

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
République Algérienne Démocratique et Populaire
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

Université Mohamed KHIDHER-Biskra
Faculté des Sciences Economiques,
Commerciales et des Sciences de Gestion
Département des Sciences Economiques

جامعة محمد خيضر - بسكرة
كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الإقتصادية

الموضوع

مخاطر عولمة الأسواق المالية
دراسة حالة سوق المال السعودي (2008-2017)

مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الإقتصادية

تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

الأستاذ المشرف:

* نور الدين دلال

إعداد الطلبة

■ نعيمة طويل

السنة الجامعية: 2018-2019

إن تطور وانفتاح الأسواق العربية على بعضها البعض يعد أمراً ضرورياً في ظل العولمة المالية بما يؤمن تعبئة المدخرات وتوظيفها في أوجه الاستثمارات المختلفة.

وتعتبر السوق السعودية من الأسواق المالية الخليجية التي تملك فوائض مالية من مداخل النفط، ورغم الخبرة الطويلة في مجال المؤسسات المالية إلا أنها لم تقرر الانفتاح المالي إلا في السنوات الأخيرة وخاصة بعد قرار هيئة السوق المالية والعمل على عدد من المبادرات تحت برنامج الريادة المالية 2020 وبرنامج تطوير القطاع المالي الذي نجح في تطوير ذاته وتحقيق ما يطمح إليه من وراء الانفتاح المالي وتحدي مخاطر العولمة المالية.

وفي هذه المذكرة حاولنا التعرف على الأسواق المالية بصفة عامة وكذا العولمة المالية وعولمة الأسواق المالية والمخاطر والآثار الناجمة عن عولمة سوق المال السعودي، وتتمثل إشكالية بحثنا هذا في:

- ما هي مخاطر عولمة سوق المال؟ وما هي آثارها على سوق المال السعودي؟

الكلمات المفتاحية: الأسواق المالية- العولمة المالية- سوق المال السعودي- تحرير حركة رؤوس الأموال- مخاطر عولمة الأسواق المالية.

Abstract

The development and opening up of Arab markets to each other is necessary in the light of financial globalization to ensure mobilization of savings and employment in various aspects of investments.

The Saudi market is one of the Gulf financial markets that has financial surpluses from oil revenues. Despite the long experience in the field of financial institutions, it has not decided financial openness except in recent years, especially after the decision of the Capital Market Authority and work on a number of initiatives under the Entrepreneurship 2020 program and the development program The financial sector, which has succeeded in developing itself and achieving what it aspires from the financial openness and challenge the risks of financial globalization.

In this note we tried to identify the financial markets in general, as well as the financial globalization, the globalization of financial markets, the risks and the effects of the globalization of the Saudi capital market. The problem of this research is:

- What are the risks of capital market globalization? What are their effects on the Saudi stock market?

Keywords: Financial Markets - Financial Globalization - Saudi Capital Market - Capital Market Liberalization - Risks of Globalization of Financial Markets.

الإهداء

إلى الوالدين الكريمين حفظهما الله ورعاهما وورزقنا
رضاها، والدتي الحنون، أبي العزيز رحمه الله
إلى زوجي العزيز وابني معاذ بارك الله في حياته...
إلى أرواح السابقين الأولين من الأنبياء والملائكة والصالحين
والشهداء والصالحين... ..

إلى جميع

أفراد عائلتي عمتي العزيزة "فتيحة" أخواتي

وأخوتي وزوجاتهم

إلى كل عائلة بعداش

إلى جميع الصديقات والزميلات.....

أهدي ثمرة جهدي هذا

زعيمة طويل

كلمة شكر:

إن واجب الاعتراف بالفضل و الجميل يقتضي أن أتقدم
بأسمى عبارات الشكر و الامتنان إلى الأستاذة المشرفة
"نور الدين دلال" على كل توجيهاتها ، ملاحظاتها، و على وقتها
الثمين، و على كل الدعم والتسهيلات التي قدمت لي لإتمام
هذا البحث.

كما يسرني أن أتقدم بخالص الشكر والتقدير والعرفان
إلى أعضاء اللجنة الموقرة على قراءتهم لهذا العمل ومناقشته

تمهيد

شهد العقد الأخير من القرن العشرين ظهور العديد من التغيرات العالمية والمتلاحقة التي أضفت إلى شيوع مفهوم جديد وهو مصطلح العولمة حيث تحول الاقتصاد العالمي إلى قرية صغيرة متنافسة بحكم ثورة الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات.

