعب أو تضليل فيما يتعلق بأمر أو بصفقة على ورقة مالية، إذا كان ذلك الشخص يعلم بطبيعة ذلك التصرف أو الممارسة، أو إذا توافرت أسس منطقية تتيح له أن يعلم بطبيعة ذلك التصرف أو الممارسة.

كما يحضر على أي شخص القيام بشكل مباشر أو غير مباشر بإدخال أمر أو تنفيذ صفقة على ورقة مالية بهدف تكوين أي مما يلي:

- انطباع كاذب أو مضلل بوجود نشاط تداول في الورقة المالية أو اهتمام بشرائها أو بيعها.
- سعر مصطنع لطلب أو عرض أو تداول الورقة المالية أو أي ورقة مالية ذات علاقة. (2)

## 5. لائحة حوكمة الشركات.

تبين هذه اللائحة القواعد والمعايير المنظمة لإدارة الشركات المساهمة المدرجة في السوق، من أجل ضمان الالتزام بأفضل ممارسات الحوكمة التي تكفل حماية حقوق المساهمين وحقوق اصحاب المصالح. تعد هذه اللائحة لائحة استرشادية لجميع الشركات المدرجة في السوق المالية ما لم ينص نظام اللائحة أو لائحة أخرى أو قرار من مجلس الهيئة على الزامية بعض مل ورد فيها من أحكام. يجب على

(1) هيئة السوق المالية، لائحة صناديق الاستثمار، ص 5

<http://www.cma.org.sa/Ar/AboutCMA/CMALaw/Pages/default.aspx>

(2) هيئة السوق المالية، لائحة السوق، ص 5 <http://www.cma.org.sa/Ar/AboutCMA/CMALaw/Pages/default.aspx>

الشركة الالتزام بالافصاح في تقرير مجلس الادارة عما تم تطبيقه من احكام هذه الائحة والاحكام التي لم تطبق واسباب ذلك. (1)

## 6. لائحة طرح وإدراج الأوراق المالية:

يقصد بطرح الأوراق المالية لغرض تطبيق هذه اللائحة إصدار الأوراق المالية، أو دعوة الجمهور للاكتتاب فيها، أو الترويج لها بشكل مباشر أو غير مباشر أو تصريح أو بيان أو اتصال يعد من حيث الأثر المترتب عليه بيعاً أو إصداراً أو عرضاً للأوراق المالية، ولا يشمل ذلك المفاوضات الأولية أو العقود المبرمة مع متعهدي التغطية أو بينهم. (2) وتنظم لائحة الطرح والإدراج عمليات إصدار الأوراق المالية من قبل الشركات المساهمة، وتبين متطلبات الإفصاح المستمرة من الشركات المدرجة في السوق. وتوضح لائحة طرح الأوراق المالية على وجه الخصوص أنواع الإصدار المقبول في السوق المالية السعودية وعرفت كل نوع وحددت الشروط الواجب توافرها فيه، والضوابط المطلوب استيفاؤها. وحصرت اللائحة طرح الأوراق المالية بثلاث أنواع هي الطرح العام والطرح الخاص والطرح المستثنى وبهذا الحصر استبعدت اللائحة الأوراق المالية التي لا تستوفي متطلبات أي من هذه الأنواع الثلاثة. (3)

## 7. لائحة الأشخاص المرخص لهم.

يعد القائمون بأعمال الأوراق المالية من مستشارين ماليين ووسطاء ووكلاء ومديري محافظ مسؤولين عادة عن غالب النشاط الاستثماري الذي يتم في السوق المالية، ولهذا السبب خصصت لائحة مستقلة تحدد الإجراءات والشروط اللازمة لحصولهم على الترخيص واستمرار صلاحيته، والقواعد التي تحكم سلوكهم أثناء قيامهم بأعمالهم، والنظم والإجراءات الرقابية المطبقة عليهم، إضافة إلى الأحكام المتعلقة بأموال وأصول عملائهم، وعلاوة على المبادئ العامة التي حددتها اللائحة والمتعلقة بالترخيص ومعايير السلوك للمرخص له، مثل ضوابط النزاهة والمهنية والرقابة الداخلية والكفاية المالية والإفصاح، فإن هناك مبادئ وضوابط أخرى مرتبطة بعلاقة المرخص له بالعمل من بينها ما يلي:

(1) هيئة السوق المالية، لائحة حوكمة الشركات، ص 4

<http://www.cma.org.sa/Ar/AboutCMA/CMALaw/Pages/default.aspx>

(2) هيئة السوق المالية، لائحة طرح الأوراق المالية، ص 3

<http://www.cma.org.sa/Ar/AboutCMA/CMALaw/Pages/default.aspx>

(3) مجلة سوق الأسهم السعودية تداول، تقرير سوق الأسهم السعودية لعام 2004، العدد 11، شتاء 2005.

- عدم تضارب المصالح، عن طريق معالجة تضارب المصالح بينه وبين عملائه الأفراد أو بين فرد وعميل آخر بإنصاف.
- ممارسة الأعمال بنزاهة، والتواصل مع العملاء ومراعاة مصالحهم.
- الاحتفاظ بموارد مالية كافية حسب القواعد التي تحددها الهيئة.<sup>(1)</sup>

### المطلب الثالث: تطور نشاط السوق المالية السعودية.

سعت المملكة جاهدة لتطوير السوق المالي من اجل أن يواكب الأسواق المالية في الدول المتقدمة، وذلك من خلال تحسين سياساتها الاقتصادية وتوفير الظروف اللازمة لاستقطاب المستثمرين. وسنحاول التطرق لأداء السوق المالية السعودية خلال السنوات الماضية و التعرف على المؤشر العام الرئيسي، من جهة أخرى محاولة إظهار اثر الأزمة على السوق المالية.

### الفرع الأول: المؤشر العام للسوق المالية.

يعاني سوق الأسهم السعودي من محدودية الأسهم المدرجة فيه وهذا ليس بجديد حيث تم العمل لإيجاد حل هذه السلبية خلال السنوات الأخيرة ،و الملاحظ أن ما يطرح لا يتوقع أن يكون كافيا لاحتضان رؤوس الأموال الموجودة في السوق السعودي في حين أن هذا الأخير ليس بحاجة فقط إلى أعداد وأسماء جديدة بقدر ما يجب أن تكون هناك كيانات كبيرة باستطاعتها احتواء تلك الأموال أولا وبالتالي قيام منشآت قادرة على المنافسة بفضل أحجامها وقوتها. و الملاحظ أن ما طرح خلال السنوات الأخيرة خمس شركات فقط(الصحراء، اتحاد اتصالات، بنك البلاد، التعاونية، وسدافكو) ، ومع هذه الإضافات المتدنية عددا يمكن القول إنها متدنية أيضا في حجمها الكلي.<sup>(2)</sup>

(1) هيئة السوق المالية، لائحة الأشخاص المرخص لهمص10

<http://www.cma.org.sa/Ar/AboutCMA/CMALaw/Pages/default.aspx>

(2) سليمان بن عبدالله السكران، سوق الأسهم: أي أسهم جديدة نريد؟، ماي 2005 العدد13460، نظر يوم 2014/02/01، 20:59

ولتحقيق أهداف قيام الأسواق المالية إجمالاً في حشدتها للمدخرات وتوظيف هذه الأموال في منح أكثر إنتاجية وكفاءة في الأداء لا بد من توفر شريحة أعرض وقائمة أطول من الخيارات أمام المستثمر لتحقيق أهداف عديدة منها ما يختص بالسوق وآلية عمله وجعل تقلباته طبيعية السلوك ومنها ما يختص بمقومات المنشآت التي تكفل نجاحها.

كما أن الطروحات جديدة لا تعدو عن كونه إما شركات عائلية أو منشآت محدودة الحجم لا تتماشى وإمكانات حجم القطاع الخاص وبالتالي سوق الأسهم. ولعلّ الانفتاح الأكبر والمنتظر في مشاريع الغاز المستقبلية وجود نوعاً من الفرص لتلبية مثل هذا الطلب ولذا فالسوق بحاجة أكثر إلى تسريع الإيقاع في اكتمال بنيته الهيكلية والتي من لبناتها وجود كيانات جديدة قادرة على المنافسة تكون ذات حجم يتناسب مع مكانته الاقتصادية والهروب من الزيادات التي لن تواكب تصحيح السلبات الحالية وبالتالي تأدية الدور الفعال الذي يعرف عن سوق الأسهم.

#### أولاً: تعريف مؤشر TASI.

تختلف المؤشرات في الأسواق المالية حسب الأهداف وكذا القطاعات والشركات المدرجة، والأهداف المعلوماتية. يقيس المؤشر العام "TASI" اسمه مؤلف من الأحرف الأولى لاسم المؤشر باللغة الإنجليزية (Tadawul All Share Index) في السوق السعودية مستوى الأسعار العام للشركات مقوماً بالقيمة السوقية للأسهم الحرة لكل الشركات المدرجة في السوق، أما مؤشر قطاع التجزئة فهو مؤشر خاص بقياس مستوى الأسعار العام لشركات التجزئة المتداولة في السوق، ومثل ذلك مؤشر قطاع التأمين لشركات التأمين، وهكذا في بقية القطاعات.<sup>(1)</sup>

بدأ المركز الوطني للمعلومات المالية والاقتصادية بإعداد مؤشر الأسهم المحلية منذ بدء إصدار نشرات الأسهم من قبل مؤسسة النقد وذلك ابتداءً من 28 فيفري 1985، وهذا التاريخ مهم إذ إنه تاريخ الأساس لحساب المؤشر حيث عدت قيمته في ذلك الوقت 100 نقطة فقط، وقد تم تعديل هذه القيمة المرجعية في جانفي 1999 لتصبح 1000 نقطة في سنة الأساس 1985، ومؤشر الأسهم المحلية أو "مؤشر تداول لجميع الأسهم (TASI) الذي كان يعرف سابقاً باسم "مؤشر المركز الوطني للمعلومات المالية والاقتصادية"، يعكس التغير في القيمة السوقية لأسهم جميع الشركات المتداولة في سوق الأسهم

(1) هيئة السوق المالية، الاستثمار في الأسهم،

السعودي. ومن هنا فالمؤشر يعكس نشاط سوق الأسهم وازدهارها، وهو بالتالي يعكس الأداء العام للاقتصاد الوطني خصوصاً في ما يتعلق بربحية الشركات المساهمة وازدياد ثقة الجمهور والجهات المالية والاستثمارية بالمستقبل الاقتصادي للبلاد وكذلك توفير السيولة المالية لدى المستثمرين.

وهناك اهتمام كبير بمتابعة تطور المؤشر (مؤشر تداول لجميع الأسهم) من قبل المحللين الماليين داخل المملكة وخارجها وتتم متابعته ونشره بشكل واسع محلي ودولي<sup>(1)</sup>.

#### ثانياً: كيفية حساب المؤشر.

يتم حساب المؤشر في أي يوم (أو وقت معين) عن طريق تعديل (أو ترجيح) قيمة المؤشر في يوم سابق

(أو وقت سابق) بواسطة التغير في القيمة السوقية لجميع الشركات المتداولة في السوق. وعلى وجه التحديد فإن معادلة المؤشر هي:

المؤشر(في وقت ما) = قيمة السوق عند هذا الوقت / قيمة السوق في وقت سابق \* المؤشر في الوقت السابق

حيث: قيمة السوق = مجموع القيم السوقية لجميع شركات السوق

القيمة السوقية لإحدى الشركات = (عدد الأسهم المصدرة للشركة) \* (سعر السهم)

ومن هنا فإن القيمة السوقية (وبالتالي المؤشر) تعتمد على عاملين:

- عدد الأسهم المصدرة (وليس المتاحة للتداول فقط، أو المتداولة فعلاً) وهي ثابتة بشكل عام وتتغير فقط إذا تم إصدار أو دمج أو تخفيض عدد الأسهم فقط.

- سعر السهم في السوق ويتغير خلال فترات فتح السوق للتداول (فترات التداول)<sup>(2)</sup>.

(1) إبراهيم عبد الرحمن القاضي، مؤشر الأسهم: الماهية، والأهمية والكيفية. العدد 12875، نظر يوم 2014/02/03، 14:13،

<http://www.alriyadh.com/2005/05/01/article61146.html>

(2) إبراهيم عبد الرحمن القاضي، كيف يتم حساب مؤشر الأسهم؟، العدد 13460، 1ماي 2005، نظر يوم 2014/02/03،

<http://www.alriyadh.com/2005/05/01/article61146.html>، 14:13

ثالثاً: خصائص مؤشر تداول لجميع الأسهم.

- يعكس المؤشر بصورة مباشرة وسريعة حركة أسعار الأسهم صعوداً وهبوطاً من يوم إلى آخر، كما يعكس عدد الأسهم المصدرة للشركات المتداولة في السوق (وهي كمية شبه ثابتة ولا تتغير إلا ببطء).
- يعكس المؤشر بصورة غير مباشرة الانتعاش (أو الركود) الاقتصادي المالي والمتوقع وثقة المستثمرين في السوق وعوامل أخرى مثل توفر السيولة وجاذبية (أو عدم جاذبية) القنوات الاستثمارية الأخرى (مثل العقار وأسعار الفائدة والأسواق الأجنبية المفتوحة) وكذلك الظروف السياسية المحيطة.
- تسمح معادلة المؤشر بتكيفه في حالة تغير تركيبة السوق أو الأسهم مثل دخول أو خروج إحدى الشركات من السوق، أو إصدار أو تخصيص أسهم مجانية، أو تجزئة ودمج الأسهم، أو زيادة أو خفض رأس المال، أو سداد دفعة من رأس المال المدفوع جزئياً، أو اندماج الشركات.
- لا يعكس المؤشر كمية الأسهم المتاحة للتداول بشكل عام أو حجم التنفيذ اليومي.<sup>(1)</sup>

الفرع الثاني: نشاط السوق المالية خلال السنوات 2011-2014.

أولاً: السوق المالية خلال عام 2011.

1. شهد عام 2011 عدداً من الأحداث الإيجابية في السوق المالية السعودية، ولعل من أبرزها:
  - إطلاق منظومة خدمات "تداولاتي" التي تشمل خدمات للمستثمرين والشركات المدرجة إضافة إلى إدارة سجلات مساهمي الشركات غير المدرجة. وقد لاقت هذه الخدمات صدى كبير لدى المهتمين والمتعاملين في السوق. كما أطلقت (تداول) في هذا العام برنامجاً لتعزيز دور علاقات المستثمرين لدى الشركات المدرجة وزيادة تواصل الشركات بمساهميها.
  - تم إدراج 4 شركات جديدة ليبلغ عدد مجموع الشركات المدرجة 150 شركة بنهاية العام.

(1) إبراهيم عبد الرحمن القاضي، مؤشر الأسهم: الماهية، والأهمية والكيفية. العدد 12875، نظر يوم 2014/02/03، 14:13،

<http://www.alriyadh.com/2005/05/01/article61146.html>

- إدراج صندوق جديد ضمن صناديق المؤشرات المتداولة، وانعكاسا لثقة المتعاملين في متانة الاقتصاد الوطني، ارتفعت قيمة التداولات في السوق خلال العام بنسبة 44,74% مقارنة بالعام السابق حيث ارتفع معدل قيمة التداول اليومي من 3,048.93 مليون ريال في عام 2010 الى 4,430.79 مليون في عام 2011.
- في بداية عام 2011 صدر قرار مجلس الوزراء بإعادة تشكيل مجلس إدارة تداول، وقد أقر المجلس في الأشهر الأولى لتعيينه خطة إستراتيجية لتطوير أعمال السوق تشمل العديد من المبادرات التي تهدف للرفع من مستوى الخدمات المقدمة وإدخال منتجات جديدة بالتنسيق مع هيئة السوق المالية.<sup>(1)</sup>

## 2. نشاط السوق المالية خلال عام 2011.

في نهاية عام 2011م أغلق ال مؤشر العام للسوق المالية السعودية (تداول) عند مستوى 6,417.73 نقطة مقارنة مع 6,620.70 نقطة كما في نهاية عام 2010 منخفاً بـ 203,02 نقطة أي بنسبة 3,07% وقد حقق المؤشر أعلى نقطة اغلاق خلال العام في يوم 16 جانفي حيث اغلق عند مستوى 6,788.32 نقطة.

بلغت القيمة السوقية للاسهم المصدرة في نهاية عام 2011 1,27,84 مليار ريال أي ما يعادل 338,89 مليار دولار أمريكي وذلك بانخفاض بلغت نسبته 3,12% مقارنة مع نهاية العام السابق.

بلغت القيمة الاجمالية للاسهم المتداولة 1,098,84 مليار ريال أي ما يعادل 293,02 مليار دولار أمريكي، مقابل 709,18 مليار ريال للعام السابق بارتفاع بلغت نسبته 44,7%. عدد الاسهم المتداولة خلال العام 48,54 مليار سهم مقابل 33,33 مليار سهم تم تداولها خلال سنة 2010 بنسبة ارتفاع بلغت 31,29%.

بلغت الصفقات المنفذة 25,00 مليون صفقة مقابل 19,54 مليون صفقة تم تنفيذها خلال العام السابق بارتفاع بلغت نسبته 30,77%.

## 3. انجازات عام 2011.

(1) عبدالله بن صالح السويلمي، السوق المالية السعودية تداول، التقرير الاحصائي السنوي 2011، ص9.



- حظي العام 2011 بالعديد من المشاريع التي تم انجازها و إضافتها إلى قائمة الخدمات التي تقدمها السوق المالية السعودية (تداول) إلى السوق والمتعاملين فيها ولعل من أهم هذه الخدمات:
- إطلاق المرحلة الثانية من منظومة خدمات تداولاتي.
  - البدء في تقديم خدمات الحفظ والتسجيل للشركات المساهمة المغلقة الغير مدرجة.
  - إدارة جمعيات العديد من الشركات المدرجة و استخدام التصويت لإلكتروني لعدد منها.
  - إدراج الشركات الجديدة وصندوق مؤشرات آخر.
  - التعاون مع الشركات المدرجة في توزيع الأرباح الغير مستلمة نشر قوائم بأصحاب الأرباح لبعض الشركات.
  - موافقة مجلس إدارة شركة السوق المالية على الخطة الإستراتيجية الجديدة.
  - الانتهاء والبدء بتطبيق العديد من اللوائح التنظيمية الداخلية.
  - تنفيذ ورش عمل للإدارات التنفيذية للشركات المساهمة والتي ركزت على تنمية أواصر العلاقة بين الشركات والمستثمرين.
  - نشر مسودتي قواعد مركز إيداع الأوراق المالية والمصطلحات المستخدمة في قواعد السوق المالية للمراجعة و إبداء الرأي.
  - القيام بحملة توعية لأهمية إيداع الشهادات التي يمتلكها المستثمرون في المحافظ الاستثمارية و إيضاح أهمية ذلك والفوائد التي سيحصل عليها المستثمر جراء ذلك<sup>(1)</sup>.
- ثانياً: السوق المالية خلال عام 2012.**

1. شهدت السوق المالية السعودية نمو في أحجام العمليات اليومية لعام 2012 مقارنة بالعام السابق:
- إذ تجاوزت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة 1,969.36 مليار ريال بارتفاع بلغت نسبته 75,58 % كما بلغت القيمة السوقية في نهاية العام 1,400.34 مليار ريال
- إدراج 8 شركات جديدة للسوق خلال العام زادت من عدد الشركات المدرجة لتصبح 158 شركة بنهاية 2012.

(1) السوق المالية السعودية تداول، التقرير الإحصائي السنوي 2011، ص 9-11 <http://www.tadawul.com.sa>

- تنظيم ورش عمل حول الإستراتيجية وممارسات علاقات المستثمرين جهات متخصصة وذات خبرة في هذا المجال
  - تنظيم ملتقيات للشركات العائلية للتعريف بأهمية وفوائد التحول إلى شركات مساهمة وتوضيح متطلبات الإدراج والفوائد والتحديات التي قد تواجه تلك الشركات
  - توفير ونشر معلومات السوق وتوزيعها على اكبر قطاع ممكن من المستثمرين داخليا وخارجيا حيث وقعت تداول اتفاقية ثنائية مع كل من شركة MSCI ومجموعة FTSE والتي تعتبر من اكبر الشركات العلمية لتطوير مؤشرات الأسواق المالية تتمكن بموجبها هذه الجهات من تطوير مؤشرات لعملائها تشمل معلومات من السوق السعودية
  - تطوير آلية التصويت الالكتروني للمساهمين أسهمت بتقديم خدماتها لـ 48 شركة وعقد تنظيم 46 جمعية عمومية خلال عام 2012 كما وفرت معلومات الأرباح الغير مستلمة للمستثمرين بطريقة سهلة ومرنة وإشعار المستثمرين المسجلين بالأرباح الجديدة من خلال خدمات "تداولاتي". وبدأت تداول تقديم خدمة حفظ سجلات للمساهمين للشركات المساهمة غير المدرجة التي تحتاج لجهة موثوقة مثل تداول تمتلك الخبرة والتقنية اللازمة. (1)
- 2. أداء السوق المالية خلال عام 2012.**
- في نهاية عام 2012 م أغلق المؤشر العام للسوق المالية السعودية تداول عند مستوى 6,801.22 نقطة مقارنة مع 6,417.73 نقطة كما في نهاية عام 2011 م مرتفعا 383.49 نقطة اي بنسبة 5.98%.
  - وقد حقق المؤشر أعلى نقطة إغلاق خلال العام في 3 أفريل حيث أغلق عند مستوى 7,930.58 نقطة.
  - بلغت القيمة السوقية للأسهم المصدرة في نهاية عام 2012م 1,400.34 مليار ريال أي ما يعادل 373.42 مليار دولار أمريكي وذلك بارتفاع بلغت نسبته 10.19% مقارنة مع نهاية العام السابق.

(1) عبدالله بن صالح السويلمي، السوق المالية السعودية تداول، التقرير الاحصائي السنوي 2012،

ص9. <http://www.tadawul.com.sa>

- بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة خلال عام 2012 م نحو 1,929.32 مليار ريال أي ما يعادل 514.49 مليار دولار أمريكي، مقابل 1,098.84 مليار ريال (293.02 مليار دولار أمريكي) للعام السابق بارتفاع بلغت نسبته 75.58%.
- بلغ إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال عام 2012 م 42.11 مليون صفقة مقابل 25.55 مليون صفقة تم تنفيذها خلال العام السابق بارتفاع بلغت نسبته 64.81% . أما إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال عام 2012 م فقد بلغ 82.54 مليار سهم مقابل 48.26 مليار سهم تم تداولها خلال العام السابق بارتفاع بلغت نسبته 71.03% .
- بلغ المتوسط اليومي لعدد الصفقات المنفذة خلال عام 2012 م نحو 167.75 ألف صفقة مقابل 103.01 ألف صفقة كمتوسط يومي خلال العام السابق بنسبة إرتفاع بلغت 62.84% . أما المتوسط اليومي لقيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2012 م فقد بلغ نحو 7,686.53 مليون ريال مقابل 4,430.79 مليون ريال كمتوسط يومي للعام السابق بنسبة إرتفاع بلغت 73.48% .
- وبلغ المتوسط اليومي لعدد الأسهم المتداولة (معدلة) خلال عام 2012 م نحو 328.86 مليون سهم مقابل 194.61 مليون سهم كمتوسط يومي خلال العام السابق بنسبة إرتفاع بلغت 68.99% (1).

### 3. إنجازات عام 2012.

حظي العام الماضي 2012 بالعديد من المشاريع التي تم إنجازها وإضافتها إلى قائمة الخدمات التي تقدمها السوق المالية السعودية (تداول) إلى السوق والمتعاملين فيها ولعل من أهم هذه الإنجازات ما يلي:

#### 1- التنظيم والهيكل الداخلية للسوق

وافق المجلس في ثانيا اجتماعاته خلال السنة علي الهيكل التنظيمي الجديد و التعينات الخاصة به نتج عن ذلك دمج لبعض الإدارات ذات طبيعة العمل المشتركة أو التي تستهدف شركاء تداول.

#### 2- التداول:

- ارتفع معدل المتوسط اليومي للأسهم المتداولة 328.86 مليون سهم بزيادة قدرها 68.99 %، وافقت هيئة السوق المالية على إدراج وتداول حقوق الأولوية في السوق المالية.

(1) السوق المالية السعودية تداول ، التقرير الإحصائي السنوي 2012، ص15 <http://www.tadawul.com.sa>

- تم إدراج 8 شركات موزعة على مختلف قطاعات السوق ليصبح إجمالي الشركات المدرجة في السوق 158 شركة.
- بلغت إجراءات الشركات (تعديل في رؤوس أموال الشركات المدرجة 24) إجراء.
- تحديث بيانات ومعلومات المستفيدين من اتفاقيات المبادلة وإعادة آلية وطريقة التسجيل و الحفظ في مركز الإيداع.

### 3- الإفصاح و الشفافية:

- قامت تداول بعرض تقرير تفصيلي عن الصفقات الخاصة على موقعها الرسمي.
- إضافة رابط على الموقع الرسمي للسوق يغطي كافة تفاصيل ومتطلبات الإدراج للشركات.
- تداول و بالتعاون مع جي بي موجان تعقد اللقاء الثاني لورش العمل لعلاقات المستثمرين للشركات المدرجة
- تداول تنظم برنامج تدريبي للشركات المدرجة في السوق عن لغة البرمجة المرنة للإفصاح الالكتروني XBRL.
- تداول توقع اتفاقية مع مورجان ستانلي لتطوير المؤشرات وتوزيعها على المستثمرين الراغبين في الحصول عليها عالمي.
- إعداد وطباعة وتوزيع التقرير السنوي الإحصائي ودليل الشركات المدرجة في السوق.

### 4- الخدمات:

- ارتفع عدد الشركات التي استخدمت خدمات التصويت عن بعد ليصل إلى 48 شركة وارتفاع نسبة المشاركة في التصويت لتصل إلى 40 %
- تقديم خدمات عقد وتنظيم الجمعيات العمومية للشركات المدرجة لعدد 42 شركة مساهمة.
- ارتفع عدد الشركات المساهمة المقفلة التي تدير تداول سجلاتها إلى 12 شركة حيث أضيفت هذا العام 9 شركات جديدة متنوعة النشاط.
- إضافة بيانات توزيعات الأرباح التاريخية 2001 - 2012 لـ 42 شركة مدرجة في السوق. (1)

### 5- الجوائز و الشهادات المهنية:

( 1 ) السوق المالية السعودية تداول ، التقرير الإحصائي السنوي 2012، ص14. <http://www.tadawul.com.sa>

- حصلت تداول على شهادة أفضل إدارة سوق مالية بالشرق الأوسط قدمتها مجموعة Euromoney العالمية.
- حصلت تداول على شهادة الايزو العالمية ISO 20000-1 للعام الثالث على التوالي.
- حصلت تداول على شهادة ISO 9001:2008 والتي تغطي جميع العمليات الداخلية المقدمة للمستثمرين في السوق المالية.

### ثالثاً: أداء السوق المالية خلال عام 2013.

القيمة المتداولة للأسهم تتجاوز 1,369.67 مليار ريال، 28,97 مليون صفقة تم تنفيذها خلال 2013 في نهاية عام 2013 م أغلق المؤشر العام للسوق المالية السعودية تداول عند مستوى 8,535.60 نقطة مقارنة مع 6,801.22 نقطة كما في نهاية عام 2012 م مرتفعا 1,734.38 نقطة أي بنسبة 25.50 % وقد حقق المؤشر أعلى نقطة إغلاق خلال العام في يوم 23 ديسمبر حيث أغلق عند مستوى 8,561.84 نقطة.

بلغت القيمة السوقية للأسهم المصدرة في نهاية عام 2013 م 1,752.86 مليار ريال أي ما يعادل 467.43 مليار دولار أمريكي وذلك بارتفاع بلغت نسبته 25.17 % مقارنة مع نهاية العام السابق. بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة خلال عام 2013 م نحو 1,369.67 مليار ريال أي ما يعادل 365.25 مليار دولار أمريكي، مقابل 1,929.32 مليار ريال 514.49 مليار دولار أمريكي للعام السابق بانخفاض بلغت نسبته 29.01 %.

وبلغ إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال عام 2013 م 28.97 مليون صفقة مقابل 42.12 مليون صفقة تم تنفيذها خلال العام السابق بانخفاض بلغت نسبته 31.20 % . أما إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال عام 2013 م فقد بلغ 52.50 مليار سهم مقابل 83.28 مليار سهم تم تداولها خلال العام السابق بانخفاض بلغت نسبته 36.96 %.

بلغ المتوسط اليومي لعدد الصفقات المنفذة خلال عام 2013 نحو 116.81 ألف صفقة مقابل 167.75 ألف صفقة كمتوسط يومي خلال العام السابق بنسبة انخفاض بلغت 30.37 % . أما المتوسط اليومي لقيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2013 م فقد بلغ نحو 5,522.85 مليون ريال مقابل 7,686.53 مليون ريال كمتوسط يومي للعام السابق بنسبة انخفاض بلغت 28.15 % (1).

(1) السوق المالية السعودية تداول ، التقرير الإحصائي السنوي 2013، ص ص 1، 2، <http://www.tadawul.com.sa>

وبلغ المتوسط اليومي لعدد الأسهم المتداولة معدلة خلال عام 2013 م نحو 211.70 مليون سهم مقابل 331.80 مليون سهم كمتوسط يومي خلال العام السابق بنسبة انخفاض بلغت 36.20 %.

#### رابعاً: أداء السوق المالية خلال عام 2014.

- في نهاية شهر جانفي 2014 م أغلق المؤشر العام للسوق المالية السعودية تداول عند مستوى 8,760.62 مرتفعاً 225.02 نقطة 2.64 % مقارنة بالشهر السابق ديسمبر 2013 م .) ومرتفعاً بنسبة 24.38 % مقارنة بنفس الفترة من العام السابق (نهاية جانفي 2013 م .
- كانت أعلى نقطة إغلاق للمؤشر خلال الشهر في 2014 عند مستوى 8,771.99 نقطة يوم 2014/01/23 .
- بلغت القيمة السوقية للأسهم المصدرة في نهاية شهر جانفي 2014، 1,801.71 مليار ريال أي ما يعادل 480.45 مليار دولار أمريكي، مسجلة ارتفاعاً بلغت نسبته 2.79 % عن الشهر السابق ديسمبر 2013 .
- بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة خلال شهر جانفي 2014م، 139.25 مليار ريال أي ما يعادل 37.13 مليار دولار أمريكي وذلك بارتفاع بلغت نسبته 20.17 % عن الشهر السابق ديسمبر 2013
- وبلغ إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال شهر جانفي 2014 م، 4.92 مليار سهم مقابل 4.33 مليار سهم تم تداولها خلال الشهر السابق ديسمبر 2013 وذلك بارتفاع بلغت نسبته 13.54 %.
- أما إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال شهر جانفي 2014م، فقد بلغ 2.54 مليون صفقة مقابل 2.14

- مليون صفقة تم تنفيذها خلال الشهر السابق ديسمبر 2013 وذلك بارتفاع بلغت نسبته 18.5%.

(1)

نسبة التغير %	جانفي 2014	فيفري 2014	معلومات التداول
-12.28%	2,539,822	2,227,995	عدد الصفقات المنفذة
5.41%	4,922,015,828	5,188,454,882	الأسهم المتداولة عدد *

(1) السوق المالية السعودية تداول ، التقرير الإحصائي الشهري 2014، ص 1. <http://www.tadawul.com.sa>.

-2.95%	139,254,863,733.10	135,153,489,899.80	قيمة الأسهم المتداولة (ريال)
-	22	20	عدد أيام التداول
-3.51%	115,446	111,4	المتوسط اليومي لعدد الصفقات المنفذة
15.95%	223,727,992	259,422,744	المتوسط اليومي للأسهم المتداولة *
6.76%	6,329,766,533	6,757,674,495	المتوسط اليومي لقيمة الأسهم المتداولة (ريال)
3.57%	1,801.71	1,866.09	القيمة السوقية للأسهم المصدرة (مليار ريال)
3.95%	8,760.62	9,106.55	المؤشر العام (نقطة)

جدول رقم(04):مقارنة معلومات التداول عن شهر فيفري 2014 مع شهر جانفي 2014

\*معدلة لجميع إجراءات الشركات

المصدر: السوق المالية السعودية تداول ، التقرير الإحصائي الشهري فيفري 2014، <http://www.tadawul.com.sa>

### الفرع الثالث: انعكاس الأزمة المالية العالمية على السوق المالية السعودية.

على الرغم من عدم وجود أي ارتباط مباشر للاقتصاد السعودي بصورة عامة، وقطاعاته المالية تحديدا بأزمة الرهن العقاري، إلا أن التداعيات اللاحقة للأزمة المالية العالمية كان لا بد وأن تلقي بظلالها على اقتصاديات وأسواق العالم عموما، كما كان للتقلبات الحاصلة في أسواق المال العالمية بعض الأثر على البورصات العربية، خصوصا أسواق الأسهم التي تسمح للمحافظ العالمية الاستثمار فيها، ففي فترات الأزمات يتجه المستثمر إلى تخفيض نسبة المخاطرة لديه ويتحول من الأسواق الناشئة إلى استثمارات أكثر سيولة وأمانا مثل السندات الحكومية، وعلى الرغم من صغر حجم تدفقات محافظ الاستثمار العالمية إلى أسواقنا المحلية إلا أنها ساهمت أخيرا في تحديد التوجه العام للبورصات العربية. ويشار إلى أن سوق الأسهم السعودية هو أكبر أسواق الأسهم الإقليمية من حيث القيمة السوقية، ولا يسمح للأجانب بامتلاك الأسهم إلا بشكل غير مباشر عن طريق صناديق الاستثمار التي تديرها البنوك المحلية، في حين أن أسواق كل من الإمارات والكويت ومصر وقطر والأردن تشهد وبشكل متصاعد زيادة في حجم



الاستثمارات الأجنبية في بورصاته، ومن أهم أسباب تأثر السوق السعودية كان نتيجة انخفاض أسعار النفط المرتبط أساساً بالدولار الذي انخفض بدوره، بالإضافة إلى انخفاض مستوى الإنتاج وكل ذلك جراء تداعيات الأزمة المالية العالمية. (1) أغلقت سوق الأسهم السعودية عامها 2008 على خسائر فادحة، جاء أغلبها في الربع الأخير من العام، ومن أهم ما نتج عن الأزمة ما يلي :

- انخفاض مؤشر سوق الاسهم السعودي بنهاية عام 2008 بنسبة 59.2% ليبلغ 226.8 نقطة .
- انخفاض القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق بنسبة 52.5% لتبلغ حوالي 246.4 مليار دولار مقابل نحو 519 مليار دولار في نهاية العام السابق.
- وفي مجال تطوير سوق الأسهم، أعلنت هيئة السوق المالي السعودي انه سيتعين الامتثال ابتداءا من عام 2009 لقواعد حوكمة الشركات المرتبطة بعمليات الافصاح في تقارير مجالس الادارة. وأعلنت الهيئة ان القرار يستند الى استراتيجية الهيئة في التدرج في فرض الزامية بعض الاحكام المنصوص عليها في لائحة حوكمة الشركات الصادرة عن الهيئة مما يعزز مستوى الافصاح والشفافية للمساهمين وحماية حقوقهم. (2)

### المبحث الثاني: السياسة الاقتصادية في السعودية.

تميز الاقتصاد السعودي وبشكل استثنائي بمعدلات عالية من الإيرادات النفطية مما جعله يمر بتجربة نمو سريع خاصة خلال فترة السبعينيات وأوائل الثمانينيات. هذا التحول كان له الأثر الواضح في تغيير نمط الحياة والذي انتشرت معه ثقافة استهلاكية لم تكن معروفة من قبل وكان

(1) الشيخ الداوي، الأزمة المالية العالمية، انعكاساتها وحلولها. مداخلة مقدمة في إطار مؤتمر: "الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي"، جامعة الجنان، طرابلس - لبنان، 13-14 مارس 2009، ص 14.