فقد أدت العولمة إلى زيادة تشابك المتبادل بين مختلف دول العالم في مجال الأسواق المالية، من خلال تبادل وتداول الديون والأصول النقدية والمالية، فأصبحت بذلك الأسواق المالية الأداة الأكثر ربطاً بين دول العالم، نظراً لتنوع العمليات التي تشتمل عليها في كل من أسواق العملات، الأسهم والسندات والقروض وكذا الأوراق المالية.

الإشكالية:

في ظل العولمة المالية التي كانت نتيجة التحرير المالي حيث قامت كثير من الدول بإلغاء القيود على التدفقات المالية عبر الحدود، وقد دعم هذا الاتجاه التوجه العالمي في إطار اتفاقية تحرير الخدمات المالية والمصرفية وعولمة الأعمال المالية، وكان لزاماً على الأسواق المالية مسايرة الظاهرة للاستفادة من مزايا العولمة المالية، إلا أنه في المقابل قد تحدثت مخاطر وتحديات وآثار سلبية على أوضاع اقتصاديات الدول النامية بصفة عامة وعلى اقتصاديات الدول الخليجية بصفة خاصة، ومن بين أسواق مال الدول الخليجية اخترنا سوق المال السعودي، لكونه تأثر بالتغيرات التي حدثت في الأسواق المالية العالمية، وضمن هذا السياق، نطرح الإشكالية التالية: ما هي مخاطر عولمة سوق المال؟ وما هي آثارها على سوق المال السعودي؟

وترتب عن هذا التساؤل الأسئلة الفرعية التالية:

- ماذا نعني بالأسواق المالية؟ وما هي أهم تصنيفاتها؟
- ما المقصود بالعولمة المالية، وما هي العوامل التي ساعدت على عولمة الأسواق المالية؟
- كيف يمكن الحد من مخاطر عولمة السوق المالية وكيف يمكن الاستفادة من ذلك في سوق المال السعودي؟

فرضيات البحث:

وللإجابة عن التساؤل الرئيسي وعن الأسئلة الفرعية تم صياغة الفرضيات التالية:

- السوق المالي هو أحد ركائز النظام المالي و هو قناة من قنوات التمويل ، يتسم بكونه طريقا مباشرا و سريعا للحصول على الموارد المالية.
- العولمة المالية هي تطور طبيعي لتنامي الرأسمالية وانتشار تكنولوجيا المعلومات، واللذان أدت إلى عولمة الأسواق المالية.
- بإمكان السوق المالي السعودي أن يستفيد من العولمة المالية ويتجنب مخاطرها وتطوير كفاءتها وتحسين أدائها من خلال الاستفادة من تجربة الأسواق المتطورة.

أهداف البحث:

في إطار معالجة الإشكالية الرئيسية فإن البحث يصبو إلى تحقيق مجموعة من الأهداف تتمثل فيما يلي:

- التعرف على العولمة المالية كمفهوم وإبراز الآثار المترتبة عنه.
- تحليل وضع سوق المال السعودي.
- التعرف على واقع سوق المال السعودي في ظل العولمة المالية من خلال دراسة تحليلية يبين مخاطر عولمة سوق المال السعودي.

أسباب اختيار الموضوع:

تكمن أسباب اختيار الموضوع في النقاط التالية:

- العولمة المالية كفكرة وكظاهرة تفرض نفسها من خلال هيئات ومنظمات دولية، فتحرير حركة رؤوس الأموال أصبحت واقع ولم تعد اختيارا.
- يعتبر موضوع البحث من أهم الموضوعات التي تناولتها الدراسات المالية والاقتصادية المعاصرة، فالأسواق المالية تلعب دورا هاما في مسار النظام الاقتصادي
- التطور الكبير الذي شهده سوق المال السعودي والنتائج الإيجابية التي حققها.
- الميول الشخصي لدراسة مثل هذا الموضوع.

حدود الدراسة:

سنركز في دراستنا على واقع السوق المالي في السعودية في ضوء ظاهرة العولمة المالية، ونقتصر الدراسة على فترة زمنية (2008-2017) ، أما الحدود الجغرافية فتمس دولة السعودية فقط نظرا لصعوبة وجود مؤشرات تسمح بقياس العولمة المالية.

منهج الدراسة:

تستند هذه الدراسة إلى استخدام المنهج الوصفي الذي يسمح بدراسة ظاهرة عولمة الأسواق المالية بكل أبعادها ودراسة آثارها على أداء سوق المال السعودي وخاصة المخاطر، كما سيتم إتباع دراسة منهج دراسة الحالة، حيث تم التركيز على حالة محددة وهي سوق المال السعودي، وسيتم استخدام المنهج التحليلي كأداة لتحليل البيانات والإحصائيات.

أدوات البحث:

لقد تم الاعتماد على مصادر متنوعة من كتب وبحوث في كل من العولمة المالية والأسواق المالية، بالإضافة إلى بعض البيانات والمقالات المنشورة عن البلد محل الدراسة، كما تمت الاستعانة ببعض مواقع الانترنت كمصدر للإحصائيات عن سوق السعودية.

خطة البحث:

من أجل الوصول إلى تحقيق الأهداف المسطرة في هذه المذكرة تم تقسيم البحث إلى ثلاثة فصول كما يلي:

الفصل الأول فيضم الإطار النظري للأسواق المالية حيث نتطرق في المبحث الأول عن ماهية الأسواق المالية وأهم تصنيفاتها أما المبحث الثاني فيضم أهم الأدوات المتداولة في السوق المالي وأخيرا الحديث عن كفاءة الأسواق المالية.

أما الفصل الثاني من خلال ثلاث مباحث لدراسة الإطار النظري للعولمة المالية، متناولين فيه ماهية العولمة في المبحث الأول وعولمة الأسواق المالية وأهم مظاهرها في المبحث الثاني أما المبحث الثالث فيركز على آثار العولمة المالية .

أما الفصل الثالث فيضم مخاطر عولمة سوق المال السعودي حيث نتطرق في المبحث الأول إلى السوق المالية السعودية، وتقييم أداء السوق المالية السعودية في المبحث الثاني وأخيرا الآثار المترتبة عن انفتاح سوق المال السعودي في المبحث الثالث.

الفصل الأول:

الإطار النظري للأسواق المالية

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

تمهيد:

تعد أسواق المال جانبا مهما من النظام الاقتصادي ككل و أداة تمويلية هامة جدا ، حيث يجمع بين المتعاملين الاقتصاديين أصحاب الفوائض المالية و أولئك الذين يعانون من العجز، ولقد أدت متطلبات التطور الاقتصادي إلى ازدياد الحاجة إلى رؤوس الأموال لتغطية حاجات هذا التطور باعتبار أن رأس المال يعد من الموارد الاقتصادية النادرة، كما أنه يعد المحرك الأساسي لجميع العمليات الاقتصادية، لذلك فإن المتعاملين المحتاجين لهذا المورد الاقتصادي النادر يكونون مخيرين إما بالتوجه نحو اقتصاد الاستدانة أو اقتصاد السوق المالي.

تساهم أسواق رأس المال في نقل الأرصدة النقدية من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز، فهي بذلك تساهم في تفعيل الاستثمار من خلال تعبئة الادخار الذي يتم استثماره في المجالات التي تساهم في خلق طاقات إنتاجية جديدة، ومن ثم تحقيق التنمية الاقتصادية ومن أجل توضيح و تفصيل كل هذه المعارف تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث هي:

- نظرة عامة حول الأسواق المالية.

- الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية.

- كفاءة السوق المالية.

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

المبحث الأول: نظرة عامة حول الأسواق المالية.

تلعب الأسواق المالية دوراً أساسياً في تحقيق النمو الاقتصادي، ومن المعروف أن وجود أسواق مالية ذات كفاءة عالية تمنح مزايا عديدة للاقتصاد والنظام المالي، ويعد تنظيم تداول الأوراق المالية المهمة الأولى لهذه الأسواق، إذ يعتمد الاستثمار في الأوراق المالية وتداولها بالدرجة الأساس على تحليل البيانات والمعلومات لجميع أنشطة الشركات التي يتم التعامل بأوراقها المالية في السوق المالية؛ لذا نحاول من خلال هذا المبحث التعرض إلى النقاط التالية:

- مفهوم الأسواق المالية خصائصها ووظائفها؛
- تقسيمات الأسواق المالية؛
- متطلبات قيام الأسواق المالية وطبيعة عملياتها؛

المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية خصائصها ووظائفها:

تتميز الأسواق المالية بمجموعة من التعاريف المختلفة والخصائص والوظائف أيضاً، بالإضافة إلى مجموعة من الشروط من أجل قيام سوق مالي وهو ما سنراه في هذا المطلب:

الفرع الأول: تعريف السوق المالية:

تعرف الأسواق المالية على أنها الوسيلة التي يتلقى من خلالها المشترون والبائعون والوسطاء والمتعاملون من ذوي الاهتمامات ذلك بغرض تداول الأصول المختلفة المالية، الحقيقية، النقدية، لفترات معينة وذلك اعتماداً على قوانين وأنظمة وتعليمات ولذلك عادات وتقاليد وأعراف معتمدة محلياً أو دولياً.¹

كما تعرف أنها: "عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمستثمرين لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال".²

ويمكن تعريفها على أنها: "المكان المنظم لتداول الأسهم والسندات على اختلاف أنواعها الخاصة بالشركات العاملة في القطاع الخاص أو المشترك بين العديد من فئات المستثمرين الذين تتنوع وتختلف مصالحهم فيما يتعلق بقرارات استثماراتهم في تلك الأوراق المالية، كما أنه يعتبر المكان المناسب الذي يتم فيه نقل مدخرات الأفراد والوحدات ووضعها تحت تصرف الوحدات المحتاجة لها".³

1 - كاكا مولا هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء، عمان، 2003، ص58.