(2) صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية. النشرة الفصلية، الربع الرابع، العدد 56، 2008، ص 25-27.

بسبب هذه الزيادة المفاجئة في الدخل الحصول على كل البدائل الممكنة لإشباع الحاجات الأساسية والغير أساسية مما جعل مكونات الإنفاق الكلي كالإنفاق الحكومي والخاص والاستثمارات وكذلك الواردات تتضاعف مرات ومرات خلال تلك الفترة وذلك حتى منتصف الثمانينات.

### المطلب الأول: نظرة عامة حول الاقتصاد السعودي.

تعرض الاقتصاد السعودي إلى تغيرات وتقلبات خلال فترة الثمانينات والتسعينات الميلادية وذلك لارتفاع وانخفاض أسعار البترول في تلك الفترة وهذا بدوره أدى إلى تغيرات على مستوى الاقتصاد الكلي. وكنتيجة لذلك فقد ارتفع الناتج المحلي الإجمالي الإسمي بشكل كبير خلال السبعينات لارتفاع أسعار البترول والتي كانت تمثل المصدر الوحيد للإيرادات في تلك الفترة، وصاحبها ارتفاع نمو الإيرادات الحكومية والخاصة، مما أثر على الإنفاق الكلي بالزيادة خاصة على السلع والخدمات الغير بترولية خلال التغيرات الهيكلية التي حدثت في السبعينات الميلادية من القرن السابق والتي تغير معها نمط الاستهلاك والاستثمار والطلب على الواردات.

### الفرع الأول: تطور نشاط الاقتصاد السعودي.

كانت المملكة العربية السعودية من الاقتصاديات الأفضل أداءً ضمن مجموعة العشرين في السنوات الأخيرة، وكان لها دور أساسي في تحقيق الاستقرار في سوق النفط العالمية. فقد احتلت المرتبة الثالثة بعد الصين والهند حيث بلغ متوسط معدل نمو إجمالي الناتج الحقيقي 6,25% سنوياً خلال 2012/2008. وساهمت زيادة الإنتاج النفطي عامي 2012/2011 في منع أي تأثير سلبي لاختلال العرض في الاقتصاديات الأخرى على النمو العالمي.<sup>(1)</sup>

تضطلع السعودية بدور مؤثر في نظام سوق النفط العالمية واستقرارها بوصفها أكبر مصدر للنفط الخام، ففي عام 2011 التزمت السعودية رسمياً في إطار مجموعة العشرين باستغلال دورها النظامي في سوق النفط لتعزيز الاستقرار العالمي، حيث قامت بزيادة إنتاجها من النفط إلى أعلى مستوى له على الإطلاق منذ 30 عاماً لضمان تلبية الطلب عقب الانخفاض الحاد في الإنتاج الليبي عام 2011 واستمرار

(1) صندوق النقد الدولي، المملكة العربية السعودية "مشاورات المادة الرابعة لعام 2013"، التقرير القطري رقم 13/229 الصادر

عن صندوق النقد الدولي، جويلية 2013، ص1.

الاضطرابات الجغرافية السياسية خلال 2012. وسبقت ذلك فترات أثناء حروب الخليج والاضطراب العام في فنزويلا قامت خلالها السعودية بزيادة إنتاجها لضمان كفاية العرض في الأسواق العالمية عقب توقف الإنتاج في غيرها من البلدان المنتجة الكبرى. ولولا هذه الاحتمالات كان من المحتمل أن تؤثر اضطرابات سوق النفط تأثيراً سلبياً على النمو الاقتصادي العالمي.<sup>(1)</sup>

والنمو الاقتصادي القوي والسريع عام 2012 كان سببه التطورات التي شهدتها المملكة، والانجازات التنموية البارزة. حيث عملت المملكة على إصلاحات هيكلية وتنظيمية تهدف إلى تحقيق نمو اقتصادي مستدام من خلال تنويع القاعدة الاقتصادية، وزيادة مساهمة القطاعات غير النفطية في الناتج المحلي الإجمالي، مع استمرار الاتجاه التصاعدي لوتيرة الإنفاق الحكومي على المشاريع التنموية الاقتصادية والاجتماعية في جميع المجالات، لا سيما الإنفاق على مشاريع قطاعات التعليم والتدريب والصحة والخدمات الاجتماعية والبلدية، والبحث العلمي، وتعزيز جاذبية البيئة الاستثمارية، وهو ما أعطى قوة دفع لعجلة النمو الاقتصادي

سجل الناتج المحلي الإجمالي نمواً حقيقياً بنحو 4.4% خلال العام 2013 وعلى الصعيد النقدي والمصرفي، استمرت مؤشرات السيولة ومؤشرات النشاط المصرفي في اتجاهاتها الإيجابية خلال الربع الثالث 2013، ولكن بوتيرة أقل مما كانت عليه في الربع الذي سبق.<sup>(2)</sup>

سجلت السيولة المحلية نمواً خلال الربع الثالث من عام 2013 بنسبة 1.3% 18.9 مليار ريال، لتصل إلى نحو 1485.3 مليار ريال في نهاية سبتمبر 2013، مقابل ارتفاع بلغت نسبته 2.7% خلال الربع السابق. وفيما يتعلق بالمصارف العاملة في السعودية، فقد ارتفع إجمالي موجودات المصارف خلال هذا الربع الثالث بنسبة 1.6%، ليصل إلى نحو 1835.6 مليار ريال في نهاية سبتمبر 2013 مقابل ارتفاعها بنسبة 2% خلال الربع الثاني من العام الحالي.

كما شهدت المطلوبات على القطاع الخاص ارتفاعاً خلال هذه الفترة بنحو 2.2 في المائة وبلغت نحو 1106 مليار ريال في نهاية سبتمبر 2013، بينما نمت هذه المطلوبات بنسبة 4.6 في المائة خلال الربع الذي سبق. وفي السياق نفسه، ارتفعت المطلوبات على القطاع العام بنسبة 0.3 في المائة خلال

(1) صندوق النقد الدولي، المملكة العربية السعودية "مشاورات المادة الرابعة لعام 2013". التقرير القطري رقم 13/229 الصادر عن صندوق النقد الدولي، جويلية 2013، ص4.

(2) صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية. النشرة الفصلية الربع الثالث 2013، عدد 74، ص34.

نفس الفترة وليصل رصيدها إلى نحو 265 مليار ريال، بينما سجلت قيمة هذه المطلوبات نمواً في الربع الثاني السابق بلغت نسبته 2.0 في المائة. كما شهدت الودائع الإجمالية نمواً خلال هذا الربع الثالث بنسبة 4.1 في المائة، لتصل إلى نحو 1346.1 مليار ريال في نهاية سبتمبر 2013، في حين أنها سجلت نمواً بنسبة 2.8 في المائة خلال الربع الثاني السابق. من جانب آخر، تراجع الأرباح الصافية المحققة من قبل المصارف السعودية خلال الربع الثالث 2013 لتبلغ نحو 9.1 مليار ريال مقارنة مع أرباح بقيمة 9.7 مليار ريال عن الربع الثاني من العام الحالي. وفيما يخص رأسمال واحتياطيات المصارف التجارية، فقد بلغت قيمتها، نحو 227.1 مليار ريال بنهاية الربع الثالث 2013 مسجلة بذلك تراجعاً بنحو 2.0 في المائة بالمقارنة مع الربع السابق.

عمليات المقاصة والتسوية، تظهر البيانات تراجعاً في عدد وقيمة شيكات المقاصة العائدة للأفراد والشركات خلال هذا الربع الثالث. فقد بلغ عدد شيكات الأفراد والشركات التي تمت مقاصتها خلال هذا الربع نحو 1455 ألف شيك بقيمة إجمالية بلغت 137.3 مليار ريال، مقابل عدد 1642 ألف شيك بقيمة 165.1 مليار ريال خلال الربع الذي سبق. كذلك، سجل عدد وقيم شيكات المقاصة بين المصارف تراجعاً خلال هذا الربع الثالث. فقد بلغ عدد شيكات، المقاصة بين المصارف خلال الربع الثالث 2013 حوالي 179 ألف شيك وبقيمة إجمالية بلغت نحو 43.0 مليار ريال، مقابل عدد 223 ألف شيك وبقيمة 67.8 مليار ريال خلال الربع السابق. فيما سجلت المدفوعات والتحويلات بين المصارف عبر نظام، سريع، تراجعاً ملموساً خلال الربع الثالث 2013 لتبلغ قيمة التحويلات عبر هذا النظام حوالي 9401 مليار ريال مقابل قيمة بلغت 14961 مليار ريال عن الربع السابق.<sup>(1)</sup>

مؤشرات الانتشار المصرفي، استمرت هذه المؤشرات بالتحسن خلال الربع الثالث 2013 فقد ارتفع عدد الفروع المصرفية في نهاية هذا الربع لتبلغ نحو 1735 فرعاً أي بزيادة 13 فرعاً بالمقارنة مع جوان من العام 2013. كذلك بلغ عدد أجهزة الصراف الآلي في نهاية سبتمبر 2013 حوالي 13516 جهازاً مقابل 13231 جهازاً في نهاية الربع السابق.

بلغ عدد البطاقات المصدرة حوالي 17.4 مليون بطاقة في نهاية الربع الثالث 2013، مقابل 17.0 مليون بطاقة بنهاية جوان الماضي. أما من حيث القيمة، فقد بلغت قيمة السحوبات من خلال هذه الأجهزة

(1) المرجع السابق، ص 35.

161.6، مليار ريال خلال هذا الربع الثالث من العام 2013 مسجلة تراجعاً بنحو 7.5 مليار ريال عن قيمة السحوبات خلال الربع الثاني.

وفيما يتعلق بالقطاع الخارجي، وفيما يخص الحساب الجاري، استمر الاتجاه الإيجابي خلال الربع الثاني من العام 2013، ولكن بوتيرة أقل بالمقارنة مع ما كان عليه بالربع الأول الذي سبق. حيث سجل الحساب الجاري فائضاً عن الربع الثاني 2013 بنحو 26.8 مليار دولار مقابل فائضاً قدره 32.7 مليار دولار عن فترة الأشهر الثلاثة الأولى من العام.

إجمالي الأصول الاحتياطية، فقد استمر رصيد هذه الأصول بالارتفاع خلال الربع الثالث 2013، ليبلغ رصيدها نحو 703.7 مليار دولار بنهاية سبتمبر 2013 مقارنة مع 685 مليار دولار بنهاية الربع الثاني.

أهم التطورات في السوق المالية السعودية، تم خلال الربع الثالث 2013 إدراج أسهم شركة الجزيرة تكافل تعاوني برأسمال قدره 350 مليون ريال، وذلك ضمن قطاع التأمين، ليرتفع بذلك عدد الشركات المدرجة خلال الشهور التسعة الأولى من 2013 إلى ثلاثة شركات. وفيما يتعلق بربحية الشركات السعودية المدرجة، بلغ صافي أرباح الربع الثالث نحو 30.03 مليار ريال، مسجلة بذلك نمواً بنسبة 11.4 في المائة مقارنة مع الأرباح المحققة خلال الربع نفسه من العام الماضي. وقد شكلت أرباح قطاعي الصناعات البتروكيمياوية والمصارف والخدمات المالية نحو 29.8 و 24.7 في المائة على التوالي من هذه الأرباح.

استثمار غير السعوديين في السوق المالية السعودية، استمر الاتجاه الإيجابي بهذا الاستثمار خلال الربع الثالث 2013، هذا التحسن الذي بدأ منذ بداية العام الجاري. حيث تظهر البيانات أن استثمار غير السعوديين بما فيهم الخليجين والعرب والأجانب المقيمين والأجانب عبر اتفاقيات المبادلة، قد سجل صافي تدفق موجب خلال هذا الربع الثالث بقيمة 1.23 مليار ريال، قريباً من صافي التدفق الإيجابي المحقق خلال الربع السابق<sup>(1)</sup>

أما عن الشهور التسعة الأولى من 2013، فإن الاستثمار الأجنبي يكون قد سجل صافي تدفق إيجابي 5.7 مليار ريال. حيث بلغ إجمالي قيمة عمليات شراء غير السعوديين خلال هذا الربع الثالث نحو

(1) المرجع السابق، ص 36.

15.17 مليار ريال ، في حين بلغ إجمالي قيمة عمليات البيع لهم خلال الربع نفسه حوالي 13.94 مليار ريال.

وفيما يتعلق بأداء سوق السندات والصكوك، تراجعت قيمة صفقات تداول السندات والصكوك خلال هذا الربع الثالث لتصل إلى 60.77 مليون ريال نفذت من خلال صفقة واحدة فقط، مقابل قيمة 149.53 مليون ريال نفذت خلال ثلاث صفقات عن الربع الماضي.

من جهة أخرى سجل عدد الصناديق الاستثمارية العاملة في السعودية خلال الربع الثالث من عام 2013 ارتفاعاً ليبلغ 243 صندوقاً و 233 صندوقاً مفتوحاً و 10 صناديق مغلقة مقابل 241 صندوقاً بنهاية الربع الثاني السابق .

ارتفع إجمالي أصول هذه الصناديق بنهاية هذا الربع الثالث ليبلغ 103.4 مليار ريال ، أي بزيادة بلغت نسبتها نحو 3.1% بالمقارنة مع جوان 2013 وتبلغ حصة الأصول المحلية لهذه الصناديق 79.2 مليار ريال ، في حين تصل حصة الأصول الأجنبية فيها إلى نحو 24.1 مليار ريال . هذا وقد انخفض عدد المشتركين في هذه الصناديق خلال هذا الربع الثالث بنسبة 1.5% ليصل هذا العدد إلى 261.5 ألف مشترك بنهاية سبتمبر 2013 عدد الصناديق الاستثمارية العاملة في السعودية خلال الربع الثالث. (1)

حسب صندوق النقد الدولي فإنه من المتوقع تحقيق نمو في اقتصاد المملكة العربية السعودية بنسبة 4.4% سنوياً حتى العام 2017، وقد ينقل هذا النمو اقتصاد السعودية أكبر مصدر للنفط الخام في العالم إلى مراكز متقدمة عالمياً بالإضافة لكون المملكة أكبر اقتصاد عربي ولديها أكبر أصول احتياطية خارجية في العالم.

وتعتبر البورصة السعودية أكبر سوق للأسهم في العالم العربي وتضم أكثر من 160 سهماً مدرجاً وبلغت قيمتها السوقية في 2013/9/8 (405.5) مليار دولار وفقاً لبيانات صندوق النقد العربي. وبالمقارنة فالقيمة السوقية لبورصة قطر ثاني أكبر سوق بالمنطقة 145.5 مليار دولار فقط.

ومن أهم عوامل جذب المستثمرين الأجانب :

(1) المرجع السابق، ص 36.

- النمو السكاني في المملكة وارتفاع نسبة الشباب وهو ما يؤثر على الاستهلاك وبالتالي على شركات التجزئة والاتصالات والخدمات المالية وغيرها. (1)
- انخفاض أسعار الطاقة وسهولة حصول شركات البتروكيماويات على القيم بأسعار رخيصة مقارنة بالشركات العالمية، ما سيجعل قطاع البتروكيماويات جذاباً للأجانب الراغبين في الاستثمار المباشر في أسواق النفط عبر الشركات المدرجة بذلك القطاع.
- الإنفاق الحكومي على مشروعات البنية الأساسية، مقدراً حجم المشروعات قيد التنفيذ بنحو 500 مليار دولار.

يتطلب تحقيق هدف تنويع القاعدة الاقتصادية تعزيز الاستثمارات العامة والخاصة، بحيث تصبح المصدر الرئيس للنمو الاقتصادي، الأمر الذي يزيد من الإنفاق الاستثماري، ومن المتوقع ارتفاع مساهمة الإنفاق الاستثماري في الناتج المحلي الإجمالي من نحو من 21،1% سنة 2004 إلى 49،3% سنة 2024، وسيصاحب ذلك ارتفاع نسبي محدود في مساهمة الإنفاق الاستهلاكي من 70،7% إلى 74،3% خلال مدة الموازنة. الجدول رقم (5).

تتطلق الإستراتيجية طويلة المدى من رؤية مستقبلية طموحة، ويمكن إيجازها فيما يلي، سيكون الاقتصاد السعودي بحلول عام 2024 اقتصاداً متنوعاً ومزدهراً، قائماً على المعرفة وعلى قواعد مستدامة، موفراً فرص عمل مجزية لجميع المواطنين القادرين على العمل، متسماً بنظام تعليم وتدريب عالي الجودة والكفاءة، وعناية صحية متميزة متاحة للجميع، إضافة إلى جميع الخدمات الأخرى اللازمة لتوفير الرفاهية لجميع المواطنين، وحماية القيم الاجتماعية والدينية، والحفاظ على التراث، والحفاظ على البيئة. (2)

#### الجدول رقم(05): الناتج المحلي الإجمالي حسب بنود الإنفاق بالأسعار الثابتة\*

(1) <http://arabic.arabianbusiness.com/politics-economics/2013/sep/11/341740/#.UvvdrhB5PdM>; le: 12/02/2014, à 21:5 2

(2) وزارة الاقتصاد والتخطيط، المملكة العربية السعودية، خطة التنمية التاسعة، الإستراتيجية بعيدة المدى للاقتصاد الوطني، الفصل 3، صص 49-50.

معدل النمو السنوي (%)	بليون ريال					البنود
	2024	2019	2014	2009	2004	
6	1637,1	1284	990,4	760	510,8	الاستهلاك
6,1	725,5	563	445,4	332,8	221,6	*العام
5,9	911,6	720,9	545	427,2	289,2	*الخاص
10,3	1087,9	663,4	424,4	259,3	152,4	الاستثمار
8,7	160	106,9	71,4	55,4	30,3	*العام
10,5	887,4	525	334	190,9	117,7	*الخاص
11,8	40,5	31,6	190	130	4,4	*قطاع النفط
3,8	47,8	42,2	37,3	33,8	23,2	التغير في المخزون
7,1	1049,2	565,4	393	315,2	265	الصادرات
0,8	204,3	164,7	132,8	153,4	174,4	*النفط والغاز
12,8	217,6	129,2	76,6	43,5	19,7	*خدمات
11,5	627,3	271,5	183,5	118,3	70,9	*أخرى
10,3	1617,2	1047,9	743,9	512,6	229,2	الواردات (-)
5,7	2204,6	1507,1	1101,2	855,8	722,2	الناتج المحلي الإجمالي

\* القيم والنسب مقربة إلى اقرب رقم عشري

المصدر: وزارة الاقتصاد والتخطيط، المملكة العربية السعودية، خطة التنمية التاسعة، الإستراتيجية بعيدة المدى للاقتصاد

الوطني، الفصل 3، ص 51.

سعر الصرف في المملكة.



نظرا لان السعودية بلد يهيمن النفط على صادراته، تعزى التغيرات في معدلات التبادل التجاري أساسا إلى تقلبات أسعار النفط الدولية ولذلك فإن سعر الصرف المتوازن يمكن تقديره بشكل معقول باستخدام أسعار النفط فقط.

إن الدور الكبير الذي تقوم به الواردات والاقتصاد المفتوح عموما يعني بقاء مستوى الأسعار المحلية ومن ثم سعر الصرف الحقيقي بعيدا نسبيا عن صدمات معدلات التبادل التجاري والناشئة عن تقلبات أسعار النفط. رغم ازدياد احتمالات التوتر على مستوى السياسات تم الاتفاق على أن نظام سعر الصرف المربوط لا يزال قادرا على تثبيت التوقعات السائدة في السوق، وتسهيل تطوير القطاع المالي واتخاذ قرارات الاستثمار، مع ملائمة اتساق نظام العملة المختار مع وحدة حساب الصادرات الرئيسية. ومن شأن مواصلة تعميق الأسواق المالية مع دعم النمو أن يطرح خيارات أيضا على المدى المتوسط للنظر في نظم سعر الصرف البديلة. (1)

### الفرع الثاني: تأثير الأزمة المالية على الاقتصاد السعودي.

المملكة العربية السعودية ليست بمعزل عن العالم، فقد تأثر اقتصادها وقطاعاته بشكل مباشر، وغير مباشر، ولعلنا لمسنا تأثير سوق المال بشكل واضح بأداء البورصات العالمية، مما يؤكد وجود ارتباط وثيق بين الاقتصاد و سوق المال السعودي، و الاقتصاديات والأسواق المالية العالمية، كما شهد الإنتاج الرئيسي للملكة ( النفط ) انخفاضات حادة ومتكررة حيث انخفض سعر النفط من 147 دولار أمريكي إلى ما دون 30 دولار، هذا بالإضافة إلى انخفاض أسعار البتروكيماويات التي تشتهر بصناعتها المملكة، تجدر الإشارة إلى أن اقتصاديتنا في معظم بلداننا العربية، اقتصاديات تابعة اقتصاديا " أي أنها تقوم على صناعة أو مورد أساسي واحد " ويعاب على تلك الاقتصاديات أنه إذا أصاب الركود الاقتصادي العالمي هذا الفرع المركزي في الاقتصاد يكون له انعكاسات مباشرة على بقية القطاعات فتدخل بركود اقتصادي. (2)

(1) صندوق النقد الدولي، المملكة العربية السعودية "مشاورات المادة الرابعة لعام 2012". التقرير القطري رقم 12/271، سبتمبر 2012، ص 18.

(2) حسني الخولي، تأثير الأزمة المالية على القطاع البنكي التداعيات وسبل المواجهة مع الإشارة إلى المصارف السعودية. الملتقى العلمي انعكاسات الأزمة المالية العالمية وأثر الأنظمة التجارية في احتوائها، الرياض 12 / 18 / 1430 هـ الموافق 2009/12/5 م ، ص 10.

لقد كشفت الأزمة المالية عن بعض النقاط وبعض المآخذ على المصارف السعودية لعل بعضها ليس وليد الأزمة بقدر ما أن الأزمة المالية كشفت عنها و منها:

- ارتفاع تركيز الإقراض لأسماء وشركات محدودة، وكان لابد من معالجة هذه الظاهرة لما لها من آثار بعيدة المدى في حالة وجود تبعات أو هزات اقتصادية لاحقة.
- استثمار بعض المصارف لمبالغ تعتبر مرتفعة نسبية خارج المملكة، بحثا على مزيد من الأرباح. سجلت استثمارات البنوك السعودية في الخارج نموا ملحوظا في جويلية من عام 2009م محققة 92.2 مليار ريال لتقترب من مستوياتها القياسية التي سجلتها قبل عامين، وذلك بحسب بيانات أصدرتها مؤسسة النقد العربي السعودي «ساما» وأرجع ماليون هذا الارتفاع في استثمارات البنوك الخارجية لتراجع قوة العوائد من الإيداعات في المرحلة الراهنة لانخفاض أسعار الفائدة محليا بعد قرار مؤسسة النقد الأخير الخاص بخفض الريبو العكسي، إلى جانب عدم صدور أي سندات حكومية خلال الفترة نفسها وهو الأمر الذي ساعد على زيادة نمو السيولة لديها بشكل عال ما دفع البنوك بالتالي نحو استثمار ما لديها من مبالغ وتوظيفها في الخارج بدلا من إيداعها لدى المؤسسة.
- التحفظ بعض الشيء على منح المزيد من الائتمان المحلي ولعل ذلك يرجع استجابة إلى خوف قصير الأجل والتحفظ من مخاطر الإفراط في منح الائتمان غير المدروس للعواقب والمخاطر.
- بعض الخسائر أصابت عدد من عملاء المصارف السعودية نتيجة لاستثماراتهم الخارجية أو نتيجة المتاجرة بالديون وعقود التحوط والمشتقات المالية المسمومة التي تعد نوعا من الصفقات الوهمية المبنية على المغامرة التي هي أقرب إلى المقامرة والتوقعات بالأسعار المستقبلية، مما كان له الأثر على سداد التزاماتهم للمصارف السعودية، وكنتيجة غير مباشرة تأثرت أرصدهم ومعاملاتهم المصرفية بعد الأزمة المالية، بالإضافة إلى احتمالات تباطؤ حركة المشاريع وتراجع الربحية. (1)

(1) المرجع السابق، ص 10.



## المطلب الثاني: السياسة النقدية في السعودية.

تعتبر السياسة النقدية من بين أهم تقسيمات السياسة الاقتصادية، لما لها من تأثير كبير على النشاط الاقتصادي، وباعتبار السلطة النقدية محرك رئيسي للتنمية الاقتصادية، سعت المملكة العربية السعودية إلى المحافظة على استقرار وتطوير القطاع المالي وذلك بإيجاد قطاع مالي متين ومتطور تقنيا ويتمتع بإشراف ورقابة قوية تحد من حدوث أي تقلبات حادة في أسعار الفائدة تؤثر على النشاط الاقتصادي. كما يعد استقرار القطاع المالي ضروريا لتشجيع الادخار، وجذب المزيد من الاستثمارات إلى المملكة.

## الفرع الأول: المؤشرات الاقتصادية في السعودية

## أولا: التضخم.

معظم احتياطات النقد الأجنبي للمملكة، وكذلك استثماراتها الخارجية مقيمة بالدولار، ما جعل التضخم وانخفاض أسعار الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية يؤدي إلى تآكل هذه الاحتياطات والاستثمارات، على الرغم من استمرار تدفق العوائد النفطية إلى السوق الأمريكية على شكل ودائع واستثمارات، وهو ما قد يفسر إصرار المملكة على دعم سعر صرف الدولار ومساندته في مواجهة العملات الأخرى.

ونظرا إلى أن إيرادات النفط تذهب مباشرة إلى خزانة الدولة، فإن الطريقة الوحيدة التي يستفيد منها المواطن من هذه الإيرادات، هي عن طريق الإنفاق الحكومي على المشاريع والخدمات، فضلا عن الإنفاق الجاري (الرواتب والبدلات والمساعدات)، فالنمو المتسارع نتيجة استغلال الإيرادات النفطية في المشاريع التنموية، لا بد أن يحمل معه قدرا من التضخم ولهذا فهناك علاقة وثيقة بين الإنفاق الحكومي وعرض النقود في المملكة، وذلك بسبب أن معظم الإيرادات الحكومية تأتي من الخارج من بيع النفط، فعرض النقود يزداد في حالة زيادة الإنفاق الحكومي، فضلا عن أن الأسواق المالية في المملكة مازالت في مراحل النمو من ناحية أخرى، فالطلب على النقود في المملكة قد يكون مدفوعا بعوامل أخرى غير العمليات المالية فالنقود يمكن أن تطلب ويحتفظ بها لذاتها كمستودع للقيمة فالزيادة في عرض النقود لن يكون لها تأثير معنوي في معدلات التضخم المحلية إذا كانت مرتبطة بزيادة مماثلة في الطلب الحقيقي للنقود.

ولما كانت المملكة تشهد ارتفاعات كبيرة في الدخل غير الحقيقي منذ عام 1973 م، فإن أي تقدير لتأثير عرض النقود في التضخم دون الأخذ في الحسبان الدخل الحقيقي يعد أمراً غير مقبول. (1)

يرجع العديد من المحللين تنامي معدلات التضخم في المملكة إلى ارتفاع مستويات الإنفاق الحكومي بسبب ارتفاع عائدات النفط، خصوصاً في مشاريع البنية التحتية، إذ كان له دور مهم في رفع الطلب المحلي، إلا أنه ليس السبب الوحيد، ويمكن تلخيص أهم العوامل التي أسهمت في ارتفاع معدلات التضخم فيما يلي:

- ارتفاع الطلب على السلع الاستهلاكية الناتج من النمو السكاني السريع والكبير، بسبب تنامي أعداد المواطنين والمقيمين في المملكة، وقد أسهمت هذه الزيادة السكانية في ارتفاع الأسعار في السوق المحلية، فضلاً عن ارتفاعها في دول المنشأ، علاوة على ذلك فقد أدى الارتفاع الموازي لأسعار السلع الرئيسية الداخلة في عمليات الإنتاج والنقل إلى تفاقم ارتفاع الأسعار .
- العوامل الخارجية المتمثلة في الارتفاع العالمي في أسعار الغذاء والمعدات الإنتاجية والمواد الخام.
- انخفاض سعر صرف الدولار أمام العملات الرئيسية الأخرى كان له دور في تزايد وتيرة ارتفاع الأسعار المحلية بسبب ارتفاع فاتورة الواردات. فارتفاع النزعة إلى الاستيراد في المملكة، أدى إلى جعل الأسعار المحلية أكثر حساسية للتغيرات التي تحدث في أسعار الواردات مقارنة بالظروف الاقتصادية المحلية. وعلى هذا الأساس فالتغيرات التي تحدث في سعر صرف الريال أمام العملات الرئيسية، تنعكس بدورها عن الأسعار المحلية، خاصة إذا كانت مرونة الطلب السعرية على الواردات منخفضة .
- زيادة الأجور والرواتب الذي لجأت له الحكومة بهدف تخفيف أعباء المعيشة عن المواطنين، وقيام القطاع الخاص بخطوة مماثلة برفع الرواتب والأجور بهدف جذب العمالة الماهرة إلى القطاع الخاص، عوامل أسهمت في تغذية نمو الأسعار.
- الارتفاعات الضخمة في أسعار الأسهم عام 2005 ، والتسابق نحو الدخول والاستثمار في سوق الأسهم لاستغلال الأرباح السريعة والكبيرة، خلقت لدى فئة كبيرة من هؤلاء المتعاملين في السوق نزعة استهلاكية أدت إلى ظهور نمط سلوكي إنفاقي أسهم في تسريع وتيرة التضخم. ورغم حركة

(1) محمد بن عبد الله الجراح، مصادر التضخم في المملكة العربية السعودية"مرجع سابق، ص ص140-141.

التصحيح التي حدثت في الربع الأول من عام 2006 ، إلا أن السلوك الاستهلاكي العشوائي الذي تكون عند شريحة من المواطنين والمقيمين لم يكن بالإمكان تعديله بسهولة. (1)

- توسع البنوك التجارية في عمليات القروض الشخصية، مدعومة بالسيولة الكبيرة التي تكونت لديها نتيجة التطور والنمو الذي شهده القطاع المصرفي، شجع الأفراد على زيادة الطلب الاستهلاكي.
  - وقد ظلت مؤسسة النقد العربي السعودي "ساما"، مقتنعة بأن سياسة ربط الريال السعودي بالدولار الأمريكي، الذي يعاني من تذبذبات و انخفاضات مستمرة أمام العملات الرئيسية، ليست هي السبب الرئيس في الارتفاع في معدلات التضخم، وإنما يعود ذلك إلى عوامل محلية مثل النمو السريع في عرض النقود، وتزايد الإنفاق الحكومي، والارتفاع الكبير في تكاليف الإسكان. (2)
  - ومما لاشك فيه أن ارتفاع معدلات التضخم وضعف الدولار الأمريكي، يسبب معضلة للسلطات النقدية، خاصة في ظل التخفيض المتتابع في أسعار الفائدة التي يقوم بها الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، وعدم مجاراة ساما لتلك التخفيضات.
  - أما فيما يتعلق بمعدل التضخم، سجل الرقم القياسي العام لتكلفة المعيشة ارتفاعاً بنهاية الربع الثالث 2013 بنسبة 0.7 في المائة، وذلك بالمقارنة مع الربع الذي سبق . و بالمقارنة مع نفس الفترة من العام الماضي، فيكون هذا الرقم القياسي قد سجل ارتفاعاً بنسبة 3.4 % (3)
- ثانياً: البطالة.

من الواضح أن القطاع العام في السعودية يستقطب السعوديين بشكل عام، في حين يستحوذ غير السعوديين على الجزء الأكبر من وظائف القطاع الخاص، من جهة أخرى تتخفف مشاركة النساء في القوة العاملة.

وتمثل الوظائف الحكومية قناة مهمة لتوزيع الثروة النفطية، مما جعلها جاذبة للعديد من السعوديين، وداخل القطاع الخاص يمثل قطاع نجارة الجملة والتجزئة، وقطاع البناء، الذين يعتمدان على العمالة الأجنبية المحرك الأساسي لنمو القطاع الخاص، بينما ظلت القطاعات التي يرغب السعوديين أو يمكنهم

( 1 ) المرجع السابق، ص141.

( 2 ) المرجع السابق، ص141.

( 3 ) صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية. النشرة الفصلية الربع الثالث 2013، عدد 74، ص34.

العمل بها صغيرة. ورغم أن متوسط إجمالي نمو معدل التوظيف وصل إلى 5,8% بلغ نمو معدل توظيف السعوديين 6,4% في الفترة 2010-2012. (1)

حسب الجدول رقم (07) من الملاحظ أن معدل البطالة في المملكة العربية السعودية مر بمرحلتين، المرحلة الأولى من سنة 2003 إلى غاية سنة 2006 حيث استمر معدل البطالة في النمو من 5,56% حتى وصل إلى 6,25% من إجمالي القوة العاملة في المملكة، حسب البيانات الصادرة عن مصلحة الإحصاءات العامة والمعلومات ووزارة الاقتصاد والتخطيط، حيث بلغ عدد العاطلين عن العمل 501901 بنسبة نمو سنوي قدرها 9,4%، كما بلغ عدد السعوديين العاطلين عن العمل 469018 فردا بمعدل بطالة قدره 12,02% من إجمالي القوة العاملة السعودية.

المرحلة الثانية من سنة 2007 إلى سنة 2013، حيث لم يعرف الثبات فقد بلغ عدد العاطلين عن العمل عام 2007 حسب مصلحة الإحصاءات العامة والمعلومات 463313 منخفضا بنسبة سنوية تقدر بـ 7,7% بمعدل بطالة قدر بـ 5,63% من إجمالي القوة العاملة، لينخفض عام 2008 منخفضا بنسبة قدرها 5,5% ليصل معدل البطالة إلى 5%، ليعاود الارتفاع عام 2009 بنسبة 5,8% بمعدل بطالة قدره 5,4% وارتفع عام 2011 إلى 5,8% و5,6% عام 2013 بعد أن انخفض عام 2012 إلى 5,5%.