2 - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص17.

3 - محمد الصرقي، البورصات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص35.

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

ومن جهة أخرى" هي سوق مستثمرة ثابتة في مكان تقاوم في مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسماصرة للتعامل في الأوراق المالية وفقا لنظم ثابتة ولوائح محددة وتنضم سوق الأوراق المالية بحساسيتها الشديدة فهي أول ما يتأثر بالكساد أو الراج، وفي جميع الأحوال العادية يتحدد سعر الأوراق المالية في عوامل العرض والطلب شأنها في ذلك شأن سلعة أخرى.¹

ومن خلال ما سبق من تعريفات يمكن استخلاص عدة حقائق عن الأسواق المالية:

- أن السوق المالي يستمد مفهومه من السوق بشكل عام؛
- أن السوق المالي هو الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع و المشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق؛
- من الأركان الأساسية في السوق المالية توفر الوسطاء و المؤسسات المالية و قنوات الاتصال التي تقوم على تسهيل عمليات الاتصال بين البائعين و المشترين ؛
- سوق الأوراق المالية أو البورصة هي أحد أهم أجهزة السوق المالي ، فيها يتم التقاء العرض بالطلب من خلال وسيلة من وسائل الإتصال المألوفة، و إجراء التعامل بالأوراق المالية المناسبة من خلال توفر شروط محددة ، و وفقا لقواعد ونظم محددة.

الفرع الثاني: خصائص الأسواق المالية.

يمكن ذكر بعض خصائص الأسواق المالية وهي:²

- أنها توفر المعلومات الضرورية للمستثمرين وفي السوق غير النظامي، إذ يتم تداول الأوراق المالية لمؤسسات غير مسجلة في قوائم السوق،
- إن التداول في سوق الأوراق المالية يوفر المناخ الملائم والمنافسة التامة، ومنه تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.
- التداول في سوق الأوراق المالية خصوصا في الأسواق الثانوية يتم من خلال الوسطاء أو السماصرة من ذوي الخبرة في الشؤون المالية، بالإضافة إلى الكفاءة المالية التي تتوفر لديهم.
- نظرا للمرونة التي تتميز بها الأسواق المالية وإمكانية الاستفادة من من تكنولوجيا الاتصال، فهذا يعطي خاصة للأوراق المالية نظرا لكونها تتميز عن غيرها من الأسواق أنها أسواق واسعة وتتم بها صفقات كبيرة في أنحاء العالم وفي نفس الوقت.
- تتصف بأنها متطورة مما يتيح مجالات واسعة للاستفادة من فئات المستثمرين في مختلف أنحاء العالم.

¹ صلاح الدين حسين السيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتاب للنشر والتوزيع، مصر، 2003، ص5.

² جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2002، ص ص37-38.

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب معرفة المعلومات السوقية واتخاذ القرارات الاستثمارية، وبالتالي فإن الاستثمار في الأوراق عالية المخاطر قد تكون ذو أبعاد سلبية مما يؤدي في بعض الأحيان إلى تدخل الحكومات لمنع بعض المعلومات الضارة بالمجتمع والأفراد.

الفرع الثالث: وظائف الأسواق المالية.

إن للأسواق المالية عدة وظائف سواء تعلق ذلك بالمؤسسات أو المستثمرين أو بالاقتصاد، وتتمثل هذه الوظائف فيما يلي:¹

أولاً- تعبئة المدخرات: تقوم السوق المالية بهذه الوظيفة وذلك من خلال الأدوات المالية التي توفرها للمدخرين، بالإضافة إلى إتاحة فرص للربح للمدخر والمستثمر، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة المدخرات وانخفاض المخاطر، مما يجعل المدخرات تنتقل إلى مجالات الاستثمار المختلفة، وبالتالي زيادة نمو الاستثمارات مما يؤدي على ارتفاع نمو الاقتصاد الوطني.

ثانياً- الاحتفاظ بالثروة: تعمل سوق رأي المال من خلال الأدوات التي توفرها على القيام بدور مخزن للقيمة أو مخزن للثروة، حيث تتسم هذه الأدوات بأنها لا تتعرض للإهلاك كما أنها تولد دخلاً خلال فترة الاحتفاظ بها، ومن ثم زيادة قدرة سوق رأس المال على تعبئة المدخرات وزيادة العائد على الأصول المالية فإنه يؤدي إلى زيادة الثروة في الاقتصاد وبالتالي زيادة الاستثمار.