وقد أعطيت الأولوية لمجموعة من الأنشطة في برنامج السنة المالية 2012-2014 أهمها: العمل المتعلق بإعانات البطالة وتأمينات البطالة، ومواصلة توفير التدريب لأصحاب المشروعات الصغيرة والمتوسطة في مجالات وضع خطط العمل والمحاسبة والتسويق، والقيام بالعمل التحليلي حول التكاليف والمزايا المرتبطة بتطوير الطاقة المتجددة، واستخدام تكنولوجيا المعلومات. (2)

وحسب البيانات الصادرة عن مصلحة الإحصاءات العامة والمعلومات انخفض معدل البطالة في السعودية من 5,8% من إجمالي القوة العاملة في عام 2011 إلى 5,5% خلال عام 2012 وبلغت نسبة

(1) صندوق النقد الدولي، المملكة العربية السعودية "مشاورات المادة الرابعة لعام 2013"، مرجع سابق، ص 13.

(2) صندوق النقد الدولي، المملكة العربية السعودية "مشاورات المادة الرابعة لعام 2011"، التقرير القطري رقم 11/292، سبتمبر 2011، ص 44.

السعوديين العاطلين عن العمل حوالي 1,12% من إجمالي القوة العاملة السعودية مقارنة بنسبة 4,12% في العام السابق. (1)

### ثالثاً: النمو الاقتصادي.

عندما ترتفع معدلات الادخار وتنخفض معدلات الاستهلاك المحلية وتتضاءل الإمكانيات المادية للحكومات المحلية وينكمش الاقتصاد، فإن الخيارات الاقتصادية المتاحة أمام صانعي القرار لتعزيز النمو الاقتصادي تصبح محدودة جداً في مثل هذه الحالات يصبح تخفيض قيمة العملة هدفاً مناسباً لتعزيز النمو الاقتصادي لدولة العملة، فعندما فاجأت اليابان العالم بخطة ضخمة لتحفيز اقتصادها من خلال عزمها ضخ سيولة نقدية هائلة، تقدر بأكثر من سبعة تريليونات ين داخل الاقتصاد الياباني شهرياً ولمدة سنتين، فإنها تستهدف من ذلك تعزيز صادراتها وتحفيز الطلب المحلي ورفع معدلات التضخم وتخفيض أسعار الفائدة وجذب الاستثمارات الأجنبية، وبالتالي الخروج من أزمة الانكماش الاقتصادي، وتعتبر الولايات المتحدة خطة التحفيز الاقتصادي اليابانية تدخلاً مباشراً وغير مقبول في أسواق العملات الدولية، كما أعلنت الصين عن استعدادها لخوض حرب عملات كرد فعل غير مسبوق على خطة التحفيز اليابانية، وهي قد بدأت بالفعل باستخدام عملتها أو عملة شريكها عند عقد الصفقات التجارية الثنائية وهذا يعني تراجع أهمية ومن ثم قيمة الدولار في الأجل الطويل. ونظراً لارتباط الريال بالدولار فإن مثل هذه التقلبات في أسعار صرف العملات الدولية ستؤثر على الاقتصاد السعودي بشكل مباشر وغير مباشر، حيث يعتمد الاقتصاد السعودي في توفير معظم احتياجاته من السلع من الأسواق الخارجية وبصفة خاصة الأسواق الصينية واليابانية. وتعتبر المكاسب التي يحققها الدولار أمام الين الياباني في الأشهر الأخيرة مكاسب للاقتصاد السعودي حيث تنخفض تكلفة الاستيراد من الأسواق اليابانية. (2)

(1) مؤسسة النقد العربي السعودي، أحدث التطورات الاقتصادية، التقرير السنوي 49، 2013، ص 39.

(2) الرياض المالية، رؤية اقتصادية شاملة للربع الأول 2013. التقرير الاقتصادي الربعي، ص 8.



متوقع أن يبلغ معدل النمو خلال سنتي 2014، 2015 (4,50%، 4,10%) على الترتيب حسب

الرياض المالية.

#### رابعاً: ميزان المدفوعات.

الحساب الجاري يقيس الفرق بين الصادرات والواردات من سلع وخدمات إضافة إلى صافي التحويلات النقدية من وإلى الاقتصاد خلال فترة زمنية محددة. وإذا أضيف إلى الحساب الجاري صافي تنقلات رؤوس الأموال (الاستثمار المباشر، واستثمار المحافظ، والأصول الاحتياطية، واستثمارات أخرى) فإننا نحصل على ميزان المدفوعات الذي يقيس الحقوق والالتزامات الناشئة بين المملكة والعالم الخارجي خلال فترة زمنية محددة (سنة أو ربع سنة). ويمكن النظر إلى ميزان المدفوعات على أنه سجل لحقوق الدولة وديونها الناتجة عن المبادلات والمعاملات التي تنشأ بين المقيمين في المملكة والعالم الخارجي.

حسب الأرقام الأولية الصادرة من مصلحة الإحصاءات العامة والمعلومات، بلغت قيمة إجمالي صادرات المملكة السلعية خلال عام 2012 حوالي 45,1 تريليون ريال مقابل 37,1 تريليون ريال عام 2011 نسبة ارتفاع 3,6%. تؤكد بيانات صندوق النقد الدولي لميزان المدفوعات حسب تعريف الطبعة السادسة أن المملكة حققت مركزاً متقدماً في فائض الحساب الجاري خلال الربع الأول من عام 2013م، حيث بلغ فائض الحساب الجاري للمملكة 34,3 مليار دولار (128,7 مليار ريال)<sup>(1)</sup>

من المتوقع أن يترتب على التوسع في الإنفاق الاستثماري خلال سنوات الإستراتيجية نمو الصادرات بمعدل سنوي متوسط قدره 1,7% بحيث تشكل نحو 47,6% من الناتج المحلي الإجمالي بنهاية عام 2024، و التوسع في الإنفاق الاستثماري عادة ما يصاحبه ارتفاع في الواردات سواء من السلع الرأسمالية، أو من السلع والخدمات الأخرى على أثر ارتفاع مستويات الدخل، وعليه يتوقع نمو الواردات بمعدل سنوي متوسط قدره 10,3%.

وفيما يختص بهيكل الصادرات، فمن المتوقع أن يشهد تحولاً ملحوظاً لصالح الصادرات الأخرى، والتي تتضمن صادرات الصناعات التحويلية الأخرى والبتروكيماويات والمواد الكيماوية والمعادن العادية

(1) فادي بن عبدالله العجاعي، المؤشرات تعزز متانة الاقتصاد الوطني كبيئة مستقرة وجاذبة للاستثمار. الرياض الاقتصادي،

ومصنوعاتها، وغيرها من الصادرات السلعية غير النفطية، حيث سترتفع حصة هذه المنتجات من إجمالي الصادرات إلى 59,8% في نهاية سنة 2024. (1)

#### الصادرات النفطية:

بلغت قيمة صادرات المملكة من النفط خلال عام 2012 نحو 3 ، 1 تريليون ريال بارتفاع نسبته 1,6% مقارنة بالصادرات النفطية في العام السابق حيث بلغت 2 ، 1 تريليون ريال، ويعزى الارتفاع في قيمة الصادرات النفطية إلى ارتفاع متوسط إنتاج المملكة من النفط الخام من 3,9 مليون برميل يوميا عام 2011 والى 8,9 مليون برميل يوميا عام 2012، وقد ارتفعت قيمة الصادرات النفطية حسب النوع 1,7% من 06,1 تريليون ريال عام 2011 إلى 14,1 تريليون ريال عام 2012، من جهة أخرى انخفضت قيمة صادرات المنتجات المكررة بما نسبته 3,1% من 4,122 مليار ريال إلى 8,120 مليار ريال.

#### الصادرات غير النفطية:

بلغت صادرات المملكة غير النفطية ارتفاعا عام 2012 نسبته 8,1% لتصل إلى 191 مليار ريال، كما ارتفعت قيمة صادرات المملكة من البتروكيماويات بنسبة 8,3% لتبلغ حوالي 124,2 مليار ريال كما ارتفعت قيمة صادرات مواد البناء، والمنتجات الزراعية والحيوانية والغذائية بنسبة 2% لكل منها، والسلع الأخرى بنسبة 11,4%

#### الواردات.

ارتفعت الواردات السلعية عام 2012 بنسبة 18,2% مقارنة مع السنة الماضية، حيث بلغت 583,5 مليار ريال مقابل 493,4 مليار ريال في عام 2011، بلغت واردات الآلات والأجهزة والمعدات الكهربائية 154,1 مليار ريال محتلة المرتبة الأولى بنصيب قدره 26,45% تليها واردات معدات النقل 103,5 مليار ريال بنصيب 17,7% من إجمالي الواردات، و واردات المواد الغذائية قدرت بـ 81,2 مليار ريال

(1) وزارة الاقتصاد والتخطيط، المملكة العربية السعودية، خطة التنمية التاسعة، الإستراتيجية بعيدة المدى للاقتصاد الوطني.

13,9%، واردات المعادن العادية ومصنوعاتها 80,4 مليار ريال 13,8%، ووردات المنتجات الكيماوية المعدنية 79,9 مليار ريال 13,6% (1).

هيكل الصادرات حسب خطة التنمية التاسعة الإستراتيجية بعيدة المدى للاقتصاد الوطني"

جدول رقم (06): هيكل الصادرات في بداية الإستراتيجية ونهايتها بالأسعار الثابتة لعام 1999 (\*)

2024		2004		
(%)	القيم (بليون ريال)	(%)	القيم (بليون ريال)	
5,19	3,204	8,65	4,174	صادرات النفط والغاز
8,59	3,627	8,26	9,70	صادرات أخرى (**)
7,20	6,217	4,7	7,19	صادرات الخدمات
100	2,1049	100	0,265	إجمالي الصادرات )

\*القيم والنسب مقربة إلى أقرب رقم عشري.

( 1 ) مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي التاسع والأربعون، 2013، ص ص 102-103.

(\*\*) تتضمن صادرات البتروكيماويات والمواد الكيماوية، ومنتجات الصناعات التحويلية الأخرى،

والمواد الغذائية... الخ

المصدر: وزارة الاقتصاد والتخطيط، المملكة العربية السعودية، خطة التنمية التاسعة، الإستراتيجية بعيدة المدى للاقتصاد

الوطني، الفصل 3، ص52.

### الفرع الثاني: مؤشرات السياسة النقدية في السعودية.

ساهمت مؤسسة النقد العربي السعودي من خلال السياسة النقدية بشكل فعال في نمو الاقتصاد السعودي بتوفيرها بيئة ممتازة بالاستقرار النقدي والمالي. حيث تهدف السياسة النقدية إلى المحافظة على استقرار الأسعار المحلية وأسعار صرف الريال. وتحقيقاً لهذا الغرض، فقد حرصت المؤسسة دائماً على توجيه سياستها النقدية بالتنسيق مع السياسة المالية. ولتعزيز استقرار الأسعار المحلية، تتخذ المؤسسة تدابير لضمان نمو السيولة المحلية بوجه عام بما يتناسب مع النمو في المعروض من السلع والخدمات في الاقتصاد. وللمحافظة على استقرار سعر صرف الـ ريال، تراقب المؤسسة سوق الـ ريال بصورة وثيقة لضمان عمله بسلاسة، وتتخذ تدابير تصحيحية في حالة حدوث نشاطات لها أثر سلبي على عمل السوق.

استطاعت المؤسسة تحقيق هذين الغرضين من خلال سياستها النقدية. فقد ظل متوسط معدل التضخم السنوي منخفضاً جداً خلال السنوات الست عشرة الماضية. كما تمت المحافظة على سعر صرف الريال خلال نفس الفترة عند 3.75 ريال مقابل الدولار الأمريكي، بينما تحرك سعر الصرف مقابل العملات الرئيسية الأخرى ضمن حدود معقولة. وساهمت هذه السياسة، واستمرار المحافظة على قابلية التحويل الكامل للريال السعودي منذ عام 1381هـ الموافق (1961م)، وعدم وجود قيود على المدفوعات من وإلى المملكة، في إيجاد بيئة مستقرة للنشاط الاقتصادي للقطاع الخاص وتشجيع تدفق رأس المال من الخارج للاستثمار محلياً. كما اهتمت المؤسسة بتوفير السيولة الكافية لدى المصارف لتلبية الاحتياجات الائتمانية لكافة قطاعات الاقتصاد. وتقوم المؤسسة عند الحاجة بتقديم السيولة النقدية اللازمة للمصارف من خلال تسهيلات اتفاقيات إعادة الشراء، والمقايضة في سوق النقد الأجنبي، وتوظيف الودائع.<sup>(1)</sup>

(1) محمد بن سليمان الجاسر، تطور القطاع المالي لتحقيق نمو اقتصادي أفضل، مرجع سابق، ص22.

استمرت مؤسسة النقد العربي السعودي خلال الربع الرابع من عام 2013 في إتباع سياسة نقدية تهدف إلى تحقيق الاستقرار المالي واستقرار الأسعار ودعم مختلف القطاعات الاقتصادية بما يتلاءم مع التطورات الاقتصادية المحلية والعالمية ودعم المصارف المحلية للقيام بدورها التمويلي في الاقتصاد المحلي. وقد تبنت المؤسسة خلال الربع الرابع من عام 2013 نفس الإجراءات المتبعة خلال الربع الثالث من عام 2013 وهي الإبقاء على معدل اتفاقيات إعادة الشراء دون تغيير (Repo Rate) عند 2% ، كذلك الإبقاء على معدل عائد اتفاقيات إعادة الشراء المعاكس Reverse Repo عند 0.25% وقد بلغ المتوسط اليومي لما قامت به المؤسسة من عمليات اتفاقيات إعادة الشراء 74 مليون ريال خلال الربع الرابع من عام 2013 مقابل 324 مليون ريال في الربع السابق.

وبلغ متوسط اتفاقيات إعادة الشراء المعاكس اليومي للفترة نفسها 65.5 مليون ريال مقارنة بمتوسط يومي بلغ 48.5 مليون ريال في الربع السابق. كما أبقى المؤسسة على نسبة الاحتياطي القانوني (Cash Reserve Ratio) على الودائع تحت الطلب عند 7%، وعلى الودائع الزمنية والادخارية عند 4%.

ولتشجيع المصارف المحلية على التوسع في الإقراض، أبقى المؤسسة على احتساب تسعيرة أدوات الخزينة دون تغيير على أساس 80% من تسعيرة فائدة الإيداع بين البنوك (SIBID) وأبقى سقف الاشتراك الأسبوعي للبنوك المحلية عند 9 مليار ريال.

وانخفضت أسعار الفائدة على الودائع بين المصارف المحلية لمدة ثلاثة شهور (SIBOR) في نهاية الربع الرابع من عام 2013 لتبلغ 0.92%، وبلغ الفارق بين أسعار الفائدة بين الريال والدولار لفترة ثلاثة شهور لصالح الريال 68 نقطة أساس في نهاية الربع الرابع من عام 2013 مقابل 70 نقطة أساس في نهاية الربع السابق.<sup>(1)</sup>

من جهة أخرى تتمتع المملكة العربية السعودية بعلاقة فريدة بين الميزانية الحكومية والسياسة النقدية مرده إلى عدم وجود أسواق مالية متطورة مقارنة بأسواق المال العالمية، فليس من الصعوبة ملاحظة العلاقة الوثيقة بين الميزانية الحكومية وعرض النقود، فالعجز في الميزانية يتم تمويله عن طريق

(1) إدارة الأبحاث الاقتصادية، التطورات النقدية والمصرفية خلال الربع الرابع من عام 2013. مؤسسة النقد العربي السعودي، فيفري 2014، ص ص 6-7.

الاقتراض من مؤسسة النقد العربي السعودي البنك المركزي، مما يؤدي إلى زيادة حجم النقود في حين يؤدي فائض الميزانية إلى تأثير معاكس<sup>(1)</sup>.

السبب لهذه العلاقة الوثيقة هو، أنه في ظل غياب سوق مالي متطور، فإن المصدر الوحيد لتمويل عجز الميزانية، أو إيداع فائض الإيرادات، سيكون عبر مؤسسة النقد، الأمر الذي سيؤثر في السياسة النقدية.

واحتلت المملكة المرتبة الثالثة عالمياً في فائض الحساب الجاري في عام 2012 بعد الاقتصاد الصيني والألماني، حيث بلغ فائض الحساب الجاري للمملكة 664.6 مليار ريال (177.2 مليار دولار). وتؤكد بيانات صندوق النقد الدولي لميزان المدفوعات حسب تعريف الطبعة السادسة أن المملكة حققت مركزاً متقدماً في فائض الحساب الجاري خلال الربع الأول من عام 2013، حيث بلغ فائض الحساب الجاري للمملكة 34.3 مليار دولار ( 128,7 مليار ريال). وحافظت المملكة على تقدمها عالمياً في إجمالي الأصول الاحتياطية في نهاية جويلية 2013، حيث بلغ إجمالي الاحتياطيات بما فيها الذهب 2,58 تريليون ريال (688.4 مليار دولار) مرتفعة بنسبة 13.7%، و الصين حلت في المرتبة الأولى بإجمالي احتياطيات بلغت 3.2 تريليونات دولار، ثم اليابان بنحو 1.3 تريليون دولار، وجاءت روسيا في المرتبة الرابعة بعد السعودية بإجمالي أصول احتياطية بلغت 512.8 مليار دولار، ثم البرازيل بنحو 372.0 مليار دولار، ثم كوريا بنحو 329.7 مليار دولار حيث أن إجمالي الأصول الاحتياطية للمملكة يزيد على أكثر من تسعة أضعاف إجمالي الأصول الاحتياطية لمنطقة اليورو، ويمثل نحو 88.1% من إجمالي الأصول الاحتياطية لدول الاتحاد الأوروبي حتى نهاية جويلية 2013

#### أسعار الفائدة.

ارتفعت أسعار الفائدة على الودائع بالريال بين المصارف السعودية لمدة 3 أشهر بنحو 23 نقطة أساس في 2012 مقابل انخفاضها بنحو 17 نقطة أساس و 5 نقاط أساس عامي 2010 و 2011 على التوالي، وارتفع سعر الفائدة على الودائع الأمريكية لمدة 3 أشهر في عام 2012 مقابل حركته التنازلية منذ عام 2009 وحققت زيادة قدرها 7 نقاط أساس عام 2012 مقارنة بانخفاض قدره 31 نقطة أساس و5 نقاط أساس في عامي 2010 و 2011، واستمر رغم ذلك الفرق بين متوسط السعريين في اتجاه تصاعدي وارتفع إلى 0,55% عام 2012 مقارنة بـ 0,41% عام 2011.<sup>(2)</sup>

(1) محمد بن عبد الله الجراح، مصادر التضخم في المملكة العربية السعودية دراسة قياسية باستخدام مدخل اختبارات الحدود. مجلة

جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 27، العدد الأول 2011، ص 139.

(2) مؤسسة النقد العربي السعودي، أحدث التطورات الاقتصادية، التقرير السنوي 49، 2013، ص 48.

حسب مجموعة سمبا المالية أسعار الفائدة سترتفع في عام 2015 ، و من المتوقع أن يستمر ربط سعر صرف الريال السعودي بالدولار الأمريكي عند المعدل الحالي خلال السنوات الثلاث القادمة، وما بعدها . وهكذا، فإن المعدل الرسمي السعودي، سعر إعادة الشراء العكسي، سيستمر ارتباطه بأسعار الفائدة الرسمية الأمريكية . وتتأثر أسعار الفائدة السعودية أيضا بالطلب المحلي على الائتمان، وهو ما نتوقع أن ينخفض خلال السنوات الثلاث القادمة . وبالتالي سيتجه المعدل الساري بين المصارف السعودية SAIBOR إلى الانخفاض إلى حوالي 0.8 بنهاية 2014 من المتوقع أن يستمر طلب الائتمان المحلي وضعفه في عام 2015 . ومن المتوقع هو أن بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي سيرفع معدله القياسي في خطوتين تبلغ كل منهما 25 نقطة أساس هذا العام، مما يتطلب أن تقوم ساما باتخاذ إجراءات رفع مماثلة . وهاتان الخطوتان نحو الارتفاع في سعر السياسة النقدية سيعوض وأكثر انحراف طلب السوق إلى الانخفاض، وهو ما يترك SAIBOR عند 1.2% بنهاية 2015 .<sup>(1)</sup>

استقرت أسعار الفائدة الرئيسية خلال الربع الثالث 2013 عند نفس مستوياتها في الربع الثاني الذي سبق، حيث بلغ معدل اتفاقيات إعادة الشراء ومعدل عائد اتفاقيات إعادة الشراء المعاكس عن 2.0% و 0.25% على التوالي . وفي نفس السياق، استقر متوسط أسعار الفائدة على الودائع بين المصارف المحلية لمدة ثلاثة أشهر في نهاية هذا الربع (SIBOR) الثالث عند 0.958% من جانب آخر، ارتفع الفارق في أسعار الفائدة بين الريال السعودي والدولار الأمريكي لفترة ثلاثة شهور لصالح الريال السعودي ليبلغ 71 نقطة أساس في نهاية الربع الثالث 2013 مقابل 69 نقطة بنهاية الربع الثاني من العام الحالي.<sup>(2)</sup>

#### المطلب الثالث: السياسة المالية في السعودية.

إن السياسة المالية هي دراسة تحليلية للنشاط المالي للقطاع العام، وما يتبع هذا النشاط من آثار بالنسبة لمختلف قطاعات الاقتصاد القومي فهي تعتبر من أهم السياسات الاقتصادية العامة للدولة، وأهم أداة من أدوات التخطيط الاقتصادي الحديث للوصول إلى عمالة مرتفعة، وهي تتضمن تكييفاً كمياً لحجم الإنفاق العام والإيرادات بغية تحقيق أهداف معينة في طبيعتها إشاعة الاستقرار على مستوى الاقتصاد، وباعتبار السوق المالي السعودي هو موضوع دراستنا كان لا بد ممن التعرف على السياسة المالية المطبقة في السعودية.

(1) مجموعة سمبا المالية، المملكة العربية السعودية تحديث للتنبؤات الاقتصادية الكلية 2013 - 2015 . سلسلة التقارير، جويلية 2013، ص 10.

(2) صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية. النشرة الفصلية الربع الثالث 2013، عدد 74، ص 34.

## الفرع الأول: النفقات.

وقدّرت النفقات العامة للدولة خلال عام 2012م بنحو 690 ملياراً، إلا أن استمرار دعم المشاريع والبرامج التنموية أدى إلى ارتفاع النفقات الفعلية للدولة بنسبة 23,6% لتبلغ نحو 853 مليار ريال، حيث تضمنت الزيادة في المصروفات الالتزامات المترتبة على تثبيت العاملين ( 10 مليارات ريال)، وتعويض صندوق التنمية العقارية عن الإعفاءات وزيادة رأس ماله ورأس مال صندوق التنمية الصناعية السعودي (19,5 ملياراً)، وإعانة الباحثين زيادة عدد المستفيدين ليصل إجمالي المبالغ المصروفة لهذا الغرض نحو 30 مليار ريال .

وكانت وكالة التصنيف الائتماني العالمية (فيتش) قد توقعت في مارس 2013 أن يستقر متوسط سعر مزيج برنت عند 105 دولارات للبرميل، وهو ما يعني أن عام 2013م منح فوائض المالية للمملكة، وفي ماي 2013 أعلنت وكالة ستاندرد آند بورز العالمية للتصنيف الائتماني عن رفعها للنظرة المستقبلية للتصنيف السيادي للسعودية من مستقر إلى ايجابي عند درجة ائتمانية عالية وفي 10 سبتمبر 2013م أعلنت وكالة (فيتش) عن تثبيتها للتصنيف الائتماني للمملكة مع نظرة مستقبلية موجبة، وأشار تقرير الوكالة إلى أن الاحتياطات السيادية الخارجية للمملكة تخطى إجمالي الناتج المحلي في جويلية 2013م، وتوقعت استمرار نموه حتى عام 2015م نتيجة استمرار الفوائض المالية في ميزان المدفوعات.<sup>(1)</sup>

تضمنت موازنة عام 2014 ارتفاعاً طفيفاً (نسبته 4.3%) للإنفاق الحكومي مقارنة بالمبلغ المقرر في 2013، وهي أقل زيادة على مدى عشر سنوات، في خطوة فسرها محللون وخبراء بأنها محاولة للحيلولة دون نمو تضخمي. ووفقاً للموازنة التي أعلنتها وزارة المالية على موقعها الإلكتروني تتوقع الوزارة أن تبلغ للنفقات العامة 855 مليار ريال (228 مليار دولار) في 2014، وبالمقارنة مع النفقات في خطة الموازنة لسنة 2013 (820 ملياراً).

ومن أسباب ارتفاع الإنفاق العام على مدى السنوات الماضية مواجهة الأزمة الاقتصادية العالمية، ومعالجة مشاكل البطالة والإسكان، وفي سنة 2014 تستهدف الحكومة كبح جماح النمو عبر خفض النفقات لعدم قدرة الاقتصاد السعودي استيعاب النفقات الحكومية الكبيرة، وفي الفترة بين 2003 و2012

(1) فادي بن عبدالله العجاني، المؤشرات تعزز متانة الاقتصاد الوطني كبيئة مستقرة وجاذبة للاستثمار. الرياض الاقتصادي،



سجل الإنفاق الحكومي قفزة بلغت 14 % سنويا في المتوسط، بينما زادت النفقات عن المقرر بنحو 25 % في المتوسط ، وعادة ما تكون النفقات الفعلية والإيرادات أعلى كثيرا من التوقعات المذكورة في الميزانية. وينجم عن ذلك عادة تسجيل المملكة فائضا كبيرا في الموازن ة بدعم إيرادات النفط التي تأتي أعلى من التوقعات المتحفظة، وزيادة الإنفاق العام البالغة 4.3 % لعام 2014 أقل كثيرا من قفزة نسبتها 19% تضمنتها خطة موازنة 2013، وسبب ذلك الانضباط والالتزام بالتوسع المالي المستدام، كما أن الإنفاق العام المقبل والإنفاق الفعلي لعام 2013 سجلا زيادة أقل مقارنة بالسنوات السابقة لكن الإنفاق ظل أعلى من المقرر.

أكد صندوق النقد الدولي في أوت 2012 إن السعودية تنفق أكثر مما ينبغي، وان عليها إظهار المزيد من الانضباط إذا كانت تريد الحفاظ على الثروة النفطية للأجيال القادمة. وفي جويلية 2013 قال الصندوق إن على المملكة أن تتحرك الآن لتعزيز نمو القطاع الخاص، لأن من المرجح أن يشهد إنتاج النفط الذي يعتمد عليه اقتصادها تباطؤا في السنوات الخمس القادمة.

كما حققت السعودية ثالث أفضل أداء اقتصادي بين دول مجموعة العشرين، بعد الصين والهند، حيث نما اقتصادها 6.25 % في المتوسط على مدى السنوات الأربع الماضية.<sup>(1)</sup>

وتظهر موازنة 2014 عزم الحكومة مواصلة الإنفاق على مشروعات الرعاية الاجتماعية، بما في ذلك إنشاء 465 مدرسة و 11 مستشفى، وخصصت الميزانية 210 مليارات ريال للإنفاق على مشروعات التعليم بزيادة 3% عن العام الماضي، و108 مليارات على قطاع الرعاية الصحية بزيادة 8%، إلى جانب زيادة 25 % على مشروعات البنية الأساسية. من جهة أخرى حددت ميزانية 2014 الإنفاق الرأسمالي على المشروعات الجديدة والمراحل الإضافية لمشروعات سبق اعتمادها بلغ 248 مليار ريال .

#### الفرع الثاني: الإيرادات.

(1) زيادة متواضعة للإنفاق السعودي، فبراير 2014، مع عدم استقالات نالتوسم المالي

<http://www.alquds.co.uk/?p=116718>

واجه الاقتصاد السعودي منذ أوائل الثمانينيات وحتى السنوات الأخيرة تحديات كبيرة تمثلت في انخفاض إيرادات الدولة نتيجة انخفاض أسعار البترول والزيادة السكانية التي أسهمت بشكل أو بآخر في الحد من الإنفاق الحكومي، لذا كان لابد من الربط بين القطاع الحكومي والقطاع الخاص من أجل تحقيق النمو الاقتصادي.

### أولاً: النظام الضريبي في المملكة.

عالج نظام ضريبة الدخل في المملكة الأوضاع الضريبية الناتجة عن إسهام رأس المال الأجنبي في تكوين شركات أموال أجنبية، أو شركات أموال مختلطة مكونة من أشخاص سعوديين وغير سعوديين، في الحالة التي تأخذ فيها العلاقة شكل الشركات المساهمة أو الشركات ذات المسؤولية المحدودة، وتمارس أنشطة مولدة للدخل الخاضع للضريبة.

ووفقاً للنظام، تسري الضريبة على صافي الأرباح التي تحققها الشركة من جميع مصادر النشاط الإقليمي مهما كان نوعها، ومهما كانت صورة استحقاقها.<sup>(1)</sup>

إن تراجع الأهمية النسبية لحصيلة الضرائب على الدخل عموماً، والضرائب على دخول الشركات على وجه الخصوص، نتيجة لارتفاع إيرادات الدولة من البترول والصناعات الإستخراجية، قد أحدث تحولاً في طبيعة الدور الذي يمكن أن تلعبه هذه الضرائب على صعيدي التمويل، أو المساهمة الحيوية في دعم البنيان الاقتصادي، وجذب رؤوس الأموال الأجنبية، وهي في مجموعها تزيد عن أهمية مساهمة حصيلة هذه الضريبة في الإيرادات العامة للدولة.

### ثانياً: العائدات (الإيرادات) النفطية.

أدت العائدات النفطية دور المحرك الرئيس لعجلة التنمية خلال العقود الماضية. ومع توسع القاعدة الاقتصادية وتنوعها، لا تزال تلك العائدات تمثل معظم إيرادات الميزانية العامة للدولة، حيث إن الإيرادات غير النفطية لم تواكب هذا التوسع، مما زاد الاعتماد على الإيرادات النفطية في تغطية النفقات العامة الاستثمارية والتشغيلية. إلا أن الثروة النفطية، بحكم طبيعتها غير المتجددة، تعد رأسمالٍ وطنيٍّ يتمثل استغلالها الأمثل في استثمارها في أصول متجددة تسهم في تنويع القاعدة الاقتصادية وتحقيق التنمية

(1) عبد الحميد الحاج صالح، الخصائص الفنية للضريبة على دخل شركات الأموال" دراسة تطبيقية للنظام في المملكة العربية السعودية". مجلة الشريعة والقانون، العدد الثالث والعشرون، ربيع الأول 1426 هـ ماى 2005 م، ص 236-241.

المستدامة. لذا يتعين تعزيز الموارد العامة غير النفطية للدولة بما يتيح تحويل الإيرادات النفطية تدريجياً إلى أصول إنتاجية، ورأسمال بشري فعال. (1)

وفقاً للموازنة التي أعلنتها وزارة المالية على موقعها الإلكتروني تتوقع الوزارة أن تبلغ الإيرادات 855 مليار ريال ( 228 مليار دولار) في 2014، مقارنة مع الإيرادات التي تضمنتها خطة موازنة 2013 المقدرة بـ 829 مليار ريال.

أدت الزيادة الحادة في الإيرادات النفطية إلى موازنة الأثر الاقتصادي الناجم عن الاضطرابات الإقليمية وأزمة منطقة اليورو المطولة، فقد ساهمت المملكة في استقرار سوق النفط العالمية واحتواء ارتفاع أسعار النفط عن طريق زيادة إنتاجها النفطي عام 2011 لتعويض نقص المعروض من ليبيا، وهو ما تكرر مرة أخرى في بداية سنة 2012 لمواجهة أجواء عدم اليقين المكثفة التي أحاطت بالمعروض مع زيادة التوترات الجغرافية والسياسية. (2)

وسجلت الإيرادات النفطية زيادة حادة مما أدى إلى تحقيق فوائض ضخمة في المالية والحساب الخارجي رغم المبادرات الجديدة الضخمة للإنفاق المحلي من المالية العامة، أما الاحتياطات الدولية التي تشكل عنصر الادخار الرئيسي للثروة النفطية فقد تجاوزت نصف تريليون دولار 94% من إجمالي الناتج المحلي لعام 2011.

### الفرع الثالث: الموازنة العامة.

الميزانية العامة للدولة هي بيان تفصيلي يوضح تقديرات إيرادات الدولة ومصروفاتها. معبرا عن ذلك في صورة وحدات نقدية، وتعكس في مضمونها خطة الدولة لسنة مالية مقبلة أو بعبارة أخرى فالميزانية هي وثيقة مالية تشمل جميع الإيرادات الحكومية ومصروفاتها خلال سنة مالية، وتعكس

(1) وزارة الاقتصاد والتخطيط، المملكة العربية السعودية، خطة التنمية التاسعة، الإستراتيجية بعيدة المدى للاقتصاد الوطني، الفصل 3، الصفحة 42.

(2) صندوق النقد الدولي، المملكة العربية السعودية "مشاورات المادة الرابعة لعام 2012"، التقرير القطري رقم 12/271، سبتمبر 2012، ص 5.

التوجهات الرئيسية للسياسة العامة للدولة، وتحظى الميزانية بأهمية متزايدة ذات أبعاد اقتصادية واجتماعية ، تنعكس بدورها على مجتمع رجال الأعمال.

أولاً: أهمية الميزانية العامة لمجتمع و رجال الأعمال في المملكة.

- الميزانية العامة للمملكة هي تأكيد رسمي وإعلان اقتصادي عن قوة ومثانة الاقتصاد الوطني، وعلى قدرته على مواجهة الأزمات الطارئة ، فهي مؤشرا لقوة الاقتصاد السعودي، وقدرته على تحقيق التنمية المتوازنة في جميع المجالات، باعتبارها وثيقة تفاؤل ورسالة اطمئنان للمستثمرين في كل المجالات الاقتصادية ، وتأكيدا على استمرار المملكة في كونها الملاذ الآمن ، والنموذج العالمي لكل رجال الأعمال والمستثمرين .
- تحمل مؤشرات وبيانات الميزانية في طياتها أهمية كبيرة لرجال الأعمال والقطاع العائلي والقطاع الخارجي، ولمجمل الأنشطة الاقتصادية.
- إن السياسات المالية التي يمكن استخلاصها من الميزانيات العامة سواء كانت توسعية أو انكماشية أو متوازنة تنعكس بشكل كبير على معظم المتغيرات الاقتصادية، مثل السيولة المحلية والمستوى العام للأسعار والادخار والاستهلاك والاستثمار، ومن ثم على مجمل النشاط الاقتصادي برمته. (1)
- تسهم مؤشرات الميزانية في تعزيز مصداقية السوق المالي الوطني. وإبراز سعي الحكومة إلى رفع مساهمة القطاع الخاص في الناتج المحلي، وحرصها على مشاركته وإسهامه في تنفيذ المشروعات التنموية والخدمية وفتح آفاق واسعة أمامه.
- كما أن هناك أهمية مباشرة للقطاع الخاص بشكل كبير في المشاريع التي تطرحها الجهات الحكومية، والتي تحرك أعمالها الميزانية بشكل كبير، كما تحرك هذه المشاريع السيولة لدى القطاع الخاص.
- إن استمرار ضخ مزيد من المشاريع التنموية في المملكة يعد دلالة على أن الإنفاق للسنة المالية المقبلة سيكون مستمر، وسينعكس على القطاع الخاص ، وهذا يعطي السوق والاقتصاد الوطني مزيدا من العمق، وإيجاد قنوات استثمار عديدة وجيدة لمختلف الشركات، وتعكس لخطوات الحكومة نحو المضي قدما في تحقيق التنمية المستدامة.

(1) غرفة الشرقية، فراءة تحليلية للميزانية العامة للمملكة العربية السعودية، قطاع الشؤون الاقتصادية مركز المعلومات، 2011،

- إن تعزيز الإنفاق على البنية التحتية والتي يمكن استنتاجه من الميزانية العامة للدولة الحالية وما يتبعه من دقة ورقابة في تنفيذ المشاريع التنموية، يوفر ميزة تنافسية للاقتصاد الوطني، ويهيئ فرصاً استثمارية مجدية للمستثمرين المحليين والأجانب.<sup>(1)</sup>
- تعكس مؤشرات الإنفاقات التي تخصصها المملكة في ميزانيتها العامة رغبتها المتنامية في دعم القطاع الخاص بالحوافز الاستثمارية في كافة مجالات الإصلاحات الاقتصادية، وتذليل جميع العقبات من أجل زيادة فعاليتها، وتوسيع قاعدة الاقتصاد الوطني وتويعها، فتسهيل الإجراءات سيزيد من فرصة عودة رؤوس الأموال إلى السوق المحلية من جديد بشكل أكبر، وبخاصة في ظل الظروف والأحداث المضطربة الجارية التي تشهدها بعض الدول العربية.

### ثانياً: الميزانية العامة في المملكة.

ساهم ارتفاع أسعار النفط خلال السنوات الأخيرة في تعزيز الأداء المتميز للاقتصاد السعودي خلال عامي 2011 و2012، حيث بلغ فائض الموازنة العامة للدولة للعام المالي 2011 نحو 291.1 مليار ريال، وتم تحويل 250 ملياراً منها إلى حساب في مؤسسة النقد العربي السعودي لإنشاء 500 ألف وحدة سكنية. وكانت المملكة تحتل المرتبة 142 عالمياً في عام 1983، وتراجعت إلى المرتبة 166 في عام 1993 نتيجة تفاقم عجز فائض الحساب الجاري الذي بلغ 17.2 مليار دولار. ثم تحسن أداء الاقتصاد السعودي مع العالم الخارجي خلال الأعوام الأخيرة نتيجة لارتفاع أسعار النفط في الأسواق العالمية، لتصبح المملكة ثامن اقتصاد عالمي في فائض الحساب الجاري في عام 2003. ومنذ عام 2011، وكان فائض الموازنة العامة للدولة للعام المالي 2012 سجل أعلى مستوى له في تاريخه عند 374.1 مليار ريال. وبحسب تقديرات صندوق النقد الدولي، يتوقع أن تستمر الموازنة العامة للدولة في تحقيق فوائض حتى نهاية عام 2018.

ومن المرجح أن يتجاوز إجمالي فائض الميزانية العام للدولة خلال الفترة من 2013 إلى 2018 عن 800 مليار ريال.

وقد بلغ فائض الموازنة 206 مليارات ريال في 2013، أن المملكة ستحافظ على مركزها كالث أكبر اقتصاد عالمي في فائض الحساب الجاري حتى عام 2018.<sup>(2)</sup>

(1) المرجع السابق، ص4.

(2) فادي بن عبدالله العجاعي، المؤشرات تعزز متانة الاقتصاد الوطني كبنية مستقرة وجاذبة للاستثمار. الرياض الاقتصادي.

تشير ميزانية 2014 إلى توجه لكبح جماح السياسة المالية التوسعية التي كانت متبعة على مدى السنوات الماضية. حيث كان متوقعا أن يسجل الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة نمواً نسبته 3.8% في 2013 مقارنة مع 5.8% في 2012. أما ميزانية 2014 فقد جاءت متوازنة بدرجة كافية بدون فائض أو عجز غير انه من المتوقع أن تتجاوز الإيرادات الفعلية والنفقات الأرقام المذكورة وأن المملكة تشهد فائضا لا يقل عن 100 مليار ريال عام 2015.<sup>(1)</sup>

أما فيما يخص رصيد المالية العامة من المتوقع انخفاض الانفاق الكلي إلى حد ما ليصل إلى 7% سنويا على المدى المتوسط، كما يتوقع أن يتضاءل فائض المالية العامة تدريجياً قبل أن يتحول إلى عجز في 2017. ويشير هيكل المخاطر إلى احتمال تقلب رصيد المالية العامة على نطاق واسع يترشح بين تسجيل فائض بنسبة 15% من إجمالي الناتج المحلي بحلول عام 2015.

### المبحث الثالث: علاقة السياسات النقدية والمالية بالسوق المالية السعودية.

لا يزال صانعي السياسات في المملكة العربية السعودية يواجهون تحديات ، فلا يزال سعر النفط والذي يمثل القوة المحركة في المالية العامة يعتمد على التطورات الحادثة في اقتصاديات الأسواق الصاعدة، وخاصة الصين. وتعميق السوق المالية في المملكة العربية السعودية يعني ازدياد تأثير السياسة النقدية في الولايات المتحدة على الاقتصاد السعودي، وبالتالي تزايد احتمالات التباعد بين دور النفط والدورة الاقتصادية في الولايات المتحدة، كما حدث أثناء الأزمة العالمية 2007-2008 . وبسبب لذا كان لابد معرفة مدى تأثير السياسات النقدية والمالية على تفعيل أداء السوق المالية السعودية .

#### المطلب الأول: المؤشرات النقدية والمالية.

تستخدم المؤشرات لتحديد حجم المشكلة و قياسها قياسا دقيقا للوقوف على الوضع الراهن لها، واستخدام المؤشر المستخدم من قبل في قياس حجم المشكلة في متابعة الخطة الموضوعية وتقييم الأداء أولا بأول والوقوف على التقدم نحو تحقيق الأهداف سواء كانت قصيرة أو طويلة ومتوسطة. وتعمل على تحويل البيانات الإحصائية المستخدمة من السجلات والمستندات الإدارية من مادة خام إلى مؤشرات لها جوانبها وأبعادها المختلفة التي تساعد على التشخيص وتحديد المشكلات وبالتالي تساعد على التخطيط والقيام بأعمال المتابعة والتقييم والتقويم للأداء. والمؤشرات قد تكون رقم واحد أو مجموعة أرقام.

الجدول رقم(07): المؤشرات النقدية والمالية 2003-2013.

السنوات	سعر الفائدة % (على الودائع)	معدل التضخم %	معدل البطالة %	متوسط سعر الصرف الفعلي للريال	الواردات السلعية مليار ريال	الصادرات السلعية مليار ريال**	النفقات مليار ريال	الإيرادات غير النفطية مليار ريال	الإيرادات النفطية مليار ريال
2003	1,63	0,6	5,56	90,5	138,4	349,7	257	620	2310
2004	1,73	0,3	5,82	84,4	167,8	472,5	258,6	622,91	3300
2005	3,76	0,7	6,1	82,3	223	677,1	346,5	597,95	5045,4
2006	5,02	2,2	6,25	80,8	261,4	776,5	393,3	692,12	6044,7
2007	4,79	4,1	5,63	78,5	338,1	854,4	466,2	806,14	5621,86
2008	2,03	9,9	5	80,3	431,8	1175,4	520,1	1176,24	9833,69
2009	0,91	5,1	5,4	105,7	358,3	697,3	596,4	753,85	4344,2
2010	0,74	3,8	-	104,8	400,7	922,1	653,9	713,51	6702,65
2011	0,7	3,7	5,8	102,3	493,4	1343,2	826,7	834,32	10343,6
2012	0,9	2,9	5,5	106,8	583,5	1428,7	873,3	1025,8	11448,18
2013	* 1	3,8	5,6	-	* 564,75	* 1377,375	* 975,2	* 127,1	* 1107,4

\*\* تشمل (الصادرات النفطية + الصادرات غير النفطية+ ومنها إعادة التصدير+ وقود السفن)

\*توقعات

المصدر: الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير صندوق النقد العربي السعودي.

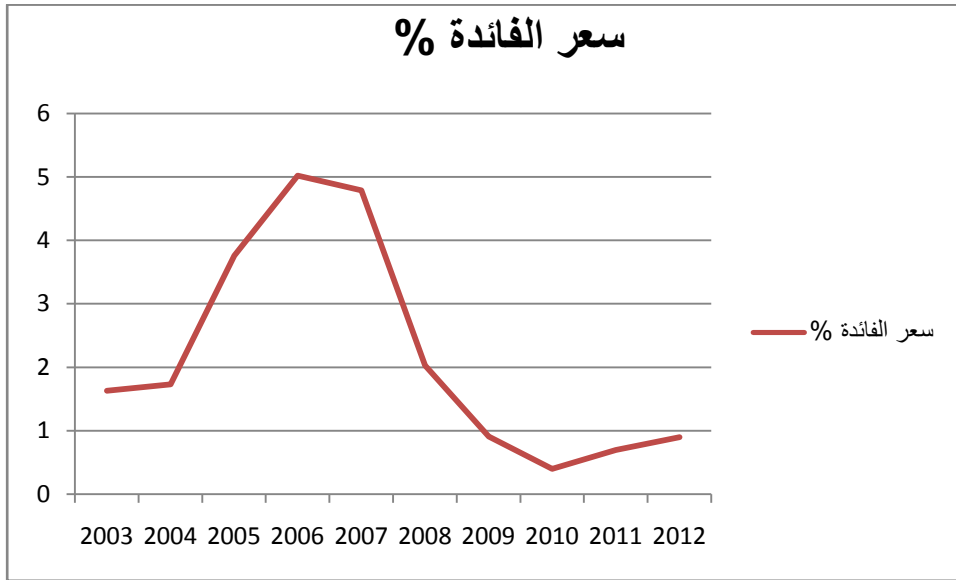


## الفرع الأول: مؤشرات السياسة النقدية السعودية.

سنحاول من خلال التمثيل البياني تفسير حالة الاقتصاد السعودي انطلاقاً من مؤشرات السياسة

النقدية

الشكل رقم (07): سعر الفائدة.



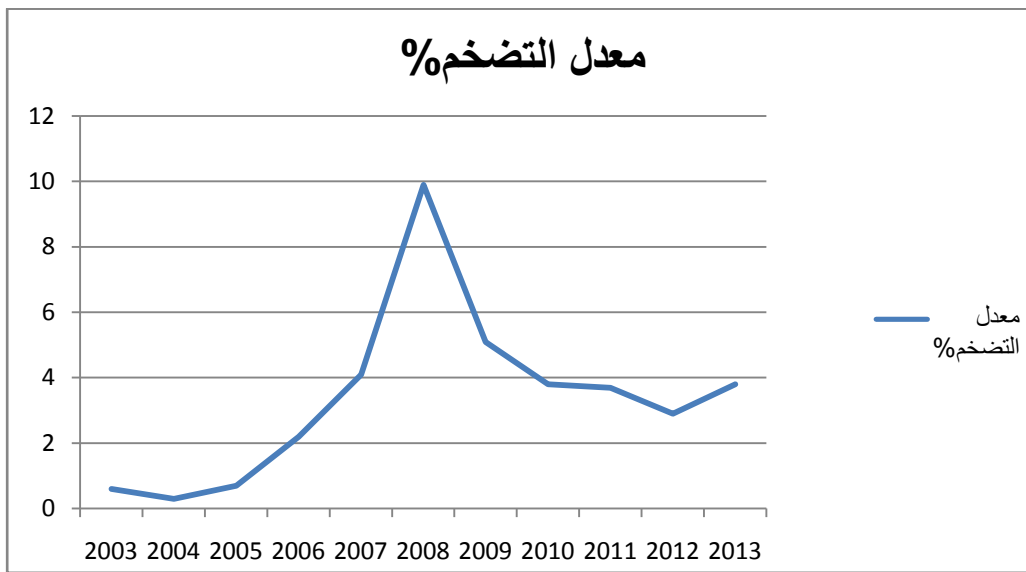
إعداد الباحثة باعتماد على تقارير صندوق النقد العربي السعودي.

حافظت أسعار الفائدة في المملكة العربية السعودية على اتجاهها التصاعدي الذي ابتدأ في عام 2004 انسجاماً مع الاتجاه العام لارتفاع أسعار الفائدة في الأسواق المالية الدولية واثراً للمزيد من التعديلات التصاعدية التي أجرتها المؤسسة على المعدلات العائد الرسمي على اتفاقيات إعادة الشراء واتفاقيات إعادة الشراء المعاكس.

وارتفع متوسط سعر الفائدة على الودائع بالريال لمدة ثلاثة أشهر بنحو 1,26 نقطة مئوية إلى 5,02% خلال 2006 مقارنة بزيادة 1,64 نقطة مئوية إلى 5,13% في سعر الفائدة على الودائع بالدولار، حيث اتسع الفارق بين متوسط السعرين لصالح الدولار بنحو 11 نقطة أساس. بلغ الفارق بين السعرين 40 نقطة أساس لصالح سعر الفائدة على الودائع بالدولار بنهاية عام 2006، مقابل فارق بنفس الحجم لصالح سعر الفائدة على الودائع بالريال نهاية 2005. وهذا لان مؤسسة النقد لم ترفع من معدل سياستها النقدية إلا بنحو 35 نقطة أساس فقط من أجل تفادي مخاطر تأثير الحاد على زخم النمو في الاقتصاد.

ارتفعت أسعار الفائدة على الودائع بالريال بين المصارف السعودية بنحو 23 نقطة أساس عام 2012 مقابل انخفاضها بنحو 17 نقطة أساس و5 نقطة أساس سنتي 2010، 2011 على التوالي وارتفع معدل الفائدة على الودائع الأمريكية لمدة 3 أشهر عام 2012 مقابل انخفاضه منذ سنة 2009، بعد قرار مؤسسة النقد الخاص بخفض الريبو العكسي، إلى جانب عدم صدور أي سندات حكومية خلال الفترة نفسها. وحققت زيادة قدرها 7 نقاط أساس عام 2012 مقارنة بانخفاض قدره 31 نقطة أساس و5 نقطة أساس سنتي 2010، 2011 على التوالي.

الشكل رقم (08): معدل التضخم.



إعداد الباحثة باعتماد على تقارير صندوق النقد العربي السعودي.

يؤدي ارتفاع معدلات التضخم إلى آثار سلبية في الاستثمار، (الشكل رقم 8) حيث بدأ العديد من المستثمرين الأجانب إعادة النظر في جدوى بقائهم في السوق السعودية في ظل الارتفاعات المستمرة في تكاليف المعيشة. فقد أدى التضخم إلى انخفاض القوة الشرائية للعملة، وتآكل القيمة الحقيقية لدخول الأفراد، وخصوصا العمالة الوافدة التي تأثرت كثيرا من انخفاض القوة الشرائية لعملات دول الخليج، الأمر الذي دفعها للمطالبة بتحسين أجورها ورفع رواتبها. (1)

انخفض معدل التضخم من 0,6% سنة 2003 إلى 0,3% سنة 2004، ليعاود الارتفاع إلى 0,7%

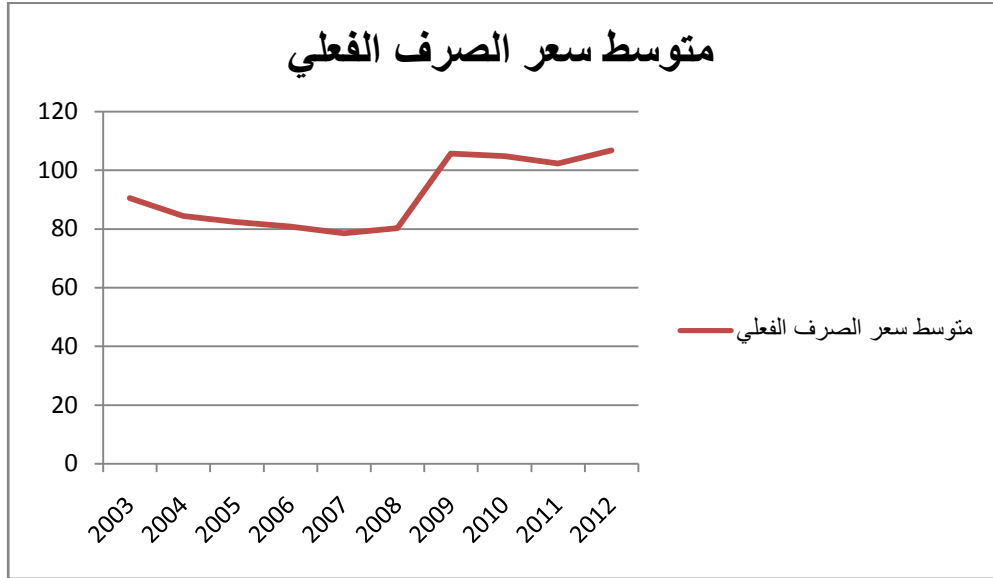
ابتداء من سنة 2005 إلى غاية 2008 بنسبة 9,9% وذلك بسبب زيادة عرض النقود وزيادة الإنفاق

الحكومي، لينخفض مجددا سنة 2009 ليصل إلى 5,1% ويستمر معدل التضخم في المملكة العربية

(1) محمد بن عبد الله الجراح، مصادر التضخم في المملكة العربية السعودية"مرجع سابق، ص 140.

السعودية في التراجع من 3,7% سنة 2011 إلى 2,9% سنة 2012 كما هو موضح في الشكل رقم (9)، وكان من المتوقع أن يصل معدل التضخم إلى 4% حسب صندوق النقد العربي و 3,8% حسب صندوق النقد الدولي.

الشكل رقم (09): سعر الصرف للريال.



إعداد الباحثة باعتماد على تقارير صندوق النقد العربي السعودي.

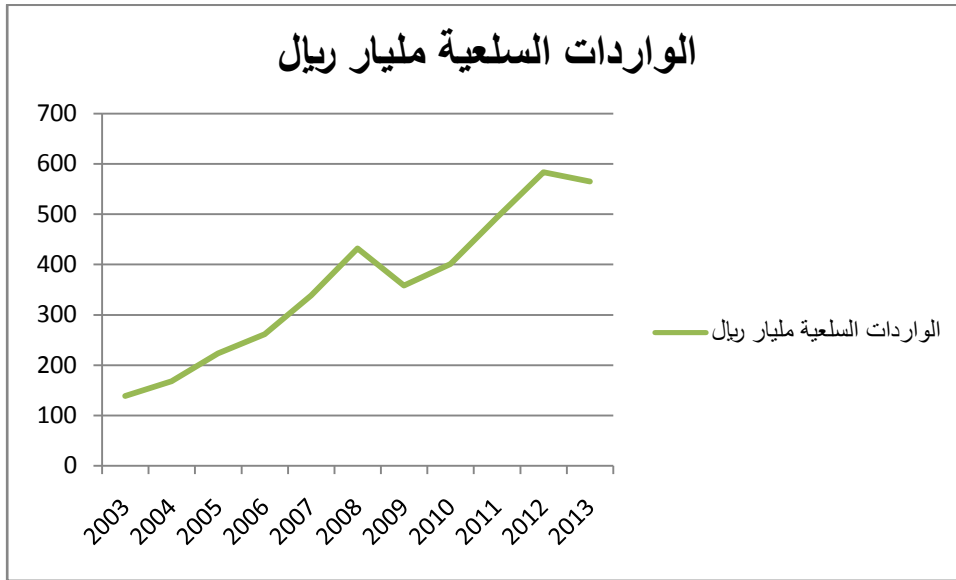
تطبق المملكة نظام صرف لا يفرض قيودا على أداء المدفوعات والتحويلات لأغراض المعاملات الدولية الجارية. وقد تم ربط الريال السعودي رسميا بالدولار الأمريكي اعتبارا من جانفي 2003 حيث يصنف ترتيب الصرف كترتيب ربط تقليدي ، وكان الريال السعودي قبل ذلك مربوطا بحقوق السحب الخاصة بسعر 4.28255 ريال سعودي لكل وحدة حقوق سحب خاصة، مع هامش نقاب نسبته 7.25% بالرغم من ربطه واقعا بالدولار الأمريكي منذ عام 1986 بسعر وسيط قدره 3.7450 ريال سعودي لكل دولار. وتطبق المملكة قيود صرف مرتبطة بالنواحي الأمنية عملا لقراري مجلس الأمن رقم 1267،1373 (1).

حسب الشكل رقم (9) نلاحظ انخفاض متوسط سعر الصرف في المملكة العربية السعودية ابتداء من سنة 2004 إلى 84,4 بعد أن كان 90,5 سنة 2003 ليصل إلى 78,5 سنة 2007 ليعود للارتفاع مجددا بداية من سنة 2008 ، ونظرا لكون السعودية بلد يعتمد على إنتاج النفط فان التغير في معدلات

(1) صندوق النقد الدولي، المملكة العربية السعودية مشاورات المادة الرابعة لعام 2013، مرجع سابق.

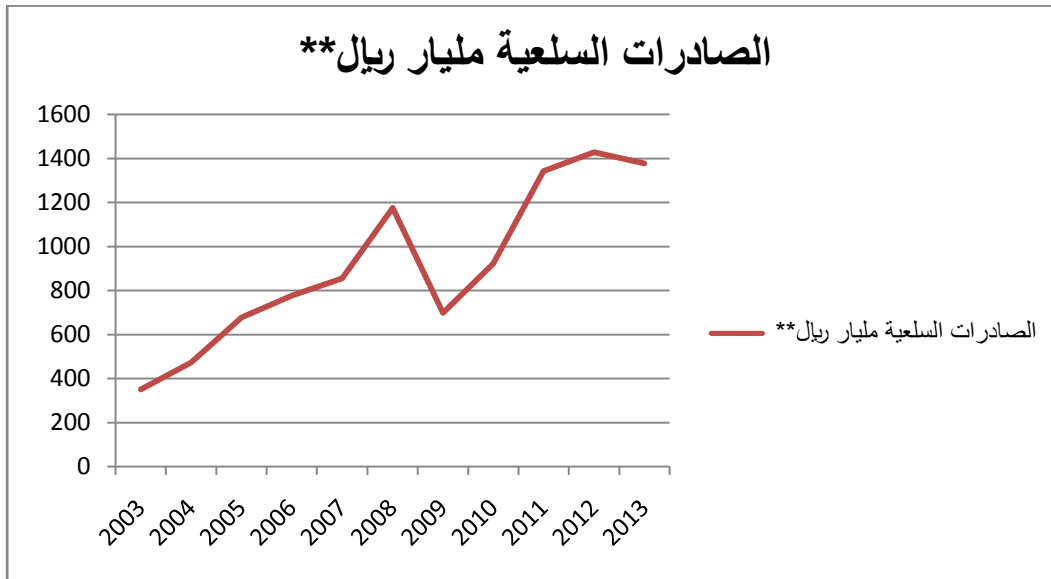
التبادل التجاري يعود إلى التقلبات في أسعار النفط كما تطرقنا إليه سابقاً، وأسباب هذه الأخيرة هو تأثير الاقتصاد السعودي بالأزمة المالية العالمية مما يؤكد على تشابك العلاقة بين الاقتصاد والسوق المالي السعودي.

الشكل رقم (10): الواردات السلعية.



إعداد الباحثة باعتماد على تقارير صندوق النقد العربي السعودي.

الشكل رقم (11): الصادرات السلعية.



إعداد الباحثة باعتماد على تقارير صندوق النقد العربي السعودي.

حسب الشكلين (10) و(11) فقد سجل ميزان المدفوعات أو الميزان التجاري في المملكة (صادرات سلعية، وواردات سلعية) ارتفاعاً خلال الفترة من سنة 2003 إلى 2008، حيث بلغت الواردات سنة 2003 (138,4 مليار ريال)، و(431,8 مليار ريال) سنة 2008، أما الصادرات السلعية فقد سجلت بدورها (349,7 مليار ريال) سنة 2003 و(1175,4 مليار ريال) سنة 2008، لينخفض سنة 2009 ليصل إلى 358,3 مليار ريال و واردات سلعية، و 697,3 مليار ريال صادرات سلعية، واستمر ميزان المدفوعات في الارتفاع إلى غاية سنة 2013 حيث انخفض إلى 564,75 مليار ريال 1377,375 مليار ريال و واردات وصادرات سلعية على التوالي. ويعزى الارتفاع المستمر في ميزان المدفوعات إلى انتعاش الاقتصاد المحلي، وزيادة الصادرات النفطية بسبب ارتفاع أسعار البترول، وصادرات المملكة من البتروكيماويات، إضافة إلى الجهود المبذولة من المملكة لتطوير القاعدة الاقتصادية من خلال تنويع الصادرات الغير نفطية والقيام بمجموعة من الإصلاحات الهيكلية.

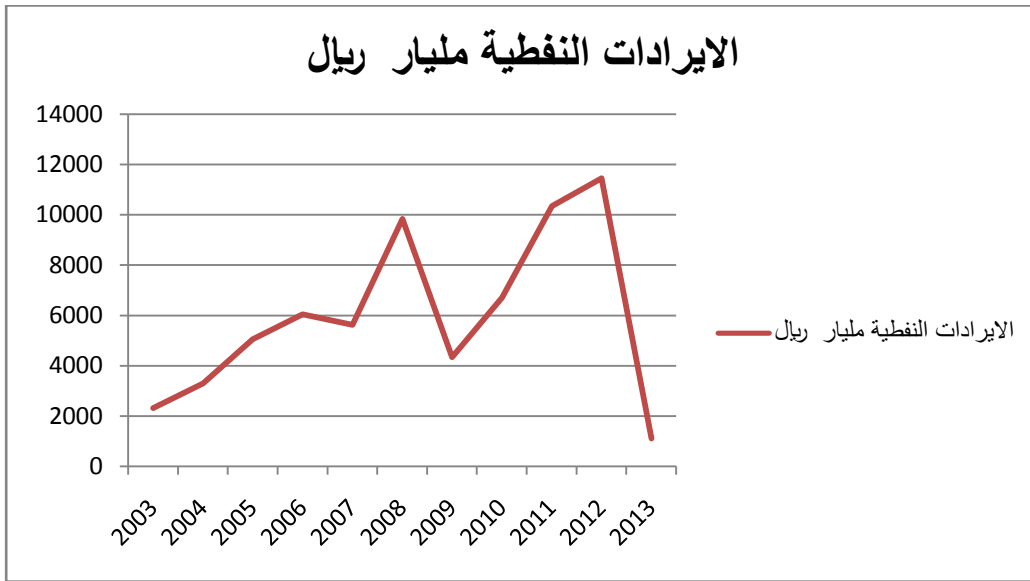
#### الفرع الثاني: مؤشرات السياسة المالية السعودية.

تضطلع السعودية بدور مؤثر في نظام سوق النفط العالمية واستقرارها بوصفها أكبر مصدر للنفط الخام والبلد المنتج الوحيد الذي يمتلك طاقة إنتاجية فائضة ضخمة. وفي عام 2011، التزمت السعودية رسمياً في إطار مجموعة العشرين باستغلال دورها النظامي في سوق النفط لتعزيز الاستقرار العالمي، حيث قامت بزيادة إنتاجها من النفط إلى أعلى مستوى له على الإطلاق منذ 30 عاماً لضمان تلبية الطلب عقب الانخفاض الحاد في الإنتاج الليبي عام 2011 واستمرار الاضطرابات الجغرافية السياسية خلال 2012. وسبقت ذلك فترات أثناء حروب الخليج والاضطراب العام في فنزويلا قامت خلالها السعودية بزيادة إنتاجها لضمان كفاية العرض في الأسواق العالمية عقب توقف الإنتاج في غيرها من البلدان المنتجة الكبرى. ولولا هذه الإجراءات، لكان من المحتمل أن تؤثر اضطرابات سوق النفط تأثيراً سلبياً على النمو الاقتصادي العالمي.<sup>(1)</sup>

يوضح الرسم البياني في الشكلين (12) و(13) مسار الإيرادات النفطية وغير النفطية داخل المملكة العربية السعودية، خلال الفترة 2003-2013 ومن الملاحظ ارتفاع الإيرادات بداية من سنة 2003 وصولاً إلى سنة 2008، لتتخف سنة 2009 حيث تراجع الإيرادات إلى 53,7% لترتفع سنة 2010 بنسبة 35,5%. كما سجلت الإيرادات ارتفاعاً سنة 2012 بنسبة 11,6%.

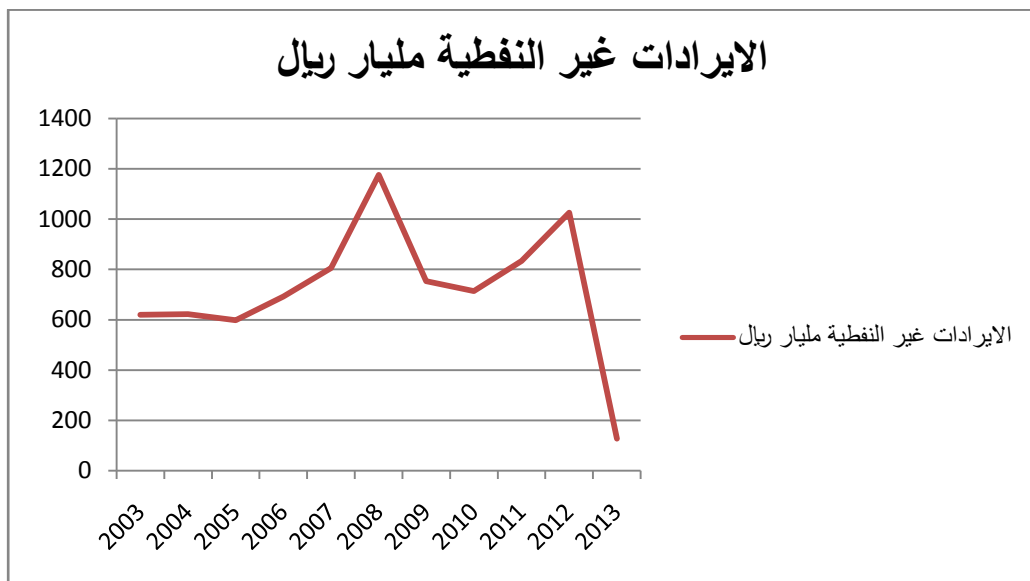
(1) صندوق النقد الدولي، المملكة العربية السعودية مشاورات المادة الرابعة لعام 2013، مرجع سابق. ص.4.

الشكل رقم (12): الإيرادات النفطية.



إعداد الباحثة باعتماد على تقارير صندوق النقد العربي السعودي.

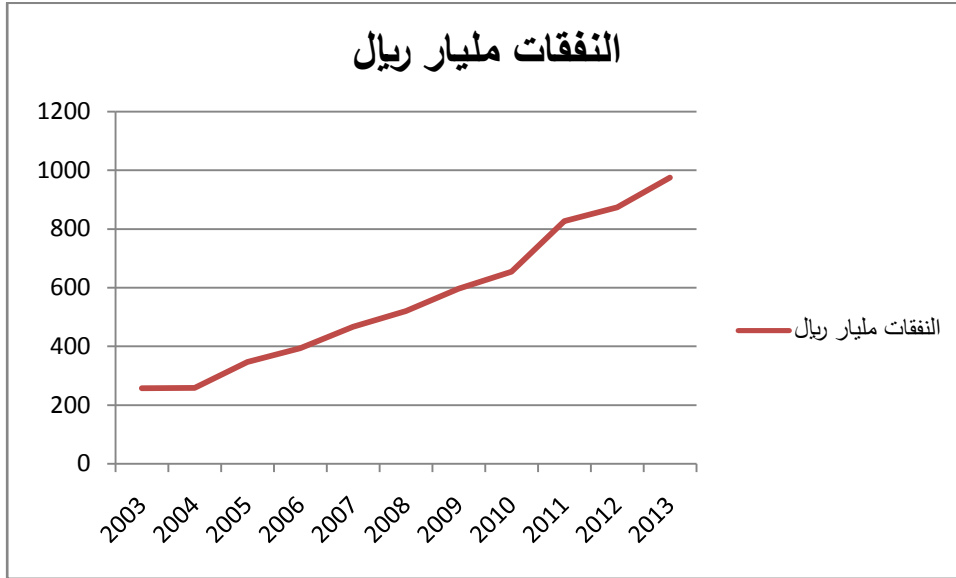
الشكل رقم (13): الإيرادات غير النفطية.



إعداد الباحثة باعتماد على تقارير صندوق النقد العربي السعودي.

أما فيما يخص النفقات أو المصاريف الشكل رقم (14) فهي تواصل ارتفاعها منذ سنة 2003، ويعزى الارتفاع المستمر إلى زيادة الرواتب ومكافئات الموظفين، والطلبة ونفقات تقاعدية، كما شملت مصاريف تنفيذ مشاريع للحرمين الشريفين ومشاريع مقدسة ومشاريع عسكرية وأمنية مختلفة.

الشكل رقم (14): النفقات.



إعداد الباحثة باعتماد على تقارير صندوق النقد العربي السعودي.

## المطلب الثاني: مؤشرات السوق المالية السعودية.

تقوم الأسواق في مختلف أنحاء العالم بحساب مؤشر أو أكثر لأسعار أسهم الشركات القائمة في السوق. وتوفر المؤشرات بيان عن حركة أسعار الأسهم المسجلة بالسوق. كما تستخدم هذه المؤشرات كمقياس أداء مقارنة يمكن أن يقوم المستثمرون باستخدامه لتحديد ما إذا كان أداء محافظهم يفوق أو يقل عن أداء السوق ككل، وهناك أيضا مجموعة من المؤشرات التي تعبر عن أسواق السندات (على سبيل المثال: سلسلة JP Morgan\* الخاصة بمؤشرات أسواق السندات)، وتسمح تلك المؤشرات أيضا للمستثمرين بمتابعة الأداء العام لأي سوق من أسواق السندات.

وبالإضافة إلى ذلك، فهناك العديد من المؤشرات، التي يتم استخدامها، بمثابة أساس لعقود المشتقات، مثل مؤشر FTSE للعقود المستقبلية وعقود الخيارات المرتبطة بمؤشر FTSE. وتعد المؤشرات أيضا أساسا للعديد من المنتجات التي ترتبط بالمؤشر. وهناك نوعين من المؤشرات، المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة مثل مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة (DJIA) ومؤشر 500 لستاندرد أند بور (S&P500) ومؤشرات قطاعية أي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة معينة ومنها على سبيل المثال مؤشر داو جونز لصناعة النقل، أو مؤشر ستاندرد أند بور لصناعة الخدمات العامة.