ثالثاً- توفير السيولة: من أهم الوظائف التي توفرها الأسواق المالية هي توفير السيولة، بمعنى إمكانية تحويل الأدوات المالية بسهولة إلى نقدية سائلة مع انخفاض المخاطر، مما يؤدي إلى استفادة كل من المستثمر والمدخر من السيولة مما يعكس سهولة زيادة الاستثمار ونموه في المجتمع.

رابعاً- توفير التمويل للاستثمار: تقوم السوق المالية بتوفير التمويل اللازم للاستثمار من خلال إمكانية طرح المؤسسات للأوراق المالية والحصول على التمويل اللازم للاستثمار أو للتوسع، حيث يتميز هذا التمويل بأنه طويل الأجل، إذ أن المؤسسات غير ملتزمة باسترجاع الأدوات المالية التي تصدرها من أصحابها، ولكن يقوم صاحب الأداة المالية ببيعها في سوق رأس المال لفرد آخر.

خامساً- تخفيض المخاطر: وذلك من خلال التنوع التي توفرها هذه الأسواق، حيث تمكن أسواق رأس المال من بناء محفظة تضم أوراق مالية لقطاعات مختلفة ومؤسسات متنوعة مما يعمل على تخفيض المخاطر، حيث نجد

¹ - عزاوي عمر، خيرة الزاوي، تأثير العولمة المالية على الأسواق المالية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، مجلة الباحث، العدد 18، سبتمبر 2012، ص 131-132.

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

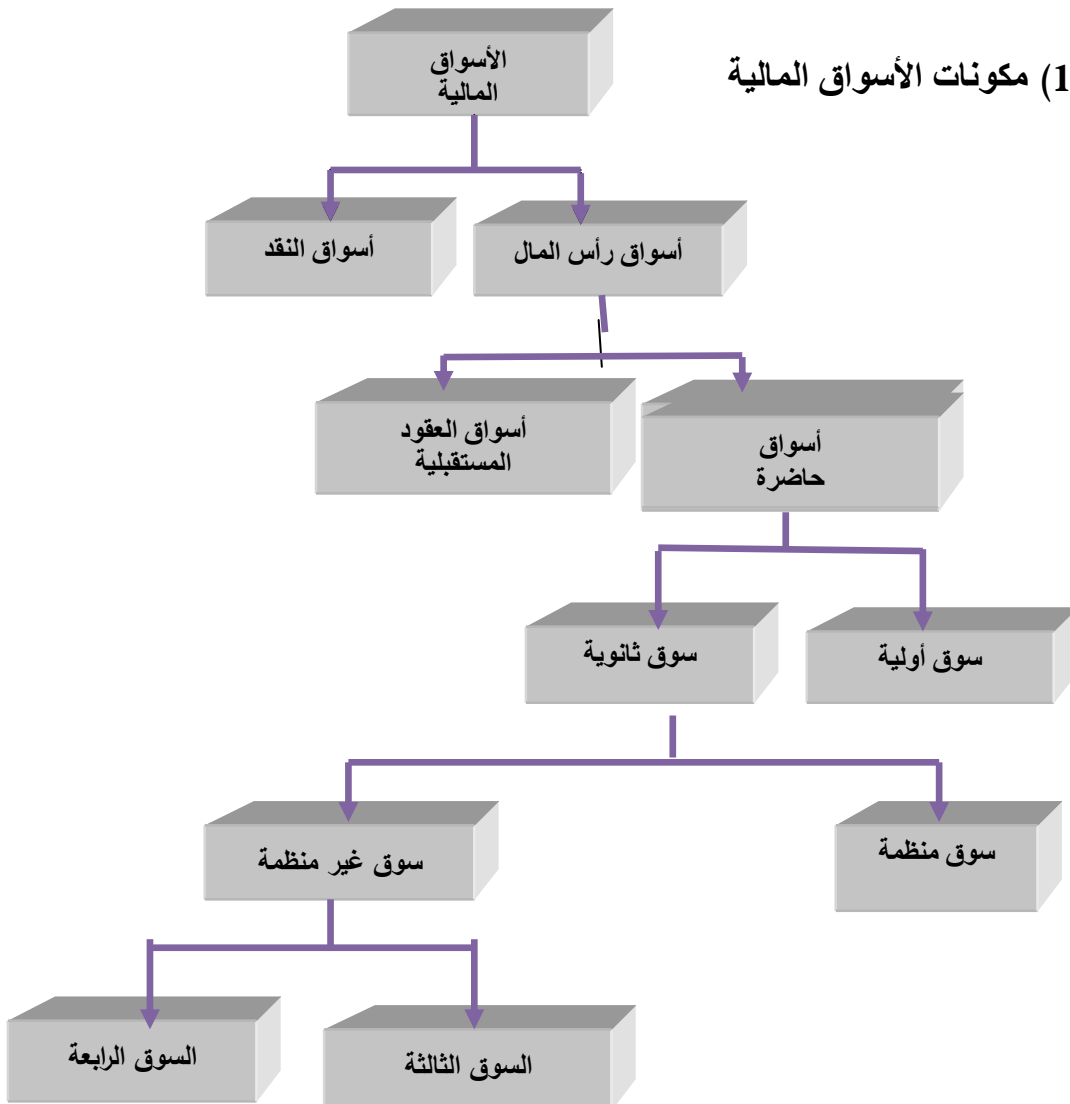
كل مؤسسة تعمل على تحسين وضعها والاستفادة من ارتفاع أسعار أوراقها المالية الذي يعني انخفاض تكلفة التمويل من جهة ويضع الثقة في تعاملاتها من جهة أخرى ،