يستخدم الاقتصاديون المؤشرات الاقتصادية للتعرف على الحالة الاقتصادية للدولة، حيث تساعد على معرفة ما يجري في الأسواق وإعطاء صورة سريعة وعامة عن تطورها كونها متوسطات وأرقام قياسية، ويمثل مؤشر السوق مقياسا شاملا لاتجاه السوق، ويعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأوراق المالية، كما تستخدم مؤشرات الأسواق كمعايير للأداء. ويعتبر الرقم القياسي أو المؤشر الممثل به عبارة عن معدل أو نسبة من المتوسطات الخاصة لمجموعة من الأوراق المالية، وهذا يعني أن السلسلة الزمنية للأرقام القياسية تعد من ذات القاعدة من المعلومات بهدف أن تكون هذه الأرقام القياسية صالحة للمقارنة، لذلك يتم اختيار فترة ماضية والتي تعتبر بمثابة سنة الأساس والتي منها تحسب القيم الأصلية للرقم القياسي ومعه ننقل إلى فترة مستقبلية.

\* JPM جي بي مورغان تشيس وشركاه، المدرجة في بورصة نيويورك: هي شركة قابضة مالية، ولدت من اندماج بنك تشيس مانهاتن وجيه بي مورغان وشركاه في يناير كانون الثاني عام 2001. ويقع مقر المجموعة هو في نيويورك، مقرها الرئيسي للأنشطة المصرفية التجزئة المصرفية والتجارية في شيكاغو. ومن بين أكبر البنوك في الولايات المتحدة وحتى في العالم



ويعرف المؤشر على أنه " أداة تستعمل للتعرف على اتجاهات وسلوك السوق المالية بصدق، أو كأداة لقياس التغيرات في الأسعار ومحاولة التنبؤ بها من خلال استخدام المؤشرات" (1)

---

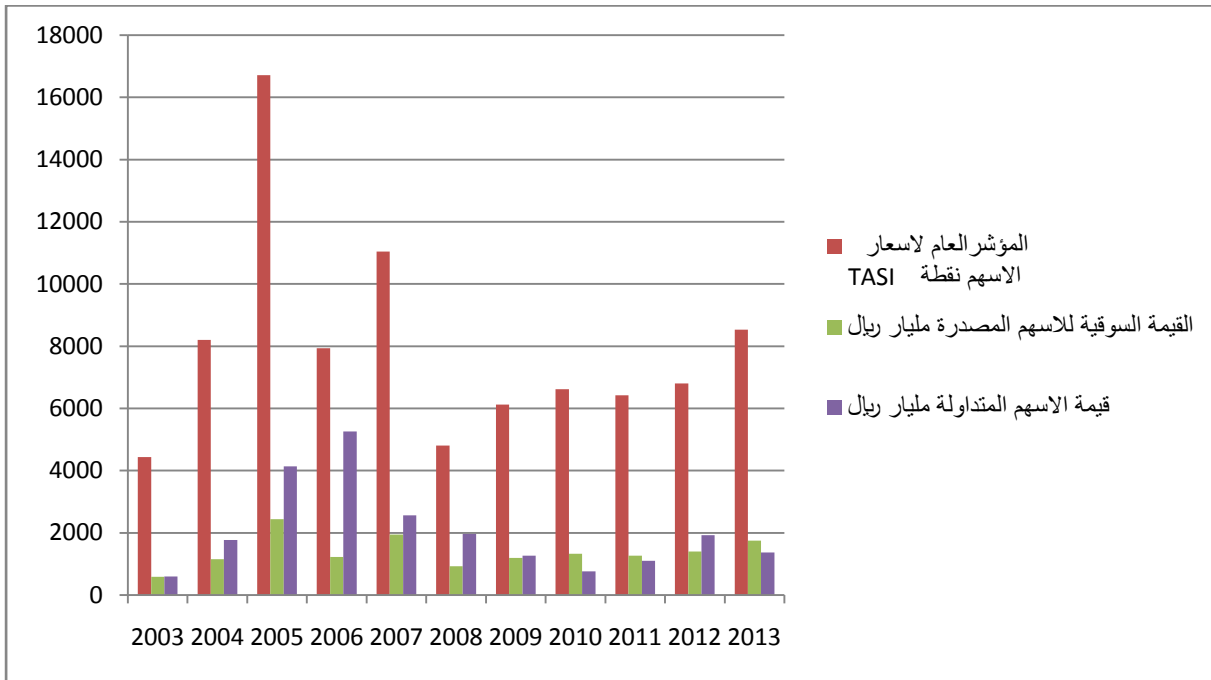
( 1 ) حسين قبلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 11، جامعة سطيف، 2011، ص ص93-94.

الجدول رقم(08): مؤشرات السوق المالية السعودية 2003-2013.

السنوات	المؤشر العام لأسعار الأسهم نقطة TASI	نسبة التغير (%)	القيمة السوقية للأسهم المصدرة مليار ريال	نسبة التغير (%)	قيمة الأسهم المتداولة مليار ريال	نسبة التغير (%)
2003	4437,58	76,23	589,93	110,14	596,5	345,87
2004	8206,23	84,93	1148,6	94,7	1773,9	197,37
2005	16712,64	103,66	2438,2	112,28	4138,9	133,32
2006	7933,29	52,53	1225,86	-49,72	5261,9	27,14
2007	11038,66	40,87	1946,35	58,77	2557,7	-51,39
2008	4802,99	-56,49	924,53	-52,5	1962,9	-23,25
2009	6121,8	27,46	1195,5	29,31	1264	-35,61
2010	6620,8	8,15	1325,4	10,86	759,2	-39,94
2011	6417,7	-3,07	1270,8	-4,12	1098,8	44,74
2012	6801,2	5,98	1400,3	10,19	1929,3	75,58
2013	8535,6	25,5	1752,86	25,17	1369,67	-29,01

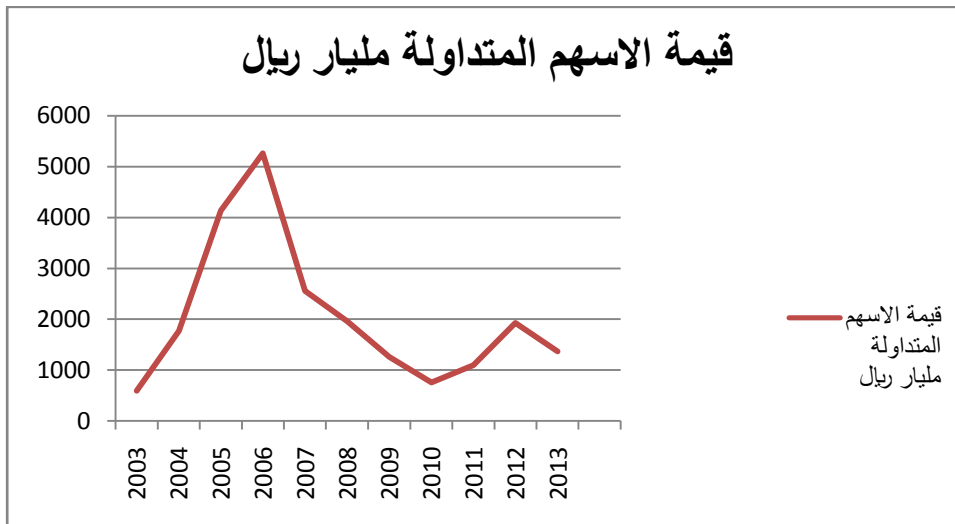
المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات التقارير الإحصائية السنوية للسوق المالية السعودية وتقارير صندوق النقد العربي السعودي

الشكل رقم (15): مؤشرات السوق المالية السعودية 2003-2013.



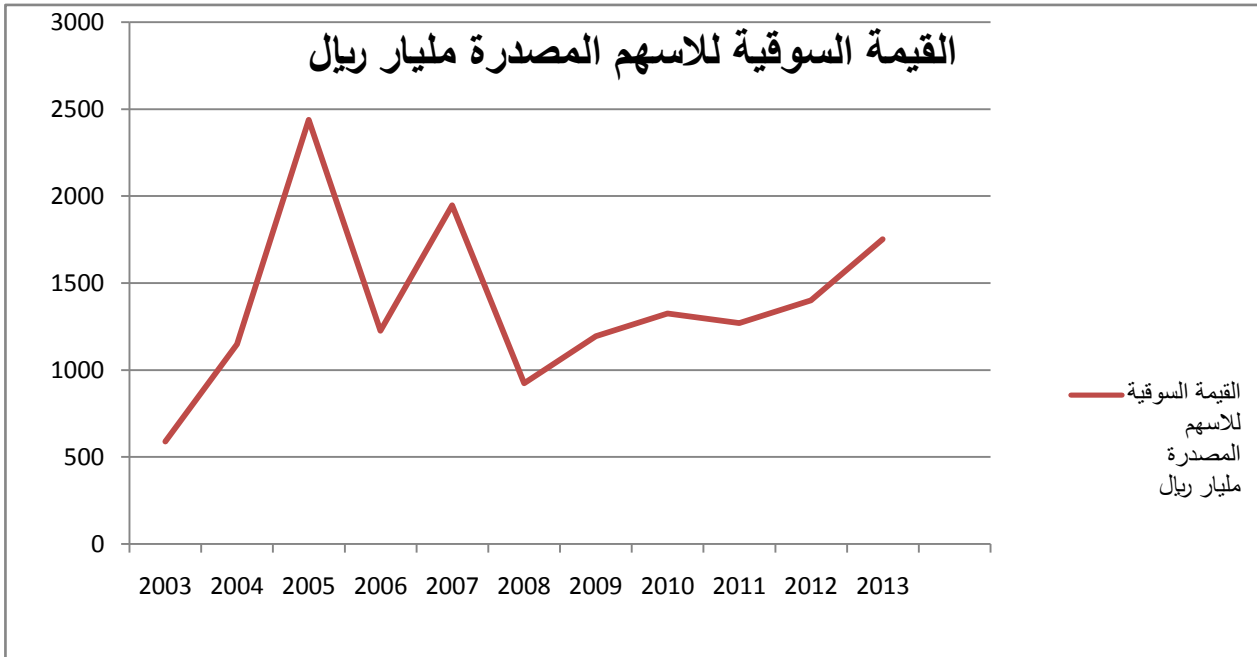
إعداد الباحثة باعتماد على بيانات التقارير الإحصائية السنوية للسوق المالية السعودية وتقارير صندوق النقد العربي السعودي.

الشكل رقم (16): قيمة الأسهم المتداولة



إعداد الباحثة باعتماد على بيانات التقارير الإحصائية السنوية للسوق المالية السعودية وتقارير صندوق النقد العربي السعودي.

الشكل رقم (17): القيمة السوقية للأسهم المصدرة



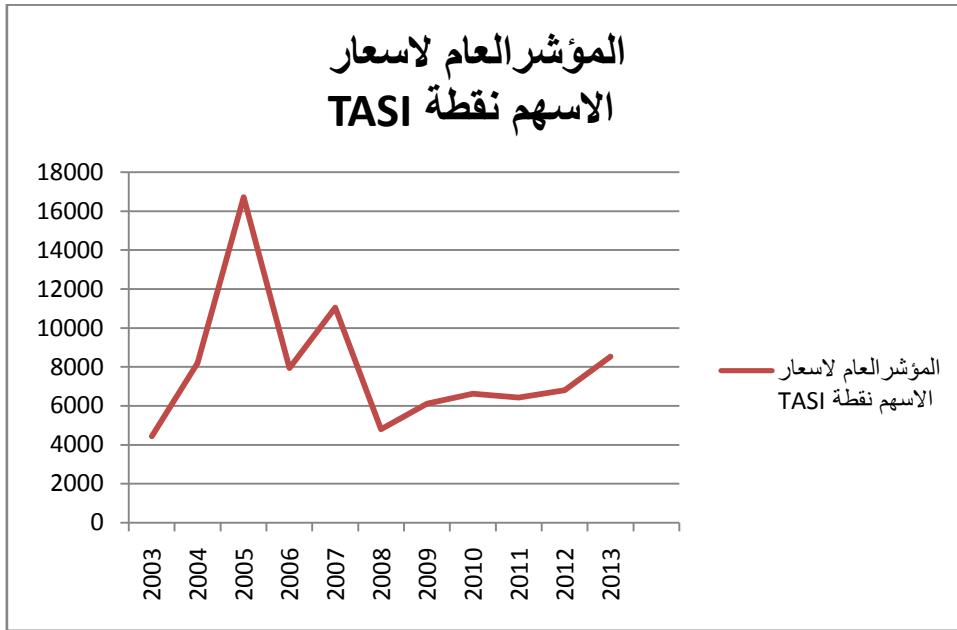
إعداد الباحثة باعتماد على بيانات التقارير الإحصائية السنوية للسوق المالية السعودية وتقارير صندوق النقد العربي السعودي.

#### مؤشر القيمة السوقية (معدل رسملة السوق).

يقصد برسملة السوق المالي مجموعة من الأسهم المدرجة في السوق بمتوسط أسعارها في نهاية المدة، ويشير أيضا هذا المؤشر إلى إجمالي قيمة الأوراق المدرجة في السوق ، وهناك من يفسرها بأنها تمثل قيمة أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية تبعا لسعر السوق وغالبا ما يقاس معدل رسملة السوق من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المقيدة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي، ويفترض المحللون الاقتصاديون إن معدل السوق يرتبط ارتباطاً وثيقاً مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر. (1)

(1) عباس كاظم جاسم الدعي، اثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الامريكى 1990-2006"، اطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه فلسفة في العلوم الاقتصادية، جامعة الكوفة، 2008، ص 121.

الشكل رقم (18): المؤشر العام لأسعار الأسهم نقطة TASI



إعداد الباحثة باعتماد على بيانات التقارير الإحصائية السنوية للسوق المالية السعودية وتقارير صندوق النقد العربي السعودي.

حسب التمثيل البياني لمؤشرات السوق المالية السعودية الشكل (15،16،17) استمرت سوق الأسهم السعودية خلال عام 2004 في أدائها المتحفز والقياسي للعام الثاني على التوالي ، محققة نموا كبيرا في مؤشرها العام حيث بلغ 85% متجاوزة معدل النمو القياسي الذي حققته عام 2003 والبالغ 76%، حيث ارتفع المؤشر العام للسوق من 4.437.58 نقطة في بداية العام إلى 8.206.2 نقطة.

كما بلغت القيمة السوقية لإجمالي أسهم الشركات المدرجة في السوق إلى 1148,6 مليار ريال مقارنة بنحو 589,93 مليار ريال في العام السابق، محققة معدل نمو سنوي يقدر بـ 95% محتلة المرتبة العشرين بين أهم وأكبر خمسين بورصة عالمية على مستوى القيمة السوقية في نهاية الربع الثالث من عام 2004.

ويعزى هذا التطور المتتالي للسوق بدء هيئة السوق المالية مزاوله مهامها وأعمالها في الإشراف والرقابة على السوق المالية، مما عزز الثقة في تعا ملات السوق، وأضاف عليها المزيد من التنظيم والشفافية، إضافة إلى إدراج شركات الصحراء واتحاد اتصالات التعاونية للتأمين. (4)

سجلت سوق الأسهم المحلية خلال عام 2006 انخفاضا في معظم مؤشرات أدائها مع انخفاض كبير في المؤشر العام للأسعار والقيمة السوقية للأسهم المصدرة، حيث سجل المؤشر العام انخفاضا سنويا نسبته 52,5% ليبلغ 7933,29 نقطة نهاية سنة 2006 مقارنة بـ 16712,64 نقطة نهاية السنة السابقة، وانخفضت القيمة السوقية للأسهم لمصدرة في نفس السنة 1225,86 مليار ريال مقارنة بـ 2438,2 مليار ريال في العام السابق.

سجل المؤشر العام لأسعار الأسهم المحلية خلال عام 2007 ارتفاعا سنويا نسبته 40,87% ليبلغ 11038,66 نقطة بنهاية السنة، إلى جانب ارتفاع القيمة السوقية للأسهم المصدرة من نفس السنة إلى 1946,35 مليار ريال مقارنة بالسنة الماضية.

سجل المؤشر العام لأسعار الأسهم المحلية خلال عام 2008 انخفاضا سنويا نسبته 56,5% ليبلغ 4802,99 نقطة بنهاية السنة وانخفضت القيمة السوقية للأسهم المصدرة في عام 2008 إلى 924,53 مليار ريال، مقارنة بحوالي العام السابق. من جهة أخرى بدأ المؤشر العام لأسعار الأسهم المحلية في الارتفاع منذ سنة 2009 إلى غاية سنة 2013 حيث لا تزال السوق المالية السعودية تتصدر الأسواق المالية العربية، حيث بلغت القيمة السوقية لها في نهاية سبتمبر 2013 ، نحو 422.8 مليار دولار، وتمثل هذه القيمة نحو 40.1% من القيمة السوقية الإجمالية للأسواق المالية العربية.

بلغت قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية مجتمعة خلال هذا الربع الثالث من سنة 2013 نحو 124.7 مليار دولار، مسجلة بذلك انخفاضا بنسبة 18.7%، وذلك بالمقارنة مع قيمة التداولات خلال الربع السابق. وقد جاء هذا التراجع بشكل أساسي من سوقي السعودية والكويت، حيث انخفضت قيمة الأسهم المتداولة خلال هذا الربع في السعودية بنحو 20.8 مليار دولار، وقد شكلت قيمة الأسهم المتداولة في ستة أسواق فقط وهي السوق المالية السعودية، وسوق الكويت، وسوقي الإمارات،

(1) مساعد نمر، تداول، مجلة سوق الأسهم السعودية، تقرير سوق الأسهم السعودية لعام 2004، العدد 11، شتاء 2005.

وبورصة قطر، والبورصة المصرية، ما نسبته 97.7% من إجمالي قيمة التداول في الأسواق المالية العربية مجتمعة خلال هذا الربع الثالث، وبلغت حصة السوق المالية السعودية وحدها نحو 67.2% . سجلت مؤشرات الأسعار الخاصة بالسوق المالية السعودية ارتفاعات متتالية خلال عام 2013، عاكسة بذلك الأداء الجيد للشركات فقد ارتفع مؤشر الصندوق لهذه السوق بنسبة 3.7% خلال الربع الثالث من عام 2013، أما مؤشر السوق المالية السعودية، فقد سجل بدوره ارتفاعا ملموسا عن السنة السابقة حيث بلغ 8535,6 مليار ريال، بنسبة تغير قدرت بـ 25,5%.

أما فيما يتعلق بالقيمة السوقية، ارتفعت هذه القيمة حيث بلغت 1752,86 مليار ريال سنة 2013 وقد ساهم في ارتفاع القيمة السوقية قيام السوق المالية السعودية بإدراج أسهم شركة الجزيرة تكافل تعاون برأسمال قدره 350 مليون ريال، بالإضافة إلى التحسن في أسعار الشركات . ونتيجة لهذا التحسن في القيمة السوقية، ارتفع متوسط القيمة السوقية للشركة الواحدة من 2.5 مليار إلى 2.63 مليار دولار. (1)

**المطلب الثالث: تأثير المؤشرات النقدية والمالية في السوق المالي.**

لطالما كانت الإجراءات الاقتصادية الموضوعة من طرف الدولة تؤثر على السوق المالية بشكل مباشر أو غير مباشر، ومن الملاحظ أن العديد من الأزمات المالية كانت بدايتها خلل في إجراءات سياسة اقتصادية ما، الأمر الذي يؤكد العلاقة الوطيدة بين السوق المالي والسياسة الاقتصادية، ومن المعلوم أن من بين الأسباب التي تجذب الاستثمارات لدولة ما هو إتباع سياسة اقتصادي تعمل على حماية وتحقيق أرباح للمستثمرين والعكس صحيح فلمؤشرات سوق الأوراق المالية استخدامات عديدة تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال، من جهة أخرى يمكن لمؤشرات أسعار الأسهم أن تتنبأ بالحالة الاقتصادية المستقبلية وذلك قبل حدوث أي تغيير قبل فترة زمنية.

والمملكة العربية السعودية بامتلاكها ثروة نفطية ساهمت في تطوير الاقتصاد السعودي، الذي ساهم بدوره في تطوير السوق المالية ، لذا كان لا بد من معرفة العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي السعودي والسوق المالية السعودية ، ومعرفة المتغيرات الاقتصادية التي تساعد على تطوير السوق المالية إلى جانب العائدات النفطية.

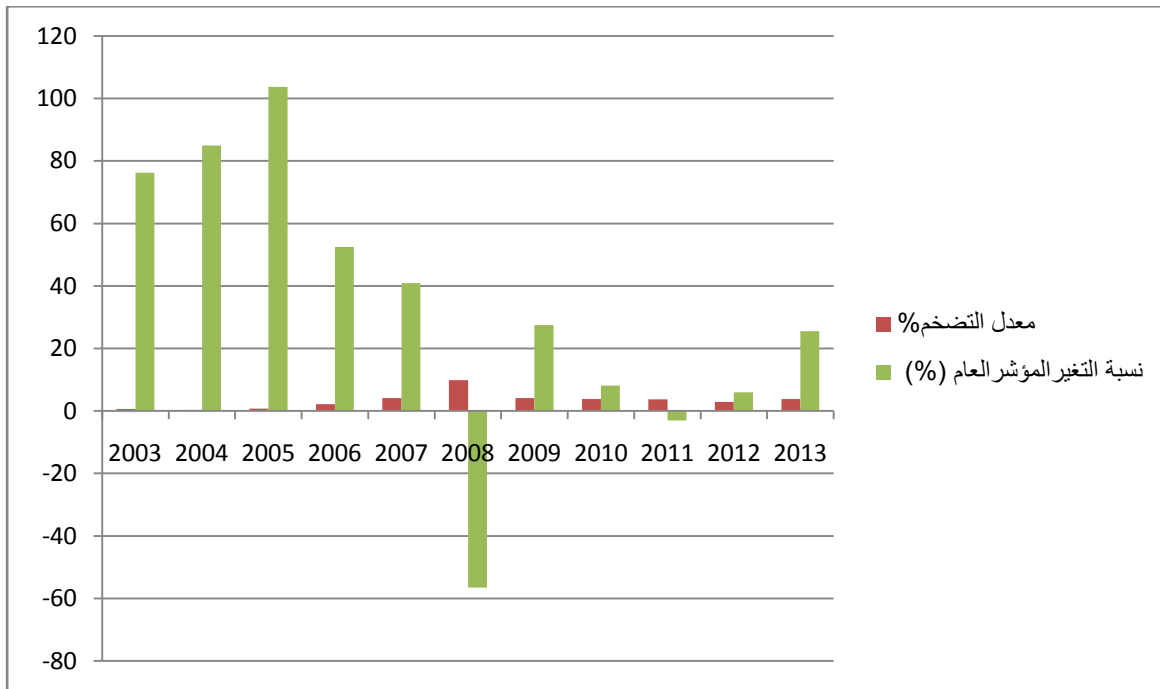
#### الفرع الأول: علاقة مؤشرات السياسة النقدية بالسوق المالية السعودية.

(1) صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية المنشرة الفصلية، الربع الثالث 2013، العدد 74، ص 33-34.

انطلاقاً من التمثيل البياني، نحاول معرف العلاقة بين مؤشرات السياسة النقدية، والسوق المالية وتحليلها، وتحديد ومدى تأثيرها على أداء السوق المالية السعودية.

أولاً: اثر التضخم على أداء السوق المالي السعودي.

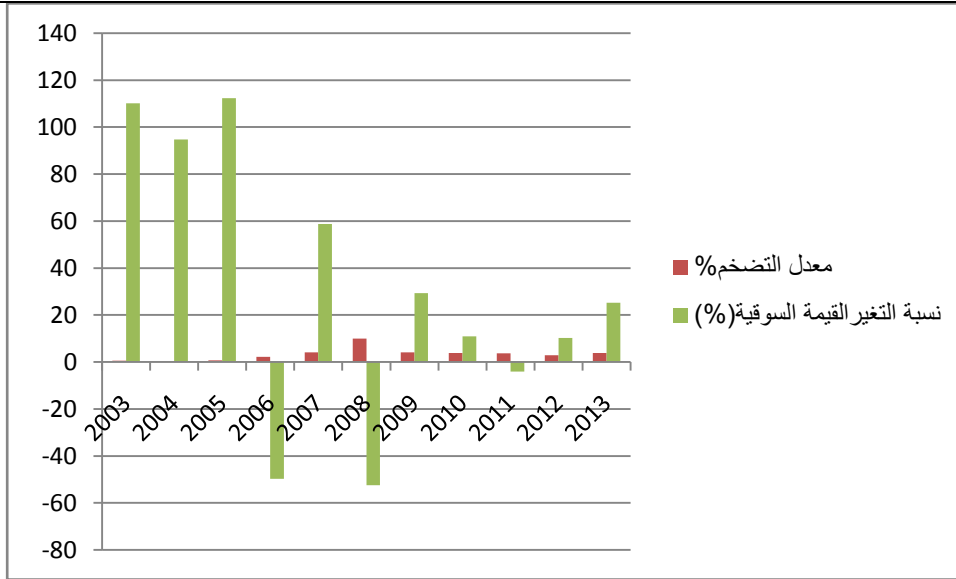
الشكل رقم(19): علاقة التضخم بالمؤشر العام لأسعار الأسهم.



إعداد الباحثة باعتماد على بيانات التقارير السوق المالية السعودية و صندوق النقد العربي السعودي

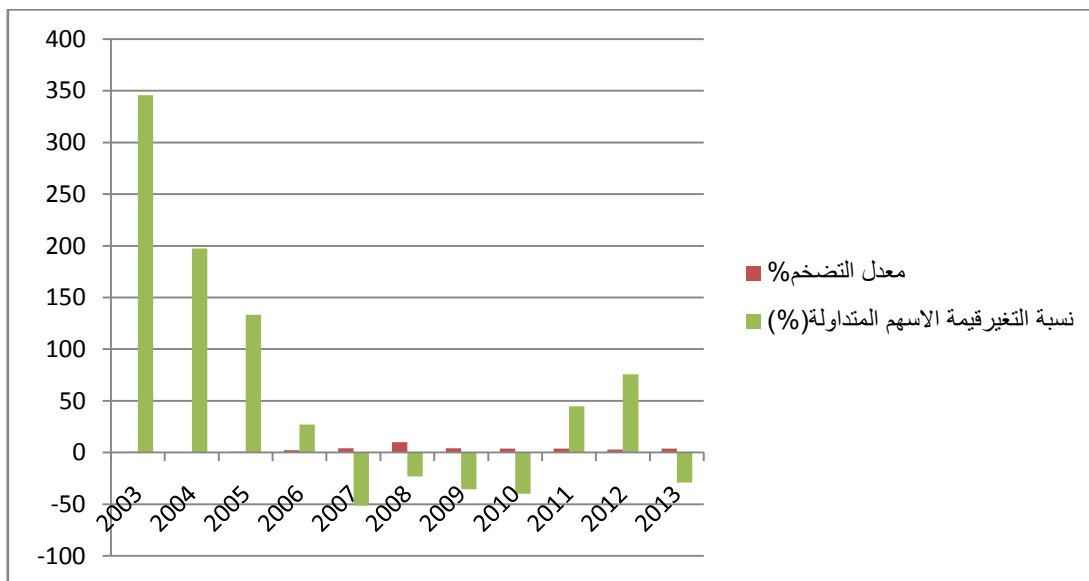
الشكل رقم(20): علاقة التضخم بالقيمة السوقية للأسهم المصدرة.





إعداد الباحثة باعتماد على بيانات التقارير السوق المالية السعودية و صندوق النقد العربي السعودي.

الشكل رقم(21): علاقة التضخم بالأسهم المتداولة.



إعداد الباحثة باعتماد على بيانات التقارير السوق المالية السعودية و صندوق النقد العربي السعودي.

إن الارتفاعات الضخمة في أسعار الأسهم عام 2005 ، والتسابق نحو الدخول والاستثمار في سوق الأسهم لاستغلال الأرباح السريعة والكبيرة، خلقت لدى فئة كبيرة من هؤلاء المتعاملين في السوق نزعة استهلاكية أدت إلى ظهور نمط سلوكي إنفاقي أسهم في تسريع وتيرة التضخم. ورغم حركة التصحيح التي حدثت في الربع الأول من عام 2006 ، إلا أن السلوك الاستهلاكي العشوائي الذي تكون عند شريحة من

المواطنين والمقيمين لم يكن بالإمكان تعديله بسهولة، حيث ارتفع معدل التضخم سنة 2006 مقارنة بالسنة السابقة (الجدول رقم 10) وبالمقابل انخفض المستوى العام لأسعار الأسهم من نفس السنة مقارنة بسنة 2005 (علاقة عكسية)، نتيجة لزيادة عرض النقد إلى 163,173 مليار دولار حسب تقرير مؤسسة النقد السعودية، ومن جهة أخرى فالنتائج المالية المحققة من قبل بعض الشركات لم تنعكس على السوق المالية السعودية وهذا راجع إلى أن الكثير من الاستثمارات (المضاربات قصيرة الأجل) تتم بناء على تسريب معلومات وليس اعتماداً على البيانات النتائج المالية، وفي بعض الأحيان فان معلومات الاندماج أو إبرام العقود تكون أكثر تأثيراً من المعلومات المالية، إلى جانب ارتفاع الأسعار وبالتالي أسعار الفائدة والانخفاض في الطلب على الموجودات المالية ومن ثم تراجع القيمة الحاضرة للأصل المالي.<sup>(1)</sup>

ومن الملاحظ حسب التمثيل البياني فان التضخم سجل أعلى نسبة له سنة 2008 وصول الأزمة المالية العالمية إلى ذروتها وزيادة الإنفاق الحكومي، والذي صاحبه انخفاض في المستوى العام لأسعار، ومن الملاحظ أن العلاقة بين التضخم والمستوى العام لأسعار الأسهم متفاوتة بين العكسية والطرديّة.

من جهة أخرى فان الانخفاض والارتفاع الغير مستقر في أسعار الأسهم تبعه نفس الأثر على القيمة السوقية للأسهم المصدرة. ومن الملاحظ حسب التمثيل البياني في الشكل رقم (21) فالارتفاع في التضخم أدى إلى الانخفاض في قيمة الأسهم المتداولة بسبب نقص الاستثمار في الأسهم وهذا راجع للارتفاع في قيمة المؤشر العام والقيمة السوقية لأسعار الأسهم.

#### ثانياً: اثر سعر الفائدة على أداء السوق المالي السعودي.

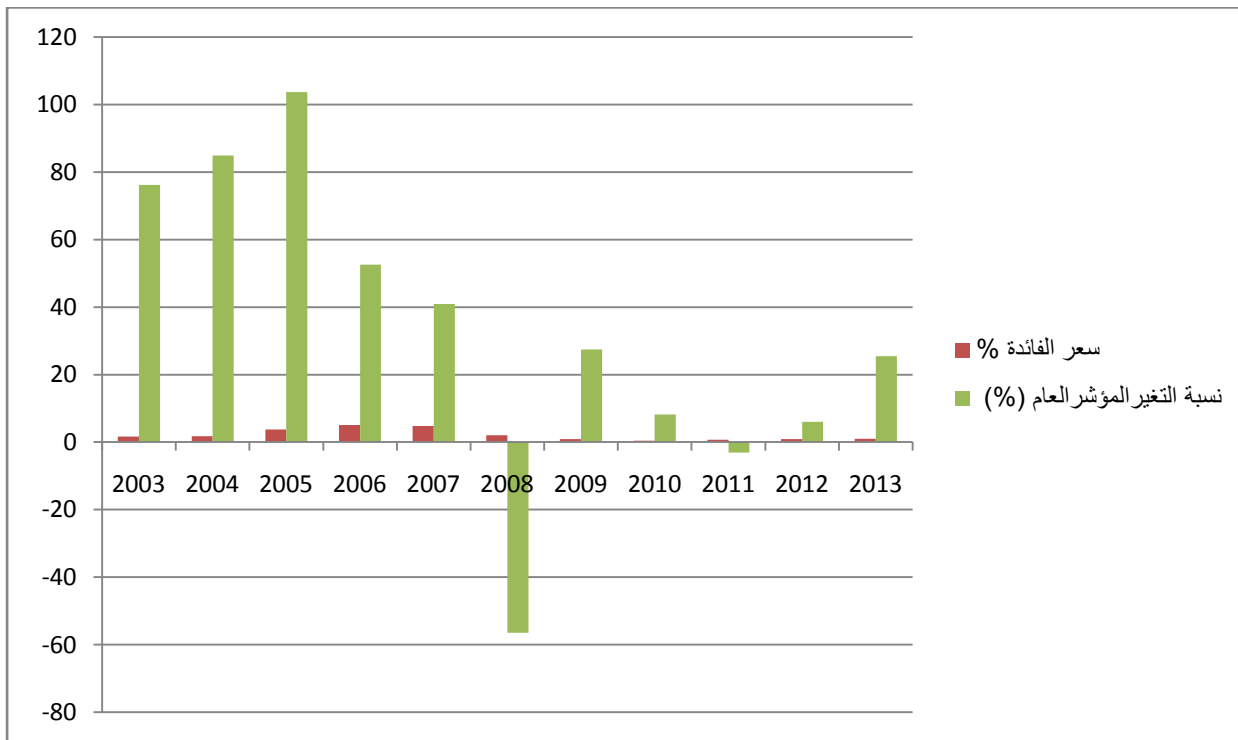
تعتبر الودائع المنافس القوي للاستثمار في أسواق الأسهم باعتبار الودائع عديمة الأخطار، خصوصاً في الظروف الاستثنائية، الاقتصادية أو السياسية، حيث يفضل معظم المستثمرين الابتعاد عن الأخطار والإقبال على الودائع رغم محدودية عائدها. فالانخفاض في سعر الفائدة على الودائع من شأنه تعزيز حجم الطلب على الأسهم وبالتالي الارتفاع في أسعار أسهم الشركات المدرجة في الأسواق المالية، نتيجة تحسن ربحية الشركات وتوزيعاتها مما يؤدي إلى انخفاض ريع الأسهم، أو ما يطلق عليه العائد النقدي،

(1) أحمد حسين علي هيتي، بختيار صابر محمد، أثر تقلبات الإيرادات النفطية في مؤشرات الاقتصاد الكلي وأداء أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي. مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 4 العدد 7، العراق، 2011، ص

وهذا بسبب الارتفاع الكبير للمؤشر العام للأسهم وبالتالي ارتفاع القيمة السوقية لها، ما يعكس أداء الاقتصاد الكلي ونمو قطاعاته الاقتصادية المختلفة.

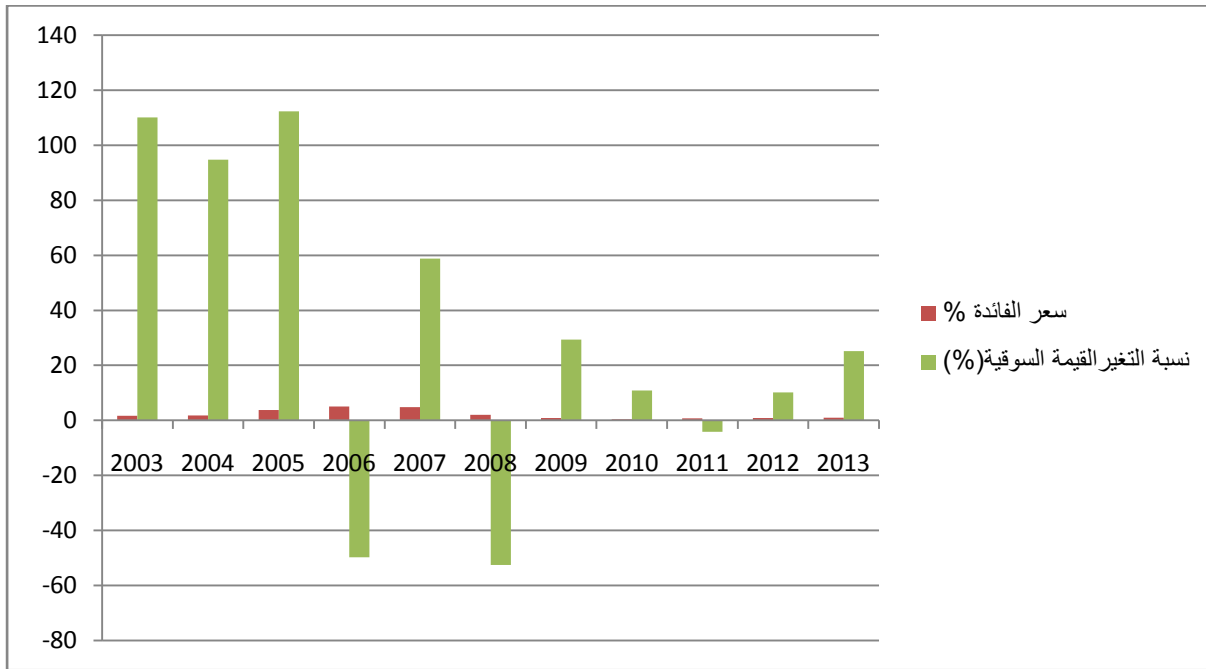
حافظت أسعار الفائدة في المملكة العربية السعودية على اتجاهها التصاعدي الذي ابتدأ في عام 2004 انسجاماً مع الاتجاه العام لارتفاع أسعار الفائدة في الأسواق المالية الدولية وإثر المزيد من التعديلات التصاعدية التي أجرتها مؤسسة النقد على معدلات العائد الرسمي على اتفاقيات إعادة الشراء. ويعزى ذلك أيضاً إلى أن مؤسسة النقد لم ترفع من معدل سياستها النقدية إلا بنحو 30 نقطة أساس فقط من أجل تفادي مخاطر التأثير الحاد على زخم النمو الاقتصادي، ومن الملاحظ حسب التمثيل البياني (شكل رقم 22) أن عدم وجود تأثير كبير بين سعر الفائدة على الودائع و المؤشر العام والقيمة السوقية للأسهم من جهة، ومن جهة أخرى العلاقة الطردية بين سعر الفائدة و قيمة الأسهم المتداولة (شكل رقم 24).

الشكل رقم(22): علاقة سعر الفائدة بالمؤشر العام لأسعار الأسهم.



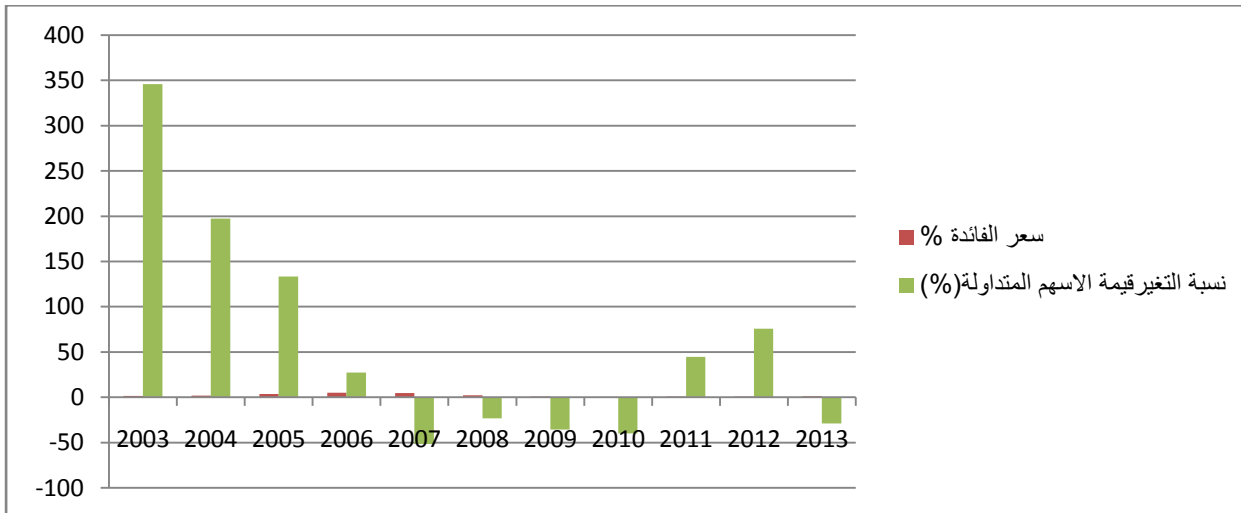
إعداد الباحثة باعتماد على بيانات التقارير السوق المالية السعودية و صندوق النقد العربي السعودي.

الشكل رقم(23): علاقة سعر الفائدة بالقيمة السوقية للأسهم المصدرة.



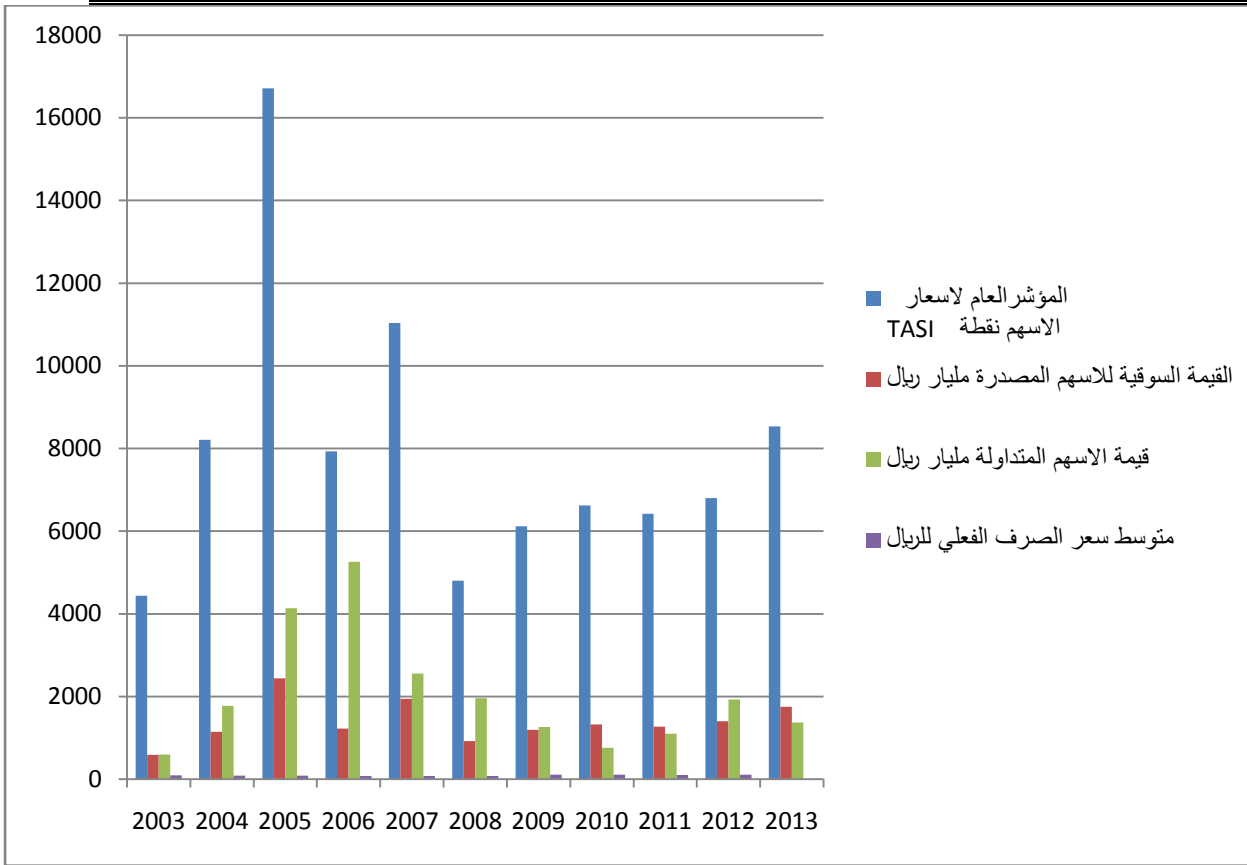
إعداد الباحثة باعتماد على بيانات التقارير السوق المالية السعودية و صندوق النقد العربي السعودي.

الشكل رقم(24): علاقة سعر الفائدة والأسهم المتداولة.



إعداد الباحثة باعتماد على بيانات تقارير السوق المالية السعودية و صندوق النقد العربي السعودي.

الشكل رقم(25): اثر متوسط سعر الصرف على أداء السوق المالي السعودي.



إعداد الباحثة باعتماد على بيانات تقارير السوق المالية السعودية و صندوق النقد العربي السعودي.

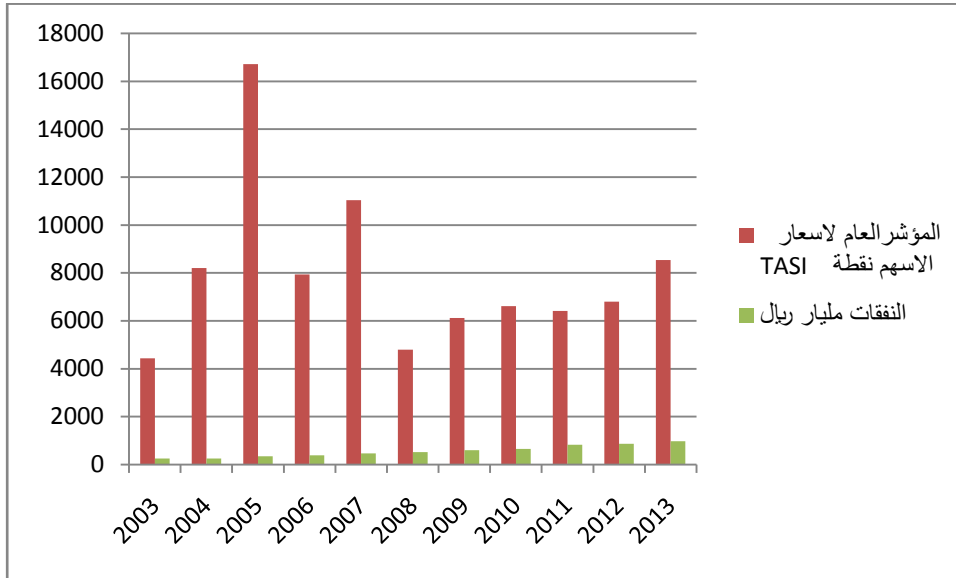
حسب (الشكل رقم 25) نلاحظ عدم وجود تأثير لمتوسط سعر الصرف على أداء السوق المالي، حيث أنه وعلى الرغم من أن زيادة في المؤشر العام لأسعار الأسهم خلال الفترة 2003-2005 (الجدول رقم 11)، رافقها انخفاض في متوسط سعر الصرف (جدول رقم 10) إلا أن هذه العلاقة العكسية لم يكن لها تأثير كبير، حيث كان شبه منعدم. وهذا لم يقتصر على مؤشر السهم بل حتى على قيمة الأسهم المتداولة، والقيمة السوقية للأسهم المصدرة

وقد شهدت الفترة 2009-2013 ارتفاع في متوسط سعر الصرف حيث وصل إلى 105 ريال بعد أن بلغ 80,3 ريال خلال سنة 2008، ليعاود الانخفاض خلال 2010-2011، ويصل بعد ذلك إلى 106,8 ريال سنة 2012، من الملاحظ حسب التمثيل البياني (شكل رقم 25) أن تغيرات متوسط سعر الصرف لم تؤثر على المؤشر العام لأسعار الأسهم، والقيمة المتداولة لها، التي شهدت زيادة خلال نفس الفترة، مما يؤكد عدم تأثير سعر الصرف على أداء الأسواق المالية، وقد يرجع هذا لقلّة الاستثمارات الأجنبية داخل المملكة بسبب بعض الشروط المتبعة أثناء عملية التعامل، فمثلا لا يسمح للأجانب بامتلاك أسهمه ما لا يشكل غير مباشر عن طريق صناديق الاستثمار التي تديرها البنوك المحلية.

الفرع الثاني: علاقة مؤشرات السياسة المالية بالسوق المالية السعودية.

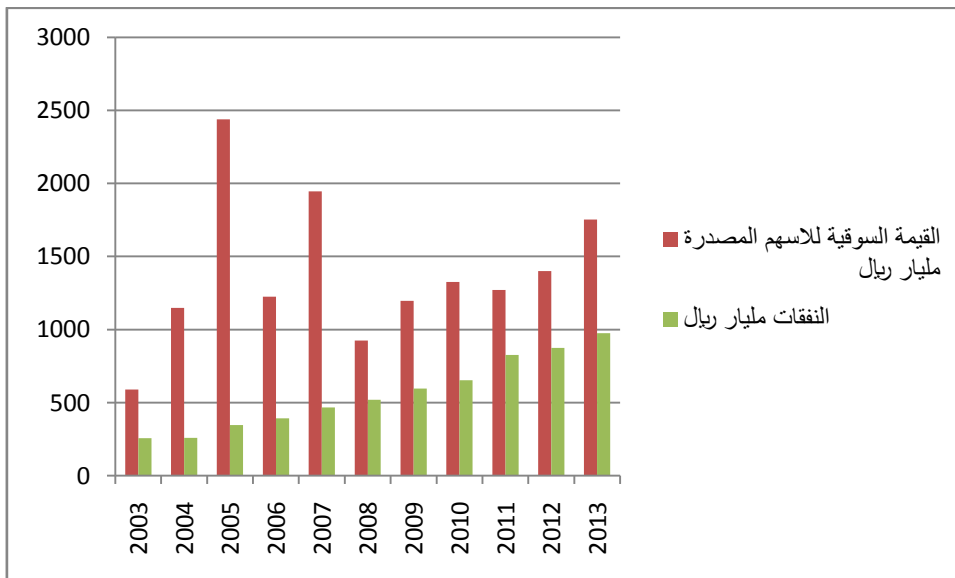
أولاً: اثر النفقات على أداء السوق المالي السعودي.

الشكل رقم(26) : علاقة النفقات بالمؤشر العام لأسعار الأسهم.



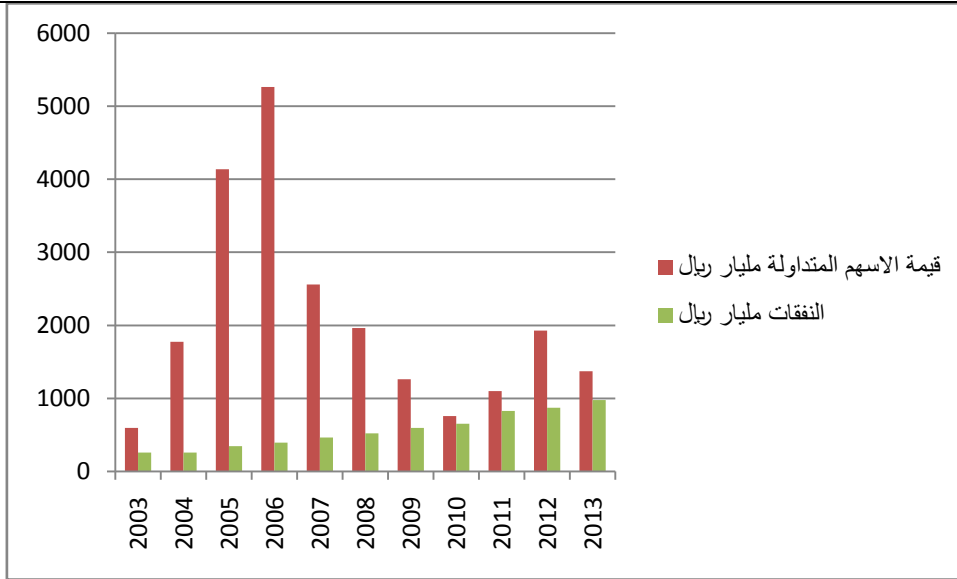
إعداد الباحثة باعتماد على بيانات تقارير السوق المالية السعودية و صندوق النقد العربي السعودي.

الشكل رقم(27) : علاقة النفقات بالقيمة السوقية للأسهم المصدرة.



إعداد الباحثة باعتماد على بيانات تقارير السوق المالية السعودية و صندوق النقد العربي السعودي.

الشكل رقم(28) : علاقة النفقات بالأسهم المتداولة.



إعداد الباحثة باعتماد على بيانات تقارير السوق المالية السعودية و صندوق النقد العربي السعودي.

من الملاحظ حسب التمثيل البياني لعلاقة النفقات بالسوق المالية في المملكة التزايد المستمر لكلا من

حجم النفقات، وقيمة الأسهم المتداولة، وهذا عائد لاعتماد المملكة خطط اقتصادية من شأنها تعزيز وتطوير الاقتصاد السعودي مما يساعد على جذب الاستثمارات الأجنبية وتشجيع الاستثمارات الخاصة داخل المملكة، وقد اعتمد عند إعداد الميزانية العامة للدولة عام 2006 استثمار الموارد المالية بشكل يحقق متطلبات التنمية الشاملة وإعطاء الأولوية للخدمات التي تمس المواطنين كالصحة والتعليم، ومشروعات البنية الأساسية، إضافة إلى التركيز على الإنفاق الرأسمالي حيث تضمنت مشاريع تنمية جديدة في جميع المملكة من شأنها توفير فرص العمل وتشجيع الاستثمار الخاص<sup>(1)</sup>، ولا تزال المملكة إلى يومنا تعمل على تخصيص مبالغ مالية خاصة لتطوير السوق المحلية السعودية مما عمل على توفير بيئة تساعد على جذب الاستثمارات وتحسين المشاريع، مما يمنح نفس جديد للسوق المالية من خلال إدراج شركات جديدة و لتكون مواكبة لقوة ومتانة الاقتصاد السعودي حيث وصل عدد الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية نهاية عام 2013 إلى 163 شركة.

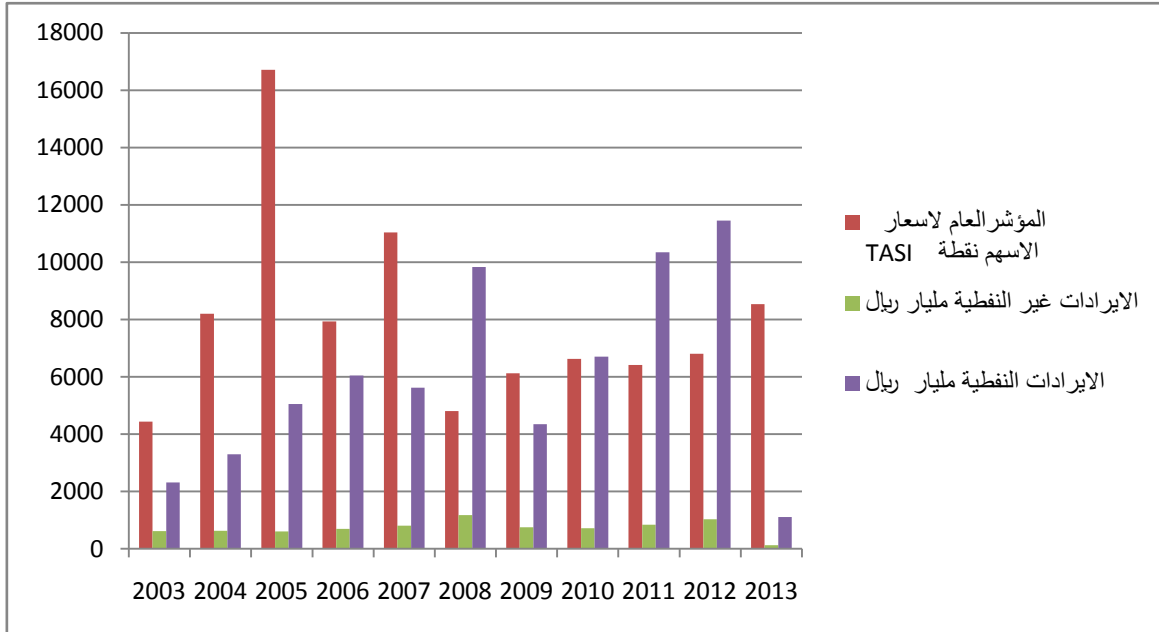
رغم التقدم الملحوظ الذي حققته المملكة من خلال التزايد المستمر و بسخاء في الإنفاق لأسباب أبرزها مواجهة الأزمة الاقتصادية العالمية، ومعالجة مشاكل البطالة والإسكان ، إلا أنها تسعى إلى كبح

(1) مؤسسة صندوق النقد العربي السعودي، الإدارة العامة للأبحاث الاقتصادية والإحصاء، التقرير السنوي 43، المملكة العربية

جماح النمو عبر خفض النفقات لان الاقتصاد السعودي تشبع بشكل كبير ولم يعد يستوعب النفقات الحكومية الكبيرة.

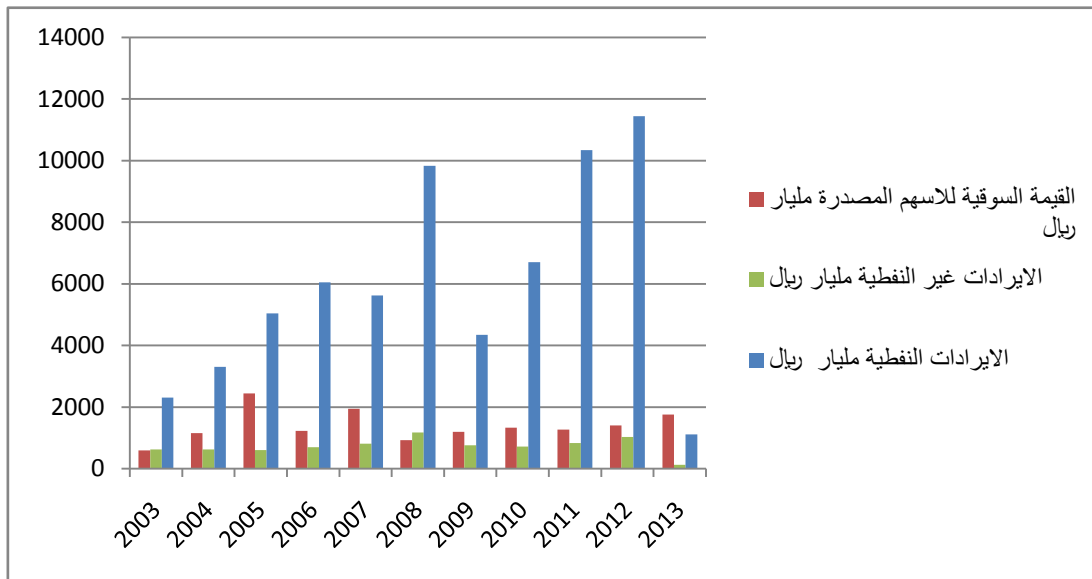
ثانياً: اثر الإيرادات على أداء السوق المالي السعودي.

الشكل رقم(29): علاقة الإيرادات بالمؤشر العام لأسعار الأسهم.



إعداد الباحثة باعتماد على بيانات تقارير السوق المالية السعودية و صندوق النقد العربي السعودي.

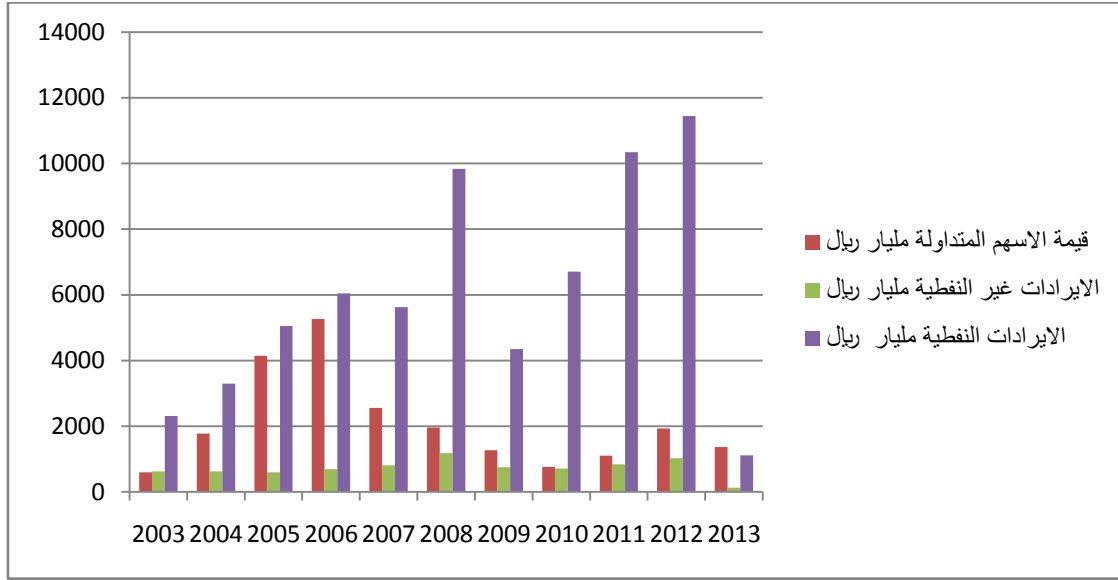
الشكل رقم(30): علاقة الإيرادات بالقيمة السوقية للأسهم المصدره.



إعداد الباحثة باعتماد على بيانات تقارير السوق المالية السعودية و صندوق النقد العربي السعودي.



الشكل رقم(31): علاقة الإيرادات بالأسهم المتداولة.



إعداد الباحثة باعتماد على بيانات تقارير السوق المالية السعودية و صندوق النقد العربي السعودي.

تمثل الإيرادات من أهم المصادر التي تعتمد عليها الدولة لتغطية مصاريفها وتمويل المشاريع، والمملكة العربية السعودية تعتبر من بين الدول التي تعتمد على عائداتها النفطية، باعتبارها دولة منتجة للبترو، وتعتمد على الصناعات البتروكيمياوية، ومن الملاحظ حسب التمثيل البياني لعلاقة الإيرادات النفطية وغير النفطية بالسوق المالي، أن لها تأثير على السوق المالية، غير أن الإيرادات غير النفطية تأثيرها على السوق المالي أقل من الإيرادات النفطية، حيث أن هذه الأخيرة كان لها تأثير مباشر، فالارتفاع في الإيرادات النفطية صاحبه الزيادة في المؤشر العام لأسعار الأسهم والقيمة السوقية للأسهم المصدرة، وكذا زيادة حجم التداول، وقد كان للازمة العالمية تأثيرها حيث منذ ظهور بواذر الأزمة، بدأت تمد بجذورها كل العالم مما جعل أسعار البترول تتذبذب بين الصعود والنزول ما صاحبه عدم استقرار الإيرادات النفطية حسب التوقعات الموضوعة من طرف المملكة العربية السعودية، فتخوف المستثمرين والمتعاملين في السوق المالي ساهم في انخفاض المؤشر العام لأسعار الأسهم والقيمة السوقية وحجم التداول، في السوق المالية السعودية. إلا أن المملكة تمكنت من استدراك هذا التذبذب وعادة عائداتها النفطية للارتفاع لتؤثر مرة مجددا على مؤشرات السوق المالية وتساهم في زيادتها.

## خلاصة الفصل الرابع.

تعتبر السوق المالية السعودية من الأسواق المالية المتقدمة عربيا ، والناشئة عالميا نظرا للإمكانيات النمو الاقتصادي الذي تتمتع به المملكة وأيضا بفضل الجهود المبذولة من طرف المسؤولين فيها، من خلال وضع قوانين جديدة وهيئات تنظيمية تساعد السوق المالية على مواكبة التطورات الحاصلة في العالم، مما يدل على المراقبة المستمرة من طرف المسؤولين على ما يحدث من تغيرات اقتصادية وغيرها في الدول الأخرى.

وتعد الإيرادات النفطية في المملكة أهم مصدر مالي تعتمد عليه لتمويل اقتصادياتها، غير أن التخوف من الأزمات التي قد تؤدي إلى تقلبات اقتصادية جعلت المملكة السعودية تعمل على تنويع منتجاتها دون الاعتماد على مصدر واحد من اجل زيادة إيراداتها والتي تساعد على تغطية العجز عند حدوث أزمة على مستوى أسعار النفط ما يجعل الإيرادات النفطية تنخفض.

كما أن للسياسة الاقتصادية اثر كبير وجد هام على أداء الأسواق المالية، فمن الملاحظ أن السياسة النقدية تؤثر من خلال أهم قنواتها سعر الفائدة، والتضخم فكلاهما لها تأثير على السوق المالية السعودية حسب الوضع الاقتصادي الذي تمر به المملكة هذا من جهة ، ومن جهة أخرى وحسب النتائج المتوصل لها فان اكبر تأثير على السوق المالية السعودية هو الإيرادات النفطية، وهذا رغم الجهود المبذولة من طرف الملكة لتنويع منتجاتها والهروب من المنتج الواحد إلا أنها تبقى تعتمد بشكل كبير على الإيرادات النفطية.

# الخاتمة العامة

## خاتمة عامة.

تعتبر أسواق الأوراق المالية أحد الآليات الهامة لتجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، فهي تؤدي دور الوسيط بين المستثمرين وبين الجهات المصدرة للأوراق المالية، كما تمنح من جهة أخرى للأفراد وصغار المستثمرين فرصاً متنوعة لتوظيف مدخراتهم وتسهيل للمنشآت إيجاد مصادر تمويل متنوعة، فمن خلال الدراسات التي تم التطرق لها الخاصة بالتنمية الاقتصادية والتي تؤكد على الدور الفعال والهام للسياسات الاقتصادية خاصة النقدية والمالية في تمويل التنمية أصبح لزاماً على الدول الاهتمام بالبنية الاقتصادية واتخاذ الإجراءات حسب الظروف التي تعاني منها الدول من جهة، والظروف المحيطة بالعالم من جهة أخرى نظراً لترابط الاقتصاد بين الدول، بسبب تنوع العملات المتداولة في الأسواق بصفة عامة، والأسواق المالية بصفة خاصة.

تعتبر السياسات الاقتصادية الجيدة والفعالة والتي تتماشى مع أوضاع الدولة، وسيلة جد هامة لتطوير الأسواق المالية، خاصة في الدول العربية حيث تتميز هذه الأخيرة ببيئة استثمارية تساعدها على جذب المستثمرين، الأجانب والمحليين، مما يمكنها من امتلاك اقتصاد قوي ومتميز وموارد مالية ومنتوعة، يشكل بدوره أداة فعالة في تطوير الأسواق المالية من خلال أسعار الفائدة، أسعار الصرف، الإيرادات المتنوعة (نפטية وغير نفطية)... الخ، ففيما يخص أسعار الفائدة فإنها تتم من خلال اتخاذ قرارات وقوانين مصرفية جيدة (البنك المركزي)، فعند ارتفاع سعر الفائدة فإن هذا من شأنه أن يؤدي إلى هروب المستثمرين، والعكس صحيح، من جهة أخرى محاولة تنويع المنتجات داخل الدول يساعدها على التحوط في حال حدوث أزمة مالية أو اقتصادية.

وتعتبر السياسات المالية والنقدية من أهم تقسيمات السياسة الاقتصادية لما لها من تأثير مباشر على الاقتصاد الوطني من خلال قنواتها، حيث تؤثر أدوات السياسة النقدية على أداء السوق النقدي المتمثل في البنوك، والتي تمثل بدورها إحدى الركائز الأساسية وإحدى أهم معايير تطور الدول، من جهة أخرى تؤثر السياسة المالية من خلال إيراداتها، التوزيع الأمثل لمواردها، وتنويع الاقتصاد الوطني، وتشكل الإيرادات النفطية أهم إيرادات الدول النفطية، فكل تغير في أسعار النفط سواء بالزيادة أو النقصان له تأثير كبير على أداء الأسواق المالية، حيث يؤدي إلى ارتفاع وانخفاض أسعار الأسهم المتداولة فيها، مما يؤثر على أدائها.

إن من أكبر المشاكل والعوائق التي تعاني منها الدول العربية، غياب العدالة في الحصول على المعلومات مهما كان نوعها، سواء فيما يتعلق بالنظام المصرفي أو الأسواق المالية، المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق، الأمر الذي يمس في الصميم مصداقية الأسواق، وعدم التزام عدد كبير من الشركات المساهمة بالمعايير المحاسبية الدولية، لذا فإن المستثمرون ينتظرون التقارير السنوية (سنة كاملة) التي تصدرها المؤسسات المقيدة في البورصة لكي يتحصل على بعض البيانات المالية التي تعتبر سطحية وعامة مقارنة مع البورصات المتقدمة، في حين يتمكن مستثمرون آخرون من الحصول عليها عن طريق التلاعب والتحايل مما يعيق المستثمر أثناء اتخاذ قرار الاستثمار، مما نتج عنه تدفق الاستثمارات العربية نحو البورصات العالمية التي تتميز بمستوى عال من الإفصاح. مما يؤكد على العلاقة التي تربط بين الأسواق المالية ووضعية الاقتصاد فهي تعكس الحالة الاقتصادية الحقيقية للدولة، مما يؤكد على تأثيرها بعوامل عديدة موضوعية، وذاتية حيث إن التقلبات في أسعار الأسهم والسندات تتأثر بالوضع الداخلي للدولة، وحتى الخارجي من الدول الأخرى.