سادسا- تحقيق الاستقرار الاقتصادي :

تعد سوق رأس المال أداة مهمة من أدوات السياسة الاقتصادية لتنفيذ الحكومات مهامها في الوصول إلى الاستقرار الاقتصادي ، وتجنب التضخم والكساد وذلك من خلال التأثير في معدلات الفائدة وبالتالي تغيير مستويات الاقتراض والاستثمار في الاقتصاد ، حيث تقوم الحكومة بالتأثير من خلال أدوات غير مباشرة في التدخل لتحريك سعر الفائدة مما ينعكس على حركة الأسعار في سوق رأس المال ، وذلك لأن هناك علاقة عكسية بين سعر الفائدة والأسعار في سوق المال ومن رأس المال ومن ثم التأثير في زيادة نمو الاستثمارات ،

المطلب الثاني: تقسيمات الأسواق المالية:

يمكن تقسيم الأسواق المالية إلى عدة أسواق كما يظهر في الشكل التالي:



المصدر: تم إعداده من طرف الطالب.

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

من خلال هذا الشكل يمكن تقسيم السوق المالي الى سوقين أساسيين هما: أسواق النقد وأسواق رأس المال وهما يعتبران مكونات السوق المالية.

الفرع الأول: الأسواق النقدية :

أولاً: تعريف السوق النقدية: حيث يمكن تعريف السوق النقدي كما يلي:

- هو سوق الأموال القصيرة الأجل التي لا تتعدى استحقاقها من حيث مصادرها واستخدامها للسنة المالية الواحدة، كما أنها تمثل الميدان الاقتصادي الذي تباع وتشتري به أوراق المالية قصيرة الأجل.¹
"كما يعرف على أنه سوق مفتوحة تنافسية تتعامل بالأدوات المالية قصيرة الأجل والتي لا تتجاوز فترات استثمارها غالباً سنة واحدة ، وبالتالي فإن السوق المعنية هذها الأدوات جاءت بسرعة وسهولة تحويلها الى سيولة."²

ومن التعريفين السابقين يمكن أن نستنتج السوق النقدية هي تلك السوق التي يتم فيها تداول الأصول المالية قصيرة الأجل وليس لها مكان محدد بذاته بل يتم التعامل من خلال السماسرة والبنوك التجارية ولا تتعدى السنة.

ثانياً: أهمية السوق النقدية:

تتمثل أهمية السوق النقدية بالنسبة للاقتصاد كما يلي³:

- توفر السوق فرصة للمؤسسات الأعمال ذات السيولة الفائضة المؤقتة من استثمارها بأدوات ذات عائد ومخاطر منخفضة جداً وذات قابلية تسويقية عالية.
- تأمين السيولة للجهاز المصرفي، تتمكن البنوك من توظيف ودائعها بطريقة مأمونة وذات سيولة مرتفعة.
- تلعب سوق النقد دوراً مهماً في رسم السياسة النقدية للدولة إذ يقوم البنك المركزي بأحكام الرقابة الفعالة على السياسة الائتمانية من خلال التدخل (المباشر وغير مباشر) في تغيير أسعار الفائدة في الأجل القصير.
- توفير الأموال اللازمة للتمويل بواسطة تعبئة المدخرات الصغيرة وتحويلها إلى قروض ذات مبالغ كبيرة.
- توفير احتياجات الأشخاص من القروض الاستهلاكية.
- تغطية احتياجات قطاع التجارة من الخدمات البنكية اللازمة والاعتمادات المسبقة المفتوحة لدى البنوك التجارية.

¹ - أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل وإدارة - دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2004، ص114.