### نتائج الدراسة.

من خلال دراستنا وانطلاقاً من النتائج المتحصل عليها أثناء دراسة العلاقة بين المؤشرات النقدية والمالية ومؤشرات السوق المالية السعودية يمكننا القول أن المملكة العربية السعودية تولي اهتماماً كبيراً للسياسات التي تتبعها، حيث تعمل كل سنة على تصحيح وزيادة قوانين جديدة تسمح لها بتطوير اقتصادها، وكذا سوقها المالي، وأكبر دليل هو إنشائها لهيئة السوق المالية، وتطوير نظام التداول الإلكتروني وكل هذا لتجنب الوقوع في نفس ثغرات السنوات التي مضت، ومن أهم ما توصلت إليه الدراسة الجهود المبذولة من طرف المملكة لتنويع منتجاتها بدل الاعتماد على العوائد النفطية البتروكيماوية والغازات بشكل أساسي حيث قامت بتوقيع اتفاقيات شراكة عالمية وعربية، وأيضاً عملت على تقوية جهازها المصرفي وتحسين سياستها النقدية، والتركيز على تحقيق كل أهداف المربع السحري (التوازن الاقتصادي، البطالة، التضخم، معدل النمو) دون إهمال أو إعطاء أولوية لهدف دون الآخر ومن النتائج المتوصل إليها ما يلي:

1. الأهمية الكبيرة للأسواق المالية ودورها الفعال في تنشيط الاقتصاد جعلها الركيزة الأساسية لكل دولة إلى درجة أن كل ما يؤثر عليها سواء سلبي أو إيجابا فهو ينعكس على الدولة وعلى العالم ككل خاصة إذا تعلق الأمر بالأسواق المالية المتقدمة.
2. انعدام الثقة بين الدول العربية أثناء التعامل، وقلة الشراكات العربية خاصة بعد الأحداث السياسية الأخيرة والتوجه إلى التعاملات وعقد اتفاقيات مع دول أجنبية، سمح بخروج الأموال العربية وعدم الاستفادة منها داخل الحدود العربية، وأعاق عمليات التنمية الاقتصادية من خلال التوجه إلى الاقتراض الخارجي والوقوع في أزمة ديون.
3. إن القيام بعملية خفض سعر الفائدة على الودائع في البنك المركزي السعودي أدى إلى تعزيز حجم الطلب على الأسهم، غير أن أثر سعر الفائدة على مؤشرات السوق المالية السعودية لم يكن جد كبير.
4. من خلال ما سبق فإن قرار رفع أو خفض سعر الفائدة تحكمه مجموعة من الآليات والمحددات من بينها الحد من القفزات المتتالية في معدل التضخم وتشجيع وزيادة حجم الائتمان الموجه للمشروعات الاستثمارية مما يساهم في خفض التكلفة الإنتاجية للسلعة.
5. تعتبر الإيرادات من أهم المصادر التي تعتمد عليها الدولة لتغطية مصاريفها وتمويل المشاريع، والمملكة العربية السعودية تعتبر من بين الدول التي تعتمد على عائداتها النفطية، باعتبارها دولة منتجة للبترو، وتعتمد على الصناعات البتروكيماوية.
6. يعتبر وجود سياسة اقتصادية كلية عامة ثابتة ومستديمة، شرطا ضروريا للاستفادة من الإمكانيات التي تتيحها العولمة المالية، مع مبدأ تشجيع الاستثمار وتعزيز البيئة الاستثمارية، التي تساعد على دخول رؤوس الأموال الأجنبية ومن ثم تحسين النشاط الاقتصادي الذي يساهم في تفعيل الأسواق المالية العربية.
7. عدم وجود أسواق مالية ونقدية نشطة تتعامل بأدوات الاستثمار الإسلامية المستخدمة في السوقين المالي والنقدي، وعدم قدرة المصارف الإسلامية على الاستفادة من السندات الحكومية التي تصدرها المصارف المركزية والتي غالبا ما تشكل مجالا رحبا لاستثمار الفوائض المالية لدى المصارف.
8. ونظرا لأن الأسواق المالية هي الإطار الذي تتحدد فيه القيمة السوقية للأدوات المالية، لابد من الاهتمام بتحسين نشاطها، وزيادة كفاءتها.

9. على أسواق الأوراق المالية العربية أن توحد الجهود وتكثف العمل قصد النهوض، بالأسواق العربية والتصدي للصدمات التي يمكن أن تحول دون تطورها.
10. ضرورة خلق تكامل بين الأسواق المالية العربية، والتقليل من اللوائح التي من شأنها إبعاد المستثمر.
11. أصبح لزاما على السوق المالية العربية التخفيف من القوانين التي تخضع المستثمر لها، وتمكينه من اختيار الطريقة الأنسب والأسهل أثناء التعامل.
12. إن فك ارتباط الريال بالدولار تدريجيا سيجعل المملكة العربية السعودية تمتلك عمله قويه وسيوفر قدره شرائية هائلة، والاهم سيعزز قدرات الاقتصاد السعودي ويقلل من اعتماده على النفط، فرغم كل محاولات التنوع في المنتجات لازال الاقتصاد السعودي يعتمد وبشكل كبير على العائدات النفطية، حيث أن سعر النفط يتحدد انطلاقا من السياسة الأمريكية، وحسب ما يخدم مصالحها.
- نتائج اختبار الفرضيات.**

بعد هذا العرض لأهم النتائج التي تم استخلاصها من خلال معالجة مشكلة هاته الدراسة تأتي إلى اختبار فرضيات البحث التي جاءت في مقدمته وهي كما يلي:

1. رغم محاولات الدول العربية للنهوض بأسواقها المالية، إلا أنها لم تنجح، ويعود ذلك لكثرة التشريعات واللوائح التنظيمية، وعدم توحيد المصطلحات الخاصة بالتداول، إضافة إلى الظروف السياسية التي تعتبر من أهم العوامل التي تتحكم بها.
- هذا ما يؤكد صحة الفرضية الأولى التي تمثلت في وجود جملة من الأسباب التي تحول دون تطوير وتفعيل الأسواق المالية العربية، رغم الجهود المبذولة من طرف الدول العربية.
2. إن تطبيق سياسة نقدية أكثر فعالية، وموازنة عامة أكثر شفافية من شأنها مجتمعة أن تحقق التوازن الاقتصادي، الذي يساعد على امتلاك أسواق مالية ذات كفاءة.
- وهنا تتأكد صحة الفرضية التي تمثلت في أن للسياسات النقدية والمالية أثرا في أداء الأسواق المالية، إلا أن درجة تأثير كل سياسة تختلف و تتباين من بلد إلى آخر تبعا لمستوى النشاط الاقتصادي في ذلك البلد.

3. رغم الدور الكبير الذي تلعبه أدوات السياسة النقدية، خاصة سعر الفائدة على مستوى النشاط الاقتصادي، وتأثيرها المباشر والقوي على أداء الأسواق المالية، إلا أن تأثير السياسة المالية لا يقل

أهمية ففي حالة الركود أو الكساد تستخدم أدوات السياسة المالية للضغط على أسعار الفائدة وتنشيط الإنفاق الاستثماري أو الإنفاق على السلع الاستهلاكية من خلال توفير القروض الحكومية وبأسعار منخفضة، وأيضاً من خلال سياسة العجز المالي حيث تعتبر من أبرز الوسائل التي تستخدمها السلطة المالية لاستعادة التوازن الاقتصادي ورفع معدلات النمو الاقتصادي، وتمارس هذه السياسة تأثيرها في السوق المالية عن طريق زيادة عرض السندات الحكومية أو عن طريق التأثير في هيكل أسعار الفائدة.

وهنا تأكد عدم صحة الفرضية التي تعتبر أدوات السياسة النقدية أكثر تأثيراً على الأسواق المالية.

4. إن الجهود المبذولة من طرف المملكة العربية السعودية، ومحاولاتها لتحسين سياستها الاقتصادية، بما يتماشى والظروف الحالية ساعدها على امتلاك سوق مالي جيد، يعكس مدى متانة اقتصادها، وقدرتها على امتلاك سوق مالي قادر على منافسة الأسواق المالية الكبرى. وهذا يؤكد صحة الفرضية الأخيرة والتي تمثلت في، استطاعت المملكة العربية السعودية النهوض بسوقها المالي من خلال تطبيقها لسياسة اقتصادية جيدة وفعالة.

### التوصيات المقترحة.

1. لا بد للمملكة أن تضع إجراءات فعالة ومراقبة على مستوى السلطات النقدية، لتفادي التأثيرات السلبية للسياسة النقدية على السوق المالية.
2. ضرورة الربط بين قنوات السياسة الاقتصادية من أجل إحداث تكامل بينها.
3. لا بد على الدول خاصة العربية، وبالأخص النفطية التنويع في المنتجات وعدم الاعتماد على المنتج الوحيد الذي يمكن له قلب موازين الاقتصاد والوقوع في أزمات لا مفر منها، ومواجهتها تكون جد مكلفة. خاصة بعد ما حدث مؤخراً من انخفاض أسعار البترول بشكل كبير، الأمر الذي اثر على كل الدول النفطية.
4. تشجيع إنشاء الشركات المتخصصة في تحليل البيانات والمعلومات ونشرها.
5. ضرورة وجود سوق مالية عربية موحدة تساهم في تقوية الأسواق المالية العربية، وتكون مصدر تمويل في حالات العجز لتجنب الوقوع في أزمة ديون طويلة المدى. وخلق مصدر تمويل جديد يغني عن اللجوء إلى الدول الأوروبية أو الأمريكية ذات الأسواق المالية المتطورة.



6. تحسين المناخ الإسلامي الملائم لجذب الاستثمارات العربية، حيث تمثل الأموال العربية نسبة كبيرة من أحجام الأموال المتداولة في الأسواق المالية الأجنبية.
  7. ضرورة الربط بين كل الأنظمة داخل الدولة لامتلاك اقتصاد قوي يظهر من خلال أداء الأسواق المالية.
  8. رفع معدل نمو الاستثمارات من خلال توفير مناخ جاذب للاستثمار، وتشجيع وتفعيل برامج التشغيل والاهتمام بالمشروعات الصغيرة والمتوسطة.
  9. ترشيد مسيرة البنوك الإسلامية والأسواق المالية الإسلامية، من خلال تدريب وتكوين إطارات في مجال أعمال البنوك الإسلامية يستطيعون فهم وتطبيق الصيغ الإسلامية في المعاملات المالية سواء على مستوى البنوك أو الأسواق المالية.
  10. تفعيل دور أسواق المال العربية في توفير التمويل اللازم للمشروعات العربية الكبرى.
  11. توفير محيط تنافسي في السوق المالي وذلك عن طريق فتح المجال لمصارف جديدة سواء محلية أو أجنبية والحد من انتشار احتكار القلة.
  12. استخدام الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية، زيادة الرقابة المصرفية وإتباع المعايير الدولية كمعيار لجنة بازل لكفاية رأس المال يساعد في تعميق تطوير السوق المالي.
- آفاق البحث.

يحتاج هذا البحث كغيره من البحوث إلى جهود إضافية من قبل الباحثين حتى يكتمل، خاصة وأن الساحة العربية في أمس الحاجة لمثل هذه المواضيع، في ظل الظروف التي تعيشها، و بسبب تحديات العصر الحديث القائم على مبدأ التكتلات من أجل البقاء.

وهذه بعض العناصر التي قد تعطي إضافة لمثل هذه الدراسات:

- ✓ الاعتماد على المنتجات المالية الإسلامية لتطوير الأسواق المالية العربية.
- ✓ تحقيق التكامل بين البورصات العربية ضمانا لتدفق رؤوس الأموال.
- ✓ استخدام المشتقات المالية قد يساعد في تطوير وتحسين أداء الأسواق المالية العربية.

# قائمة المراجع

قائمة المراجع

1. قائمة الكتب بالعربية.

1. إبراهيم منير الهندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال (منشأة المعرف للتوزيع، الإسكندرية، 2002) .
2. إبراهيم منير الهندي، الفكر الحديث في ادارة المخاطر ( توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية بدون سنة نشر)؛ الجزء الأول.
3. إبراهيم منير الهندي، الفكر الحديث في الاستثمار ( توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، الطبعة الثانية، 2004).
4. إبراهيم منير هنيدي، مستقبل أسواق رأس المال العربية مخاطر ومحاذير (مركز دلتا للطباعة، الإسكندرية، مصر 1995).
5. أحمد أبو الفتوح الناقه، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية (مؤسسة شباب الجامعة، 1991).
6. أحمد إسماعيل الشناوي، مبارك عبد النعيم ، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية (الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005).
7. أحمد جبر علاء الدين ، بورصة الأوراق المالية (الهيئة المصرية العامة للكتاب، القاهرة، 2007).
8. أحمد رمسيه أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية (دار المعزز للنشر والتوزيع، عمان، 2005-1425) .
9. أحمد مصطفى، سمير محمد السيد حسن، السياسات النقدية والبعد الدولي لليورو، (مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2000).
10. أحمد يونس البطريق، السياسات الدولية في المالية العامة (الدار الجامعية، الإسكندرية السنة غير مذكورة).
11. بريجهام أوجين و آخرون ، الإدارة المالية، النظرية والتطبيق العملي ( دار المريخ للنشر، القاهرة، 2009).
12. بن علي بلعزوز ، محاضرات في النظريات والسياسات والنقدية، (ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006).
13. بني هاني ،حسين ، الأسواق المالية ( طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة) ( دار الكندي للنشر، عمان، 2002) .

14. جمال جويدان ، دراسات في الأسواق المالية والنقدية ( دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002).
15. جمال سالمى ، السياسة الاقتصادية الملائمة لإدماج الجزائر في اقتصاد المعرفة. الملتقى الدولي "السياسات الاقتصادية في الجزائر" واقع وآفاق، تلمسان يومي 29-30 ديسمبر، 2004.
16. جمال شذا خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال ( دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1429-2008).
17. الحاج طارق ، المالية العامة، (دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 1999 ).
18. حسام علي داود، مبادئ الاقتصاد الكلي ( دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، ط 2013، 3).
19. حسن فليح خلف، المالية العامة (عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، الأردن ، جدار للكتاب العالمي للنشر والتوزيع، الأردن ، عمان، 2008).
20. حسين أحمد بتال، محاضرات في الأسواق المالية (كلية المعارف، سبتمبر 1425-2004).
21. حسين محمود ، عارف احمد العساف. الاقتصاد الكلي. (دار المسيرة للنشر والتوزيع الطباعة، الاردن، 2009-1430).
22. حماد طارق عبد العال ، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية (الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005).
23. حميدات محمود ، مدخل للتحليل النقدي ، (ديوان المطبوعات الجامعية. الجزائر 1966 ).
24. الحناوي محمد ، نهال فريد مصطفى ، مبادئ وأساسيات الاستثمار (المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2006).
25. حناوي محمد وآخرون ، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر (دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007).
26. حنفي عبد الغفار ، بورصة الأوراق المالية، أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات (الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية 2003).
27. حنفي عبد الغفار ، رسمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية (الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002).
28. حنفي عبد الغفار ، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات (الدار الجامعية، مصر، 2001).
29. الدسوقي إيهاب ، اقتصاديات كفاءة البورصة (دار النهضة العربية، القاهرة، 2000).

30. الدوري زكريا ،يسري السامرائي، البنوك المركزية والسياسات النقدية. (دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، طبعة2006).
31. زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية (جامعة القدس المفتوحة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008).
32. زينب حسين عوض الله، العلاقات الاقتصادية الدولية (الفتح للطباعة و النشر، بيروت، 1990).
33. سامي سعيد حلاق، محمود محمد العجلوني، النقود والبنوك والمصارف المركزية (دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010).
34. سفر احمد ، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية ( المؤسسة الحديثة للكتاب طرابلس، لبنان، 2006).
35. سلامة عيسى زكريا شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي. (دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، 1429).
36. سليم فتحي زياد غزال، حكم الشرع في البورصة (دار الوضاح للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثانية، 2008).
37. السيد علي عبد المنعم ، العيسى نزار سعد الدين ، النقود والمصارف والأسواق المالية (دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2004).
38. شمعون شمعون ، البورصة (بورصة الجزائر) (دار الأطلس للنشر والتوزيع 1994 ).
39. شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر (دار هومه للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، بدون سنة نشر).
40. صالح عماد سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة ( بن دسمال للطباعة والنشر، أبو ظبي، 2002).
41. صالح محمد الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها مدخل للتحليل الأساسي والفني (الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004-2005 ).
42. صلاح الدين حسن السيبي، بورصات الأوراق المالية ، الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح (عالم الكتب للنشر والتوزيع، القاهرة، 2003-1323).
43. عبد الحميد سعد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة ( مكتبة أم القرى بالمنصورة، 2001).
44. عبد الحميد عبد المطلب ، اقتصاديات المالية العامة ، (الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005/2004).

45. عبد الحميد عبد المطلب ، السياسات الاقتصادية على مستوى الاقتصاد القومي (تحليل كئي) ( مجموعة النيل العربية للنشر، القاهرة، 2003).
46. عبد العال طارق حماد ، التحليل الفني والأساسي لأوراق المالية (الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000).
47. عبد القادر السيد متولي ، الأسواق النقدية المالية في عالم متغير (دار الفكر ناشرون وموزعون، المملكة الأردنية الهاشمية، عمان، 2010-1431).
48. عبد الله خبايا ، أساسيات في اقتصاد المالية العامة (مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2009).
49. عبد المجيد قدي ، المدخل إلى السياسات الاقتصادية والكلية دراسة تحليلية تقييمية (ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003).
50. عبد المطلب حسين الأسرج ، تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (1994-2003)، مصر.
51. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة) (دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008).
52. عطا حسن غنيم، دراسات في التمويل (المكتبة الأكاديمية، مصر، 2005).
53. علي كنعان، اقتصاديات المال والسياستين المالية والنقدية، دار المعارف.
54. علي حسني خريوش وآخرون، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق (دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011).
55. علي عباس، إدارة الأعمال الدولية (دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007).
56. عمر يحيى، مساهمة في دراسة المالية العامة، النظرية العامة وفقا للتطورات الراهنة (دار هومه للنشر والتوزيع الجزائر، 2005).
57. عوض محمد عبد الجواد، إبراهيم علي الشديفات، الاستثمار في البورصة (دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006-1427).
58. فلاح غازي المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة (دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009).
59. فؤاد أرشد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات (دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010).

60. كاظم عباس جاسم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية (دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2009).
61. كامل أسامة، حامد عبد الغني، مبادئ في المالية (مؤسسة لورد العالمية الشؤون الجامعية، الإسكندرية، 1427-2006).
62. كامل دريد آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري (دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009).
63. لعويسات جمال الدين، العلاقات الاقتصادية الدولية والتنمية (دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2003).
64. مجد الدين محمد باكير، محافظ الاستثمار، إدارتها وإستراتيجيتها (شعاع للنشر والعلوم، حلب، سوريا، 2008).
65. محفوظ جبار، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية (دار هومة، الجزائر، 2002)؛ الجزء الثاني.
66. محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي (دار زمزم للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009).
67. محمد أحمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية (دار الفكر الجامعي، مصر، 2008).
68. محمد السيد سهير حسن، محمد محمد البناء، الاتجاهات الحديثة في السياسات التجارية. (مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2004-2005).
69. محمد عباس محرز، اقتصاديات المالية العامة، النفقات العامة الإيرادات العامة الميزانية العامة للدولة (ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر، 2003).
70. محمد محمود الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصات (دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2005).
71. محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية (جامعة البتراء، الأردن، الطبعة الثالثة، 2004).
72. محمد ناظم الشمري وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي (دار وائل للطباعة والنشر، عمان، الأردن، 1999).

73. محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، موقعها من السوق-أحوالها ومستقبلها (دار الوفاء للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2000).
74. مصطفى الفار، الإدارة المالية العامة (دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن\_عمان 2007).
75. مفتاح صالح. النفود والسياسة النقدية المفهوم، الأهداف، الأدوات. (دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، 2005).
76. المنذري سليمان ،، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة (مكتبة مدبولي، القاهرة، 2004) ؛ طبعة ثانية.
77. النجار فريد ، المشتقات والهندسة المالية (الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009) .
78. نصر مهنا محمد ، إدارة الأزمات ( مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2004 ) .
79. الهندي خليل ، الناشر انطوان ، العمليات المصرفية والسوق المالية .الجزء الثاني ( المؤسسة الحديثة للكتاب طرابلس ، لبنان، 2000).
80. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية (دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003-1424).
81. وليد ناصف، انس البكري، الأسواق المالية والدولية (دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009-1430).
82. وليم عاطف أندرواس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية ( مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005).
83. وهيب خالد الراوي ، الاستثمار"مفاهيم، تحليل، إستراتيجية" (دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن 1999-1420).
84. وهيب خالد الراوي، إدارة المخاطر المالية ( دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 1999-1419).
85. يوسف عمر عبد الله عباينه، الأزمة المالية المعاصرة تقدير اقتصادي إسلامي (عالم الكتب الحديث، اردب، الأردن، 2011).



II. الملتقيات ومؤتمرات

1. أحمد بوراس، السعيد بريكة، كفاءة الأسواق العربية وتمويل الاقتصاد . الملتقى الدولي "سياسات التمويل وأثرها في اقتصاديات والمؤسسات" دراسة حالة الجزائر والدول النامية ، بسكرة يومي 21-22 نوفمبر، 2006.
2. بلغرة عبد اللطيف ، اقتصاد العولمة و فعالية السياسة الاقتصادية بين تسبب النتائج و تأثير العوامل -دراسة حالة السياسة النقدية و المالية-. الملتقى الدولي "السياسات الاقتصادية في الجزائر" واقع وآفاق، تلمسان يومي 29-30 ديسمبر، 2004.
3. بلقاسم زايدي ، الأزمة المالية المعاصرة" الأسباب والدروس المستفادة. الملتقى الدولي الثالث حول إستراتيجية إدارة المخاطر في المؤسسات، آفاق وتحديات، أيام 25\_26 نوفمبر2008، الشلف.
4. بلمقدم.م، بوشعور.ر، ماهية السياسة الاقتصادية و ضرورة استقلالية السلطة النقدية. الملتقى الدولي "السياسات الاقتصادية في الجزائر" واقع وآفاق، تلمسان يومي 29-30 ديسمبر، 2004.
5. بن ناصر عيسى ، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات الدول العربية. الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، سطيف بالتعاون مع مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورو مغاربي، أيام 20-21 أكتوبر 2009.
6. جمال لعامرة، حدة رايس ، تحديات السوق المالي الإسلامي . الملتقى الدولي "سياسات التمويل وأثرها في اقتصاديات والمؤسسات" دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة يومي 21-22 نوفمبر، 2006.
7. حسن محمد الرفاعي، سوق الأوراق المالية: من المخاطر إلى الأزمات قراءة في أبعادها المالية وأحكامها في الاقتصاد الإسلامي. بحث مقدّم إلى الملتقى الدولي الثاني: "متطلبات التنمية في أعقاب إفرازات الأزمة المالية العالمية " جامعة بشار؛ كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2010
8. حسني الخولي، تأثير الأزمة المالية على القطاع البنكي التداعيات وسبل المواجهة مع الإشارة إلى المصارف السعودية. الملتقى العلمي انعكاسات الأزمة المالية العالمية وأثر الأنظمة التجارية في احتوائها، الرياض 18 / 12 / 1430 هـ الموافق 2009/12/5م
9. حسين بورعدة، الأزمة المالية العالمية الأسباب والآثار والحلول المقترحة لمعالجتها . الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، سطيف بالتعاون مع

- مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورو مغاربي، أيام 20-21 أكتوبر 2009.
10. حكيم ملياني ، رؤوس الأموال العربية كأداة للتكامل الاقتصادي العربي. الندوة العلمية الدولية حول "التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية الأوربية"، بمساهمة مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورو مغاربي ،الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية ،مصر،جامعة سطيف ،يومي 8 - 9 ماي 2004.
11. حنان عاتق ، زهيرة صاري. تأثير خطر معدل الفائدة على السياسة الاقتصادية . الملتقى الدولي "السياسات الاقتصادية في الجزائر" واقع وآفاق، تلمسان يومي 29-30ديسمبر، 2004.
12. رزيق كمال ، رحمون بوعلام ، تقييم السياسة الجبائية في الجزائر، الملتقى الدولي "السياسات الاقتصادية في الجزائر" واقع وآفاق، تلمسان يومي 29-30ديسمبر، 2004
13. شريف عمر ، السياسات الاقتصادية وأدوات تحقيق نجاح التنمية والاستقرار في إطار النظام الإسلامي. الملتقى الدولي "الاقتصاد الإسلامي"الواقع ورهانات المستقبل،غرداية يومي 23-24فيفري،2011.
14. الشيخ الداوي، الأزمة المالية العالمية، انعكاساتها وحلولها. مداخلة مقدمة في إطار مؤتمر : "الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي"، جامعة الجنان، طرابلس - لبنان، 13-14 مارس 2009 .
15. طه سيد البدوي، عمليات بورصة الأوراق المالية دراسة مقارنة بين التشريعين الفرنسي والمصري. المؤتمر العلمي الخامس عشر لأسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون جامعة الإمارات المتحدة العربية أيام 6، 7، 8 مارس 2007.
16. عبد الحلیم إبراهيم عبادة، السياسة النقدية ضوابطها وموجهاتها في اقتصاد إسلامي. الملتقى الدولي الأول "الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل"، المركز الجامعي بغرداية ، أيام 23-24/2/2011.
17. عبد الرزاق خليل وآخرون، التكامل بين الأسواق المالية العربية كأساس لتحقيق سوق مالي عربي موحد. الملتقى الدولي الأول "اليورو واقتصاديات الدول العربية فرص وتحديات"، الأغواط، أيام 18-20 أبريل 2005.

18. عبد العزيز احمد الحداد، الأسهم والسندات تصور واحكام. "مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات لآفاق وتحديات"، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، 16-18 صفر 1428، 6-8 مارس 2066.
19. عبد القادر بابا ، السياسة النقدية في الجزائر بين الأداء والفعالية ، "الملتقى الوطني حول المنظومة البنكية في ظل التحولات القانونية والاقتصادية" بشار، 24-25 أبريل 2006.
20. عبد الكريم البشير ، الفعالية النسبية للسياسة المالية والنقدية في الجزائر. الملتقى الدولي "السياسات الاقتصادية في الجزائر" واقع وآفاق، تلمسان يومي 29-30 ديسمبر، 2004.
21. عبد المطلب حسين الأسرج، الأزمة الاقتصادية العالمية وسياسات مواجهتها في الدول العربية. الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، سطيف بالتعاون مع مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورو مغاربي، أيام 20-21 أكتوبر 2009.
22. عتيقة وصاف ، سهام عاشور ، مكانة الأسواق المالية في الاقتصاديات العربية وعوامل كفاءتها. الملتقى الدولي "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات " دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة ، يومي 21-22 نوفمبر، 2006.
23. فائزة لعراف ، نجوى سعودي ، دراسة قياسية لمنحنى فيليبس في الجزائر خلال الفترة 2003-2011، الملتقى العلمي الدولي "إستراتيجية الحكومة في القضاء على البطالة وتحقيق التنمية المستدامة"، المسيلة، خلال الفترة 15-16 نوفمبر 2011.
24. ليلي خواني ، السياسات الاقتصادية حالة الاتصالات السلكية واللاسلكية في الجزائر". الملتقى الدولي "السياسات الاقتصادية في الجزائر" واقع وآفاق، تلمسان يومي 29-30 ديسمبر، 2004.
25. مبارك سامي ، الأسواق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد دراسة تجربة الأسواق المالية العربية . الملتقى الدولي "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات" دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة يومي 21-22 نوفمبر، 2006 .
26. محمد أشرف دوابة، نحو سوق مالية عربية . مؤتمر التجارة العربية البنينة والتكامل الاقتصادي. الجامعة الأردنية ، عمان، 20-22 سبتمبر 2004.
27. محمد براق، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي . الندوة العلمية الدولية حول " التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية الأوربية"، بمساهمة مخبر

- الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورو مغاربي، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، مصر، جامعة سطيف يومي 8-9 ماي 2004.
28. محمد بن إبراهيم السحيباني، التلاعب في الأسواق المالية: البعد الاقتصادي. ورقة عمل مقدمة في ندوة "المضاربة والتلاعب في الأسواق المالية: الأبعاد الاقتصادية والقانونية والشرعية" الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل، الرياض، 05 مارس 2008، 27 صفر 1429.
29. محمد بن رجم خميسي، المنتجات المالية المشتقة، أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها؟. الملتقى العلمي الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية" بالتعاون مع مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورو مغاربي، جامعة سطيف، أيام 20-21 أكتوبر، 2009.
30. محمد بن سليمان الجاسر، تطور القطاع المالي لتحقيق نمو اقتصادي أفضل. ندوة "الرؤية المستقبلية للاقتصاد السعودي حتى عام 1440هـ (2020م)" التي نظمتها وزارة التخطيط في الرياض، 13-17 شعبان 1423هـ الموافق (19-23 أكتوبر 2002م).
31. محمد جابر محمد عبد الجواد، تفعيل تكامل البورصات العربية لتدعيم التكامل العربي مع الإشارة إلى بعض بورصات دول المجلس الخليجي، المؤتمر العلمي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، أيام 6-8 مارس 2007، جامعة الإمارات العربية المتحدة.
32. محمد راتول، لقمان معزوز، عملية توريق الديون كأداة مالية مستحدثة ودورها في صناعة وانتشار الأزمات المالية. الملتقى العلمي الدولي الخامس حول الاقتصاد الافتراضي وانعكاساته على الاقتصاديات الدولية، خميس مليانة، 13-14 مارس 2012.
33. محمد ولد عيسى، محمود محمد، آثار وانعكاسات الأزمة المالية الاقتصادية على اقتصاديات العربية. الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، سطيف بالتعاون مع مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورو مغاربي، أيام 20-21 أكتوبر 2009.
34. محمد ياسر جاد الله، إبراهيم سيد عبد الفضيل، الآفاق المستقبلية لأداء أسواق الأوراق المالية العربية في ظل العولمة الاقتصادية. المؤتمر العلمي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، أيام 6-8 مارس 2007، جامعة الإمارات العربية المتحدة.
35. مراد ناصر، الأزمة المالية العالمية، الأسباب، الآثار، وسياسة مواجهتها. الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، سطيف بالتعاون مع مخبر الشراكة

- والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورو مغاربي، أيام 20-21 أكتوبر 2009.
36. منذر قحف، الأسس الشرعية للسياسة المالية في النظام الاقتصادي الإسلامي. محاضرة في ندوة الأسس والقواعد الشرعية للاقتصاد التي تعقد في الكويت بالتعاون بين المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية بجدة وكل من كليتي التجارة والشريعة بجامعة الكويت واللجنة الاستشارية العليا لاستكمال تطبيق الشريعة الإسلامية في الكويت.
37. موسى رحمان، نحو ميزة نسبية للاقتصاد الجزائري عن طريق تفعيل ادوات السياسة المالية. الملتقى الدولي "السياسات الاقتصادية في الجزائر" واقع وآفاق، تلمسان يومي 29-30 ديسمبر، 2004.
- III. أطروحات دكتوراه.
1. جمام محمود ، النظام الضريبي وآثاره على التنمية الاقتصادية دراسة حالة الجزائر ، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، قسنطينة 2009-2010.
2. حسام مسعودي، واقع التداول الالكتروني في السوق المالية السعودية خلال الفترة 2000- 2009. مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، ورقلة، 2012.
3. حكيم مفتاح ، السياسات التجارية و الاندماج في النظام التجاري العالمي الجديد . رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع نقود و مالية، الجزائر، 2002-2003
4. سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية العربية. أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة، في العلوم الاقتصادية، فرع القياس الاقتصادي، الجزائر، 2004.
5. صالح مفتاح ، النقود والسياسة النقدية مع الإشارة إلى حالة الجزائر في الفترة ( 90-2000). أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الدولة في العلوم الاقتصادية فرع النقود والمالية، الجزائر، 2002-2003.
6. عبد الله منصوري، السياسات النقدية والجبائية لمواجهة انخفاض كبير في الصادرات حالة اقتصاد صغير مفتوح. أطروحة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية فرع نقد، مالية و بنك، جامعة الجزائر، 2005/2006 .

7. عبيرات مقدم ، التكامل الاقتصادي الزراعي العربي وتحديات المنظمة العالمية للتجارة. أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، الجزائر، السنة الجامعية 2002/2001.
8. عديلة مريم ، استعمال مؤشرات البورصة في تسيير صناديق الاستثمار والمحافظ المالية . مذكرة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، عنابة، 2010-2009.
9. كاظم عباس جاسم الدعي ، اثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الاوراق المالية"دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الامريكى1990-2006". اطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه فلسفة في العلوم الاقتصادية، جامعة الكوفة، 2008.
10. محمد فلاح ، السياسة الجبائية - الأهداف و الأدوات - (بالرجوع إلى حالة الجزائر) . أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006.
11. محمد قريشي جموعي ، قياس الكفاءة الاقتصادية في المؤسسات المصرفية دراسة نظرية و ميدانية للبنوك الجزائرية خلال الفترة 1994-2003.مذكرة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، الجزائر، 2005-2006.
12. مسعود دراوسي ، السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي حالة الجزائر: 1990-2004 . أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه دولة،الجزائر، 2006/2005.
13. مشهور هذلول بربور ، العوامل المؤثرة في انتقال اثر أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشر الأسعار في الأردن ( 1985 - 2006 ) . أطروحة دكتوراه الفلسفة مقدمة إلى قسم المصارف والمصارف الإسلامية، تخصص المصارف، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، 2008

#### IV. مجلات

1. أحمد حسين الهيبي، أوس فخر الدين أيوب، دور السياسات النقدية والمالية في النمو الاقتصادي. مجلة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 4 العدد 8، العراق، 2012.
2. بلقاسم زايري ، إدارة احتياطات الصرف وتمويل التنمية في الجزائر. بحوث اقتصادية عربية، العدد41، 2008.
3. بلقاسم زايري ، كفاية الاحتياطات الدولية في الاقتصاد الجزائري. مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا -العدد السابع، السداسي الثاني، 2009.

4. بن عبد الله محمد الجراح، مصادر التضخم في المملكة العربية السعودية "دراسة قياسية باستخدام مدخل اختبارات الحدود".مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 27، العدد الأول 2011.
5. ثريا الخزرجي، السياسة النقدية في العراق بين تراكمات الماضي وتحديات الحاضر. مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة العدد الثالث والعشرون، 2010 .
6. جبار محفوظ، كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999 - 2001. مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 03، 2004، سطيف.
7. حدة رايس، الآثار الاقتصادية لأزمة العقود العقارية بالولايات المتحدة الأمريكية أوت 2007. مجلة العلوم الإنسانية، دورية، دولية، علمية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، مارس، العدد 2009،16.
8. حسان خبابة، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية . مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، فيفري 2004.
9. حسين علي أحمد هيتي، بختيار صابر محمد، أثر تقلبات الإيرادات النفطية في مؤشرات الاقتصاد الكلي وأداء أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي . مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 4 العدد 7، العراق، 2011.
10. حسين قبلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 11، جامعة سطيف، 2011.
11. خضر حسان ، تحليل الأسواق المالية . سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في القطر العربية، الأردن، العدد السابع والعشرون، مارس ، 2004.
12. زهير غراية ، محمد ترقو ، التحليل القياسي لاستجابة مؤشرات الأسواق المالية لديناميكية مؤشر داو جونز الصناعي، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية ، العدد 02 / 2012 ، ورقة.
13. صالح صالح، أدوات السياسة النقدية والمالية الملائمة لترشيد دور الصيرفة الإسلامية. مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، نظر يوم 2013/06/26، h23:03، <http://www.giem.info>
14. صالح محمود عطية ، تحميل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق العراق. مجلة ديالي، العراق، العدد الرابع والخمسون، 2012.
15. صالح مفتاح ، وسائل السياسة النقدية في الرقابة على الكتلة النقدية . مجلة العلوم الإنسانية، العدد الرابع عشر، بسكرة، جوان 2008.