² - هوشيار معروف، الاستثمار والأوراق المالية، دار صفاء للنشر، عمان، 2006، ص69.

³ - بن عمر بن حاسين ، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية- مذكرة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012-2013، ص 14.

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

ثالثا: الأدوات المستخدمة في السوق النقدي : تتمثل فيما يلي:¹

-أدونات الخزينة: هي أوراق حكومية قصيرة الأجل يتم تداولها في السوق النقدي وهي أداة من أدوات الدين الحكومية هدفها توفير إيرادات مالية للحكومة عندما تعجز إيراداتها الاعتيادية عن تلبية متطلبات الإنفاق الحكومي مدتها في الغالب ثلاثة أشهر او ستة أشهر وهي قابلة للخصم وتقل فيها درجة المخاطرة.

-شهادات الإيداع: هي عبارة عن شهادات تصدرها البنوك والمؤسسات المالية تفيد بأنه تم إيداع مبلغ معين لديها لمدة محددة تنتهي بتاريخ معين وبفائدة معينة وهي قصيرة الأجل وتعتبر أداة من أدوات التعامل الهامة في السوق النقدي وهي توفر الفرصة للمودع للحصول على حاجته للسيولة قبل تاريخ الاستحقاق وبيعها في السوق.

-الأوراق التجارية: يتم تداول الأوراق (الكمبيالة، ستر الأمر....) باعتبارها أداة دين قصيرة الأجل قابلة للخصم وإعادة الخصم، ويتم استخدامها في المعاملات التجارية المختلفة .

-القبولات المصرفية: هي سندات مسحوبة على البنك من قبل عميل يطلب فيها من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغ محدد مخصص مسبقا وتستعمل بشكل كبير في تمويل التجارة الخارجية والداخلية ويضمن هذا القبول تعهد المصرف بالدفع في حالة عدم وفاء العميل للدائن في موعد الاستحقاق، الأمر الذي يزيد من قوة و ضمان السند مما يجعله قابلا للتداول في السوق النقدي.

-اتفاقيات إعادة الشراء: هي وسيلة إقراض واقتراض قصيرة الأجل جدا ويتم استخدامها من قبل الجهات المختصة في بيع وشراء الأوراق المالية، ويتم بموجبها الاقتراض باللجوء الى مستثمر لديه أموال فائضة عن حاجته ويرغب في إقراضها مقابل أوراق مالية لكن بصورة مؤقتة ويتم عقد إعادة شراء تلك الأوراق مع المستثمر نفسه وبسعر يفوق السعر الذي تم بيع الأوراق المالية به.

الفرع الثاني: سوق رأس المال :

أولاً: تعريف سوق رأس المال : هي الأسواق التي يتم التعامل بها في أوراق مالية متوسطة وطويلة الأجل بالاكتتاب بالأسهم والسندات وتتميز هذه السوق بكون حجم الصفقات والمخاطرة والمرونة النسبية وسرعة التداول الأوراق المالية والتنظيم.²

كما يمكن تعريف أيضا سوق رأس المال " :هو سوق لتمويل الاستثمارات لأجل متوسطة وطويلة حيث أن طبيعة استخدام هذا التمويل يتطلب ان يكون لفترة طويلة الأجل وهي فترة إنشاء المشروع حتى يبدأ الإنتاج وتتدفق الموارد النقدية اللازمة لسد القرض.³

¹ - حسن أحمد عبيد، مقدمة في اقتصاديات النقود و البنوك، دار النهضة العربية، القاهرة، 2007، ص 54.

² - حسين بني هاني، الأسواق المالية-طبيعتها-تنظيمها-أدواتها المشتقة، دار الكندي، عمان، 2002، ص11.

³ - حسن أحمد عبيد، المرجع السابق، ص 55.

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

يعتبر أهم الأسواق المكونة لأسواق المال، حيث تتم إجراءات التعامل فيها وفقا لقواعد ونظم معينة وذلك بهدف تجميع المدخرات طبقا لأشكالها وأجالها وضمان استثمارها.

ثانيا: تقسيمات سوق رأس المال: ينقسم إلى سوقين هما السوق الحاضرة والسوق الآجلة:

1 -السوق الحاضرة أو سوق الأوراق المالية: تلعب هذه الأسواق دورا بالغ الأهمية في الحياة الاقتصادية في الدول التي تتيحها اقتصاديات السوق حيث تتمتع هذه السوق بأهمية خاصة باعتبارها حلقة هامة من حلقات النمو في النظام المالي، كما أنها تعكس درجة التقدم في الأنظمة الاقتصادية والمالية. فالأسواق الحاضرة هي "سوق تنتقل فيها ملكية الورقة للمشتري فورا، ويتم فيها تداول الأوراق المالية بصورة فورية بين البائعين والمشتريين"¹.