16. عبد الحميد الحاج صالح، الخصائص الفنية للضريبة على دخل شركات الأموال "دراسة تطبيقية للنظام في المملكة العربية السعودية". مجلة الشريعة والقانون، العدد الثالث والعشرون، ربيع الأول 1426 هـ ماى 2005 م.

17. فاطمة الزهراء طاهري، العقود المستقبلية كوسيلة لتسيير مخاطر السعر في الأسواق الزراعية. أبحاث اقتصادية وإدارية، مجلة محكمة سداسية، جامعة بسكرة، جوان 2009، العدد 5، ص161.

18. فلة عاشور، انعكاسات السياسة التجارية على تطور التجارة الخارجية في الجزائر منذ 1994. مجلة العلوم الإنسانية، العدد 24 مارس 2012، بسكرة.

19. مجلة سوق الأسهم السعودية تداول، تقرير سوق الأسهم السعودية لعام 2004، العدد 11، شتاء 2005.

20. محمد الأمين كعاسي، دادن عبد الغني، تحليل النفقات في الميزانية العامة للدولة باستخدام أسلوب التحليل إلى المركبات الأساسية - حالة الجزائر في الفترة الممتدة بين 1970 - 2000. مجلة الباحث، عدد 01، ورقلة، 2002.

21. محمد خالد المهاني، دور الضريبة في عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية مع حالات تطبيقية في التشريع الضريبي المقارن. مجلة جامعة دمشق، المجلد 19 العدد الثاني، 2003.

22. محمد طالبي، أثر الحوافز الضريبية و سبل تفعيلها في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر. مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، الشلف، العدد السادس، السداسي الأول 2009.

23. محمد عيسى الغزالي، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون، الكويت، مارس 2004 السنة الثالثة.

24. ياسر بو حسون، شادي أحمد زهرة، الأسواق المالية الناشئة ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني"سورية، دراسة تحليلية استشرافية". مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد 27، العدد 1، جامعة دمشق سوريا، 2005.

## V. بحوث ودراسات

1 أيمن عزت محمد الميداني، تطوير أسواق الرأسمال في سورية. محاضرة ندوة الثلاثاء الاقتصادية حول "تطوير أسواق الرأسمال في سورية"، المركز السوري للاستشارات والأبحاث والتدريب في إدارة الأعمال، سوريا، الثلاثاء 19 شباط 2002.



- 2 عبد الرؤوف ربابعة، سامي حطاب، التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، مارس 2006
- 3 فخري أسار عبد اللطيف، دور أسواق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية. المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، قسم بحوث الائتمان، البنك المركزي العراقي، بدون سنة.
- 4 كامل حسين فهمي، أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها البنوك المركزية في اقتصاد إسلامي. المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، بحث رقم 23، جدة، 2009.
- 5 كنعان علي، الأسواق المالية. السنة الثالثة، قسم المصارف والتأمين، جامعة دمشق، 2005-2006.
- 6 محي الدين علي القرعة داغي، اثر ديون ونقود الشركة أو المحفظة على تداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية (البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، بحث رقم 61، مكتبة فهد الوطنية للنشر، جدة، 1424-2003).
- VI. تقارير**
1. إدارة الأبحاث الاقتصادية، التطورات النقدية والمصرفية خلال الربع الرابع من عام 2013. مؤسسة النقد العربي السعودي، فيفري 2014.
2. بن صالح عبدالله السويلمي، السوق المالية السعودية تداول، التقرير الإحصائي السنوي 2012. <http://www.tadawul.com.sa>
3. بن صالح عبدالله السويلمي، السوق المالية السعودية تداول، التقرير الإحصائي السنوي 2011. <http://www.tadawul.com.sa>
4. التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية وأسواق المال في الدول العربية، الفصل السابع.
5. الرياض المالية، رؤية اقتصادية شاملة للربع الأول 2013. التقرير الاقتصادي الربعي، <http://www.riyadcapital.com>
6. السوق المالية السعودية (تداول)، نيذة عن السوق، نظر يوم 28/01/2014، الساعة 13:40،
7. السوق المالية السعودية تداول، التقرير الإحصائي السنوي 2012، [ttp://www.tadawul.com.sa](http://www.tadawul.com.sa)
8. السوق المالية السعودية تداول، التقرير الإحصائي السنوي، <http://www.tadawul.com.sa> **2013**

9. السوق المالية السعودية تداول ، التقرير الإحصائي الشهري ،  
<http://www.tadawul.com.sa> .**014**
10. السوق المالية السعودية تداول ، التقرير الإحصائي الشهري فيفري 2014 ،  
<http://www.tadawul.com.sa>
11. السوق المالية السعودية تداول ، التقرير الإحصائي السنوي 2011 ،  
<http://www.tadawul.com.sa>
12. السوق المالية السعودية (تداول) ، الصكوك والسندات ، نظر يوم 2014/01/29 ، 15:21 ،  
<http://www.tadawul.com.sa>
13. السوق المالية السعودية ، نبذة عن السوق ، نظر يوم 2014/01/29 ، 14:05 ،  
<http://www.tadawul.com.sa>
14. السيد احمد الهنداوي، التحليل الفني للأسواق المالية. البنك المركزي المصري، المعهد المصرفي المصري.
15. صندوق النقد الدولي، المملكة العربية السعودية "مشاورات المادة الرابعة لعام 2011"، التقرير القطري رقم 11/292، سبتمبر 2011.
16. صندوق النقد الدولي، المملكة العربية السعودية "مشاورات المادة الرابعة لعام 2012". التقرير القطري رقم 12/271، سبتمبر 2012.
17. صندوق النقد الدولي، المملكة العربية السعودية "مشاورات المادة الرابعة لعام 2013"، التقرير القطري رقم 13/229 الصادر عن صندوق النقد الدولي، جويلية 2013.
18. صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية النشرة الفصلية، الربع الثالث 2013، العدد 74.
19. صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية. النشرة الفصلية، الربع الرابع، العدد 56، 2008.
20. صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية . النشرة الفصلية الربع الثالث 2013، عدد 74.
21. صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الأول والثاني، 2012، العدد 86، 69.
22. صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الثالث والرابع، 2012، العدد 71، 70.

23. صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع، 2012، العدد 70.
24. صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع، 2013، العدد 75.
25. صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الثالث، 2014، العدد 78.
26. صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الأول، 2011، العدد 64. [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae)
27. صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الثاني، 2011، العدد 65. [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae)
28. صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الثالث، 2011، العدد 66. [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae)
29. صندوق النقد العربي، التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2003، الفصل السابع، بموقع الصندوق [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae)
30. صندوق النقد العربي، التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2004، الفصل السابع، بموقع الصندوق [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae).
31. صندوق النقد العربي، التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2005، الفصل السابع، بموقع الصندوق [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae).
32. صندوق النقد العربي، التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2006، الفصل السابع، بموقع الصندوق [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae)

33. صندوق النقد العربي، التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2007، الفصل السابع ، بموقع الصندوق [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae) .
34. صندوق النقد العربي، التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2009، الفصل السابع ، بموقع الصندوق [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae) .
35. صندوق النقد العربي، التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2010، الفصل السابع ، بموقع الصندوق [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae) .
36. صندوق النقد العربي، التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2011، الفصل السابع ، بموقع الصندوق [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae) .
37. صندوق النقد العربي، التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2012، الفصل السابع ، بموقع الصندوق [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae) .
38. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2008، الفصل السابع ، بموقع الصندوق [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae) .
39. صندوق النقد العربي، تداعيات الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات الدول العربية ، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2009، الفصل العاشر ، بموقع الصندوق [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae) .
40. غرفة الشرقية، قراءة تحليلية للميزانية العامة للمملكة العربية السعودية ، قطاع الشؤون الاقتصادية مركز المعلومات، 2011.
41. مجموعة سمبا المالية المالية، المملكة العربية السعودية "تحديث للتنبؤات الاقتصادية الكلية 2013-2015". سلسلة التقارير، ويلية 2013.
42. مساعد نمر، تداول، مجلة سوق الأسهم السعودية، تقرير سوق الأسهم السعودية لعام 2004، العدد 11، شتاء 2005.
43. مؤسسة النقد العربي السعودي، أحدث التطورات الاقتصادية، التقرير السنوي 49، 2013.

44. مؤسسة صندوق النقد العربي السعودي، الإدارة العامة للأبحاث الاقتصادية والإحصاء، التقرير السنوي 43، المملكة العربية السعودية، 200،  
22:47، 2014/01/29، الأسهم، نظر يوم  
http://www.cma.org.sa
45. هيئة السوق المالية ،  
http://www.cma.org.sa
46. هيئة السوق المالية ، التعريف بالهيئة ، نظر يوم 2014/01/30 . 22:24  
.http://www.cma.org.sa
47. هيئة السوق المالية ، التقرير السنوي، 2012 . http://www.cma.org.sa
48. هيئة السوق المالية ، صناديق الاستثمار ، التقرير السنوي، 2010 .  
http://www.cma.org.sa
49. هيئة السوق المالية ، صناديق الاستثمار ، نظر يوم 2014/01/29 ، 22:47،  
http://www.cma.org.sa
50. هيئة السوق المالية ، نيزة عن تداولاتي ، نظر يوم 2014/01/30 . 22:24  
http://www.cma.org.sa
51. هيئة السوق المالية السعودية، الاستثمار في سوق الأسهم، نظر يوم 2014/01/ 28 الساعة  
13:40 ، http://cma.org.sa/IA/default.html
52. هيئة السوق المالية ، الاستثمار في الأسهم ،  
http://www.cma.org.sa/Ar/AboutCMA/CMALaw/Pages/default.aspx
53. هيئة السوق المالية ، التقرير الأول لهيئة السوق المالية ،  
http://www.cma.org.sa.(2006/12/31\_2004/7/1)
54. هيئة السوق المالية ، التقرير السنوي لهيئة السوق المالية ، 2011، ص 21،  
http://www.cma.org.sa
55. هيئة السوق المالية ، اللوائح التنفيذية ،  
http://www.cma.org.sa/Ar/AboutCMA/CMALaw/Pages/default.aspx
56. هيئة السوق المالية ، قواعد الكفاية المالية ،  
http://www.cma.org.sa/Ar/AboutCMA/CMALaw/Pages/default.aspx
57. هيئة السوق المالية ، لائحة أعمال الأوراق المالية ،  
http://www.cma.org.sa/Ar/AboutCMA/CMALaw/Pages/default.aspx
58. هيئة السوق المالية، لائحة الأشخاص المرخص لهم  
http://www.cma.org.sa/Ar/AboutCMA/CMALaw/Pages/default.aspx
59. هيئة السوق المالية ، لائحة السوق ،  
http://www.cma.org.sa/Ar/AboutCMA/CMALaw/Pages/default.aspx

60. هيئة السوق المالية ، لائحة حوكمة الشركات ،  
<http://www.cma.org.sa/Ar/AboutCMA/CMALaw/Pages/default.aspx>
61. هيئة السوق المالية ، لائحة صناديق الاستثمار ،  
<http://www.cma.org.sa/Ar/AboutCMA/CMALaw/Pages/default.aspx>
62. هيئة السوق المالية ، لائحة طرح الأوراق المالية ،  
<http://www.cma.org.sa/Ar/AboutCMA/CMALaw/Pages/default.aspx>
63. هيئة السوق المالية ، نظر يوم ، 2014.22:24/01/30  
<http://www.cma.org.sa/Ar/AboutCMA/CMALaw/Pages/default.aspx>
64. وزارة الاقتصاد والتخطيط، المملكة العربية السعودية، خطة التنمية التاسعة، الإستراتيجية بعيدة المدى للاقتصاد الوطني، الفصل 3.

## VII. المواقع

1. إبراهيم عبد الرحمن القاضي، مؤشر الأسهم: الماهية، والأهمية والكيفية. العدد 12875، نظر يوم 2014/02/03، 14:13، <http://www.alriyadh.com/2005/05/01/article61146.html>
2. أداء الاسواق المالية العربية، منهجية احتساب المؤشرات، موقع صندوق النقد العربي <http://www.arabmonetaryfund.org>
3. بن عبدالله فادي العجالي، المؤشرات تعزز متانة الاقتصاد الوطني كبنية مستقرة وجاذبة للاستثمار. الرياض الاقتصادي، العدد 16527، 23 سبتمبر 2013.  
<http://www.riyadcapital.com>
4. رجاء خضير عبود موسى الربيعي، التحليل الفكري للدورات الاقتصادية. نظر يوم 06/24/2013، 23:00، <http://www.iasj.net>
5. زيادة متواضعة للإنفاق السعودي في 2014 بعد سنوات التوسع المالي. القدس العربي يومية مستقلة، نظر يوم 2014/02/18 الساعة 22:45 <http://www.alquds.co.uk/?p=116718>
6. سليمان بن عبدالله السكران، سوق الأسهم: أي أسهم جديدة نريد؟، ماي 2005 العدد 13460، نظر يوم 2014/02/01، 20:59
7. سمير عبيدان، ألف باء الأوراق المالية، جمع وترتيب،  
<http://www.isegs.com/forum/showthread.php>
8. صالح بن محمد بن سليمان السلطان، الأسهم حكمها وآثارها، دار ابن الجوزي [www.ktibat.com](http://www.ktibat.com)

9. عبد الرحمن إبراهيم القاضي، كيف يتم حساب مؤشر الأسهم؟، العدد 13460، 1ماي 2005،  
نظر يوم 2014/02/03، 14:13،  
<http://www.alriyadh.com/2005/05/01/article61146.html>
10. عبد الرحمن إبراهيم القاضي، مؤشر الأسهم: الماهية، والأهمية والكيفية. العدد 12875، نظر يوم  
2014/02/03، 14:13، <http://www.alriyadh.com/2005/05/01/article61146.html>
11. عبد المولى هائل طشطوش، النظريات النقدية ودورها في تفسير الدورات الاقتصادية. نظر يوم  
24 أوت 2013، 23:55، <http://www.iefpedia.com>
12. على لظفي، الأزمة المالية العالمية الأسباب - التداعيات - المواجهة، مارس، 2009، نظر يوم  
2015/04/06، 18:23 على الموقع [iefpedia.com/arab](http://iefpedia.com/arab)
13. علي فلاح المناصير، وصفي عبد الكريم الكساسبة، الأزمة المالية العالمية حقيقتها، أسبابها،  
تداعياتها، وسبل العلاج، 2009، نظر يوم 2015/04/06، 18:23 على الموقع [iefpedia.com/arab](http://iefpedia.com/arab)
14. القدس العربي يومية مستقلة، زيادة متواضعة للإنفاق السعودي في 2014 بعد سنوات التوسع  
المالي، نظر يوم 2014/02/18 الساعة 22:45 <http://www.alquds.co.uk/?p=116718>
15. مبروكة حجار ، سميرة عميش، دور السياسة الجبائية في اتخاذ القرار الاستثمار في المؤسسة  
الاقتصادية. نظر يوم 2013/01/15، 22:00h [www.iefpedia.com](http://www.iefpedia.com)
16. محمد حسام الدين ، ألف باء بورصة، الشبكة الذكية، اسلام اون لاين.  
<http://alsullah.com/vb/showthread.php>
17. محمد حسن يوسف، أهداف السياسة الاقتصادية (2) النمو الاقتصادي، نظر يوم 2013 /01/15،  
22:00 <http://www.saaid.net>
18. مسعودة نصبة، دلال بن طبي، فعالية أدوات السياسة النقدية في الاقتصاد الإسلامي. نظر يوم  
26 أوت 2013، 14:40 <http://iefpedia.com>

VIII. قائمة الكتب بالفرنسية.

1. Arnaud de servigny, Ivan zelenko ,économie financière(dunod ,paris ,1999) .
2. Brealey Richard A, C.Myers stewart, Pierre Haroche, Principes de gestion financière des sociétés, (Dépôt Légal, 2eme edition, Canada, 1992).
3. Beltas Abdelkader, Marché des capitaux et la structure par échéance des taux d'intérêt, (Edition LEGENDE, Alger, 2008 )
4. Brosch, Rainer , Portfolios of Real option, (Springer edition, Berlin, 2008).

5. Béguin Jean-Marc Bernard Arnaud, **L'essentiel des techniques bancaires**, (Eyrolles, paris, 2008).
6. Dominick salvadore, eugene diulio , **principes d'économie. « cours et problème, séries schaum »**;( MG graw.Hill, paris, 1984).
7. Maurice Bye, **relation économique international**. (Daloz, Paris, 1971).
8. McCafferty, Thomas, **Options Demystified**, (McGRAW-HILL, USA, 2006).
9. paul.R Krugman, And others, **international economics "theory and policy"**.(pearson,9editin,france, 2010) .

#### IX. **Colleque**

1. bouhanna ali , bekhechi ghaouti. **Impact des réformes économiques sur l'attractivité des investissements directs étrangers en Algérie**. Colleque international "les politiques économique en Algérie" réalité et horizons, Tlemcen, les jours 29-30 décembre 2004.
2. kouider boutaleb. **la problématique de l'efficacité des politiques économiques dans les P.V.D: le cas de l'algerie**, Colleque international "les politiques économique en Algérie" réalité et horizons, Tlemcen, les jours 29-30 décembre 2004.

#### X. **Revu**

1. priolon Joël, **les marchés financiers** (UFR économie, gestion et politiques publiques, Département des sciences économiques, sociales et de gestion, la grande école européenne d'ingénieurs et de managers dans le domaine du vivant et de l'environnement, paris, novembre 2007).
2. Phan Duc Loi, **Un aperçu de la littérature théorique sur la courbe de Phillips** In: Revue économique. Volume 22, n°5.

#### XI. **Sit**

1. **Trading In Futures An Introduction**, Chicago Board of Trade (CBOT), sur le site [www.cbot.com](http://www.cbot.com); le: 19/04/2012, à 22:48
2. Rachid Rahaoui, **L'efficience informationnelle du marche financier Marocain, L'impact d'un profit warning sur les cours boursiers**. [www.memoireonline.com](http://www.memoireonline.com)



الملاحق

ملحق رقم(01): الاداء السنوي للاسواق المالية العربية "الاسهم المتداولة".

2015	2014	2013	2012	2011	الأسواق المالية العربية
3,474.52	58,522.27	51,455.36	16,343.68	15,601.53	أبوظبي للأوراق المالية
384.34	2,109.48	2,619.63	2,338.32	3,982.29	بورصة عمان
27.43	1,096.87	1,791.67	561.14	486.57	سوق البحرين للأوراق المالية
5.03	89.03	42.63	51.63	74.80	بورصة بيروت
39.17	302.86	220.14	254.06	217.86	بورصة الدار البيضاء
0.51	25.16	18.63	11.20	16.75	سوق دمشق للأوراق المالية
471.82	4,248.49	1,848.73	2,190.22	2,162.66	الدوحة للأوراق المالية
14,770.73	158,898.20	127,180.36	40,462.90	25,018.05	سوق دبي المالي
4,563.43	54,277.63	26,991.32	31,980.14	16,669.04	بورصة مصر
/	/	/	/	37,877.47	سوق الكويت للأوراق المالية
763.78	6,411.16	8,033.08	4,247.54	2,341.97	سوق مسقط للأوراق المالية
13.53	180.60	202.40	145.79	175.97	سوق فلسطين للأوراق المالية
12,266.88	68,420.65	51,916.56	83,653.14	47,640.18	سوق الأسهم السعودي
11.05	195.69	209.08	223.02	231.43	بورصة تونس
37,199.62	356,000.30	272,937.00	223,945.58	152,496.56	المجموع

المصدر: صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية، الأداء السنوي.

ملحق رقم(02): الاداء السنوي للاسواق المالية العربية "القيم المتداولة".

2015	2014	2013	2012	2011	الأسواق المالية العربية
2,019.12	39,597.84	23,092.59	6,049.40	15,601.53	أبوظبي للأوراق المالية
510.99	2,919.23	4,142.96	2,748.21	3,982.29	بورصة عمان
18.41	680.16	549.58	251.73	486.57	سوق البحرين للأوراق المالية
40.12	606.71	343.56	383.04	74.80	بورصة بيروت
590.02	5,783.57	7,314.69	7,082.54	217.86	بورصة الدار البيضاء
0.41	22.58	28.14	34.59	16.75	سوق دمشق للأوراق المالية
5,303.47	52,468.25	19,883.61	17,719.41	2,162.66	الدوحة للأوراق المالية
6,915.30	102,614.06	43,529.01	13,245.55	25,018.05	سوق دبي المالي
5,069.56	27,980.67	15,521.71	20,699.51	16,669.04	بورصة مصر
/	/	/	/	37,877.47	سوق الكويت للأوراق المالية
599.24	5,628.02	5,770.28	2,716.03	2,341.97	سوق مسقط للأوراق المالية
26.50	348.91	340.42	271.25	175.97	سوق فلسطين للأوراق المالية
80,632.66	561,198.23	361,867.54	501,417.19	47,640.18	سوق الأسهم السعودي
23.16	798.05	876.57	1,217.16	231.43	بورصة تونس
101,850.32	800,955.65	483,364.33	586,387.58	152,496.56	المجموع

المصدر: صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية، الأداء السنوي.

ملحق رقم (03): الأداء الشهري للأسواق المالية العربية فيفري 2015 (مليون دولار أمريكي)

رسملة السوق	الأسهم المتداولة	القيمة المتداولة	الأسواق المالية
133,956.01	1,603.0890	861.9914	أبوظبي للأوراق المالية
25,212.45	179.2853	249.1316	بورصة عمان
21,431.68	14.4765	10.6075	سوق البحرين للأوراق المالية
18,113.34	2.1118	21.4043	بورصة بيروت
58,126.62	15.9965	245.7162	بورصة الدار البيضاء
760.36	0.1700	0.1678	سوق دمشق للأوراق المالية
186,424.14	263.9022	2,511.4049	الدوحة للأوراق المالية
94,965.08	5,911.4475	2,758.7011	سوق دبي المالي
72,312.89	1,801.8300	3,188.9856	بورصة مصر
100,364.59	407.4025	101.3492	سوق الكويت للأوراق المالية
28,460.81	413.3073	349.3976	سوق مسقط للأوراق المالية
3,142.72	9.0369	17.9411	سوق فلسطين للأوراق المالية
547,538.49	5,479.3127	37,298.6356	سوق الأسهم السعودي
9,489.83	0.8036	2.8232	بورصة تونس
<b>1,300,299.02</b>	<b>16,102.1718</b>	<b>47,618.2571</b>	<b>المجموع</b>

المصدر: صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية، Monthly

summary ,february , 2015,from 01-02-2015to 17-02-2015

الملحق رقم (04): ملخص ميزان المدفوعات 2010-2018

التوقعات									
2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	
98,9	94,2	92,4	99	111,8	129,9	164,8	158,5	66,8	الحساب الجاري
11,3	11,3	11,6	12,9	15,1	18,1	23,2	23,7	12,7	من إجمالي الناتج المحلي (%)
170,1	175,5	182,5	190,3	200,3	216,7	246,6	244,8	153,7	<b>الميزان التجاري</b>
366,6	361	357,7	356,6	358,6	367,3	388,4	364,7	251,1	<u>الصادرات</u>
278	280,7	285,1	290,8	298,7	312,7	337,4	317,6	215,2	الصادرات النفطية
88,6	80,3	72,7	65,8	59,9	54,6	50,9	47,1	35,9	صادرات أخرى
196,5-	185,5-	175,2-	166,3-	158,3-	150,6-	141,8-	120-	97,4-	الواردات (فوب)
84,0-	80,0-	76,2-	73,0-	69,4-	65,8-	62,4-	66,5-	66,1-	<u>الخدمات</u>
21,0-	20,0-	19,0-	18,2-	17,4-	16,5-	15,6-	13,4-	10,7-	النقل
13,1-	12,5-	11,9-	11,4-	10,8-	10,2-	9,6-	8,8-	14,4-	السياحة
49,9-	47,5-	45,3-	43,3-	41,3-	39,2-	37,2-	44,3-	41-	خدمات القطاع الخاص الأخرى
58	41,5	26,4	19,7	16,5	12,3	11	9,7	7	<u>الدخل</u>
58,6	42,1	27,1	20,3	17,1	12,9	11,6	10,3	7,7	منه دخل الاستثمار <sup>1</sup>
45,2-	42,8-	40,4-	38,0-	35,6-	33,2-	30,4-	29,4-	27,9-	<u>التحويلات الجارية</u>
43,3-	40,9-	38,5-	36,1-	33,7-	31,3-	28,6-	27,6-	26,2-	منها تحويلات لعاملين
7,0-	6,7-	6,5-	6,5-	6,7-	7,1-	7,9-	14,4-	2,7	<b>الحساب الرأسمالي والمالي</b>
9,6	9,1	8,7	8,4	8,1	7,9	7,8	12,9	25,3	<u>الاستثمار المباشر</u>
5,4-	5,2-	4,9-	4,7-	4,6-	4,4-	4,3-	3,4-	3,9-	في الخارج
15	14,3	13,7	13,1	12,6	12,2	12,2	16,3	29,2	في الاقتصاد السعودي
3,1-	3,0-	2,9-	3,1-	3,4-	4,7-	4,7-	16-	15,2-	<u>استثمارات الحافظة</u>
2,5-	2,3-	2,3-	2,5-	2,8-	3,2-	4,1-	15,4-	16,7-	أصول
0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7-	1,5	خصوم
13,5-	12,9-	12,3-	11,8-	11,4-	11,1-	11-	11,2-	7,5-	<u>استثمارات أخرى</u>
12,7-	12,1-	11,5-	11,1-	10,7-	10,4-	10,3-	7,2-	6,5-	أصول
0,8-	0,8-	0,8-	0,7-	0,7-	0,7-	0,7-	4-	1-	خصوم
42,2-	42,5-	42,2-	41,9-	43,5-	41,2-	41,1-	48,2-	34,4-	صافي السهو والخطأ
49,7	44,9	43,7	50,5	61,6	81,7	115,8	96	35	الرصيد الكلي
49,7-	44,9-	43,7-	50,5-	61,6-	8,1,7-	115,8-	96-	35-	التمويل

49,7-	44,9-	43,7-	50,5-	61,6-	81,7-	112,5-	93,1-	35,1-	التغيرات في صافي الأصول الأجنبية لدى مؤسسة النقد العربي السعودي (الزيادة-)
980,7	931,1	886,1	842,5	791,9	730,4	648,7	536,2	443,2	بنود التذكرة
37,8	37,9	38,1	38,2	37,7	36,6	34,1	29,9	26,9	إجمالي الأصول الأجنبية لدى مؤسسة النقد العربي السعودي محسوبا بشهور الواردات <sup>2</sup>
86	87,5	89,5	92	95,4	100,1	105	104	79	سعر النفط حسب تقرير أفاق الاقتصاد العالمي (دولار أمريكي/للبرميل)
91,7	93,3	95,5	98,2	101,7	106,8	109,5	107,1	77,6	متوسط سعر النفط أمريكي/ السعودي (دولار للبرميل)
10,1	10	9,8	9,7	9,5	9,4	9,8	9,3	8,2	إنتاج النفط (مليون برميل/ اليوم)
8,3	8,2	8,2	8,1	8	8	8,4	8,1	7,6	صادرات النفط (مليون برميل/ اليوم)
75,8	77,8	79,7	81,5	83,3	85,1	86,9	87,1	85,7	صادرات النفط/ إجمالي الصادرات
22,4	22,2	22	21,7	21,4	21	19,9	17,9	18,5	الواردات/ إجمالي الناتج المحلي
877,1	835	798,1	766	738	718,5	711	669,5	526,8	إجمالي الناتج المحلي (مليارات الدولارات الأمريكية)

المصدر: صندوق النقد الدولي، المملكة العربية السعودية، مشاورات المادة الرابعة لعام 2013، التقرير القطري رقم 13/229، جويلية 2013، ص ص40-41.

الملحق رقم (5): عمليات الحكومة المركزية المدرجة في الموازنة 2010-2017

التوقعات						الموازنة	التقديرات الأولية	الموازنة		الموازنة	
2017	2016	2015	2014	2013	2012	2012	2011	2011	2010	2010	
1091,8	1125,1	1128,4	1162,1	1234,5	1278,4	702	1117,8	540	741,6	470	الإيرادات
946,9	985,3	992,7	1030,7	1107,4	1162,5	621	1034,4	468	670,3	400	نفطية
145	139,8	135,7	131,4	127,1	115,9	81	83,4	72	71,4	70	غير النفطية
9,5	8,4	8,1	7,1	6,9	6,9	10	4,9	6	2,9	5,2	دخل الاستثمار
16,8	15,4	14,2	13,1	11,9	10,7	7	9,5	6,9	7,1	6,4	ضرائب الدخل/1
39,9	38,7	37,6	37,7	36,8	35,7	33,4	33,1	40,6	30,9	33,5	الرسوم والأتعاب
19,1	19,5	19,9	19,6	19,4	19,4	15,8	17,3	14	14,7	14	الضرائب على التجارة الدولية
59,7	57,7	55,9	54	52,1	43,1	14,8	18,6	4,6	15,7	11	إيرادات أخرى/2
36,1	35,1	34	33	32,1	31,1	14,8	18,6	4,6	15,7	11	إيرادات غير ضريبية
23,6	22,7	21,8	20,9	20	12	0	0	0	0	0	مساهمات أصحاب العمل بدل إعانة الباحثين عن العمل
113,3	1086,4	1018,6	982,1	975,2	861,8	690	826,7	579,9	653,9	540	النفقات
737,9	705,9	649,4	620,8	616,5	575,9	467,5	550,5	397	455	372,8	النفقات الجارية
364,1	350,9	311,9	299,9	312,2	277,1	268,5	289	236,9	248,4	223,9	تعويضات العاملين/3
189,6	182,3	175,4	168,7	161,8	154,6	89,2	156,5	68,2	114,8	60,8	مشتريات السلع والخدمات
10,9	10,9	10,9	10,9	10,8	10,7	8,2	10,6	6,6	5,9	6,6	الدعم
55,6	53,5	51,5	49,3	47,2	55,8	24,6	24,8	15,8	20,6	14,2	المزايا الاجتماعية/4
32	30,8	29,6	28,4	27,2	25,8	24,6	24,8	15,8	20,6	14,2	مدفوعات الرعاية الاجتماعية
23,6	22,7	21,8	20,9	20	30						بدل إعانة الباحثين عن العمل
0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	المعونات الخارجية
6,4	6,4	6,4	6,4	6,3	6,3	6,4	7,8	8,6	10,9	12,5	مدفوعات الفائدة
6,4	6,4	6,4	6,4	6,3	6,3	6,4	7,8	8,6	10,9	12,5	المحلية
110,5	101,2	92,7	84,9	77,5	70,6	69,7	61	60,1	53,8	54,1	العمليات والصيانة
392,4	380,5	369,1	361,3	358,7	285,9	222,5	279,2	183	198,8	167,2	صافي اقتناء الأصول غير المالية/
353,9	419,2	478,9	541,3	618	702,5	234,5	567,3	143	276,6	97,2	إجمالي رصيد التشغيل
38,4-	38,7	109,8	180	259,3	416,6	12	291,1	39,9-	87,7	70-	صافي الإقراض (+) / الإقتراض (-)
اجمالي الناتج المحلي (%)											
37,3	40,2	41,8	44,4	47,7	50,6	27,8	49,9	24,1	43,4	33,3	الإيرادات
32,4	35,2	36,8	39,3	42,8	46	24,6	46,2	20,9	39,2	28,3	نفطية
5	5	5	5	4,9	4,6	3,2	3,7	3,2	4,2	5	غير النفطية
38,6	38,8	37,8	37,5	37,7	34,1	27,3	36,9	25,9	38,2	38,2	النفقات
25,2	25,2	24,1	23,7	23,8	22,8	18,5	24,6	17,7	26,6	26,4	النفقات الجارية
12,4	12,5	11,6	11,4	12,1	11	10,6	12,9	10,6	14,5	10,9	تعويضات العاملين/3



6,5	6,5	6,5	6,4	6,3	6,1	3,5	7	3	6,7	4,3	مشتريات السلع والخدمات
0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,5	0,3	0,3	0,5	الدعم
1,9	1,9	1,9	1,9	1,8	2,2	1	1,1	0,7	1,2	1	المزايا الاجتماعية/4
1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1	1	1,1	0,7	1,2	1	مدفوعات الرعاية الاجتماعية
0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	1,2						بدل إعانة الباحثين عن العمل
0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,6	0,9	مدفوعات الفائدة المحلية
3,8	3,6	3,4	3,2	3	2,8	2,8	2,7	2,7	3,1	3,8	العمليات والصيانة
13,4	13,6	13,7	13,8	13,9	11,3	8,8	12,3	8,2	11,6	11,8	صافي اقتناء الأصول غير المالية/5
12,1	15	17,8	20,7	23,9	27,8	9,3	25,3	6,4	16,8	6,9	إجمالي رصيد التشغيل
1,3-	1,4	4,1	6,9	10	16,5	0,5	13	1,8-	5,1	5-	صافي الإقراض (+) / الإقراض (-)
33,7-	33,8-	36,7-	32,5-	32,8-	29,5-	24,1-	33,2-	22,7-	34,1-	33,3-	ماعداء الإيرادات النفطية
											بنود للتذكيرة
8,4	8,9	9,3	9,9	10,4	10,3	6,7	8,3	6,9	8,2	7,7	الإيرادات غير النفطية ما عدا دخل الاستثمار/ إجمالي الناتج المحلي غير النفطي
1,1-	1,6	4,3	7,1	10,3	16,7	0,7	13,4	1,4-	5,8	4,1-	الرصيد الأولي (ماعداء مدفوعات الفائدة)/ إجمالي الناتج المحلي
60,7-	63,4-	64,2-	67,1-	72,8-	70,1-	57,1-	77,4-	52,5-	68,2-	54,6-	الرصيد الأولي غير النفطي / إجمالي الناتج المحلي غير النفطي
4,7	4,9	5,1	5,2	5,3	5,4		6,1		9,8		إجمالي الدين المحلي/ إجمالي الناتج المحلي
2926,2	2799,9	2697	2619,8	2587	2528	2528	2239,1	2239,1	1709,7	1412,6	إجمالي الناتج المحلي بأسعار السوق (بمليارات الريالات السعودية)
1611,7	1483	1365	1257,6	1155,9	1054,4	1054,4	95,5	95,5	837,5	837,5	إجمالي الناتج المحلي غير النفطي (بمليارات الريالات السعودية)

المصدر: صندوق النقد الدولي، المملكة العربية السعودية، مشاورات المادة الرابعة لعام 2012، التقرير القطري رقم 12/271، سبتمبر 2012، ص ص 28-29.