وتتضمن الأسواق الفورية ما يلي:

1 1 -السوق الأولية (سوق الإصدار):

يعني أنه يتم إصدار الأوراق المالية لأول مرة سواء كانت أسهم أو سندات من طرف مؤسسات قائمة، حيث يمكن تعريفه أنه: "سوق الإصدارات حيث تنشأ فيه العلاقة بين المقرض والمقترض أو بين مصدر الورقة المالية والمكتتب فيها لأول مرة ولذلك هو سوق مالي تتجمع فيه المدخرات لتحويلها الى استثمارات جديدة لم تكون موجودة من قبل"².

كما يمكن تعريف أيضا "سوق تصنعه مؤسسات مالية متخصصة كوسيط مالي تعرض فيه للجمهور المستثمرين أوراقا مالية لمؤسسة خاصة أو عامة لتصديرها لأول مرة"³.

1-2 السوق الثانوية أو سوق التداول: هو سوق للتداول الأوراق المالية الطويلة الأجل بيعا أو شراء بسعر السوق، والتي سبق الاكتتاب بها في السوق الأولى ومن هنا يمكننا أن نعرف سوق التداول بأنه: "المكان الذي يتم فيه جميع المعاملات المالية بيعا وشراء والتي يترتب عنها نقل ملكية الأوراق المالية السابق إصدارها من بائع لمشتري طبقا لسعر السوق السائد للورقة المالية وقت البيع والشراء"⁴.

وأهم ميزة للسوق الثانوي هو أنه يوفر للأوراق المالية المصدر في السوق الأولى عنصر السيولة لذا يستمد السوق الأولية فعاليتها وكفاءته من فاعلية وكفاءة السوق التداول.

وينقسم سوق التداول بدوره الى قسمين السوق المنظم والسوق الغير منظم.

¹ - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص27.

² - د. محمد سويلم، إدارة البنوك والبورصات - الأوراق المالية - جامعة منصور، مصر، 1997، ص37.

³ - حسين بني هاني، مرجع سابق، ص16.

⁴ - د. عبد الغفار حنفي، رسيمة قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص38.

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

1-2-1 السوق غير المنظم:

يقصد بها الأسواق التي تجري فيها التعامل بالأوراق المالية ولكن خارج مقصورة البورصة التي تتولاها بيوت السمسرة، لا يوجد مكان لإجراء هذه المعاملات حيث يتم التعامل من خلال شبكة اتصالات سريعة تجمع بين السماسرة والتجار وتظهر طلبات الشراء والبيع لأسهم المؤسسات مختلفة عبر شاشات الاتصال الالكتروني حيث يتم تنفيذ الصفقة عند أفضل عرض الشراء أو البيع.¹ ويتضمن هذا السوق غير المنظم سوقين آخرين هما: السوق الثالث والسوق الرابع.²

1-1-2-1 السوق الثالث: هو جزء من السوق غير المنظم، حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة (مثلا) صناديق التقاعد، صناديق الاستثمار، شركات التأسيس (وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها وكذا سرعة تنفيذها، كما توفر هذه الأسواق للمتعاملين بعض الميزات التي تمكنها من النجاح والازدهار، حيث يمنحهم حق التفاوض في مقدار العمولة.

1-2-2-1 السوق الرابع: هو سوق التعامل المباشر بين المؤسسات الكبيرة مصدرة لأوراق مالية وبين أغنياء المستثمرين دون الحاجة الى سمسرة أو تجار الأوراق المالية ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات الكترونية وهاتفية وهو ما يشبه السوق الثالث لأن الصفقات تتم خارج البورصة أي خارج السوق المنظمة.

1-2-2-1 السوق المنظم: هو الجزء الثاني للسوق الثانوي وأهم جزء أيضا، فهو عبارة عن مكان اجتماع تجرى فيه المعاملات في ساعات محدودة من قبل ومعلن عنها كل الأوراق المالية، وذلك عن طريق سمسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين، فالتعامل يتم بصورة علنية فيما يخص الأوراق المالية ولذا الأسعار المتفق عليها.³

2 - الأسواق الآجلة: ويتم التعامل فيها أيضا بالأسهم والسندات ولكن تنفيذ العقد يكون في تاريخ لاحق، وتعرف على أنها: "الأسواق التي يتم فيها عقد صفقات البيع والشراء للأوراق المالية، ثم تنفيذها في ميعاد لاحق في المستقبل".⁴

وتعرف أيضا: "بأسواق المشتقات المالية وذلك لأنها تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار الأدوات من أدوات الأسواق المالية الأساسية (الأسهم والسندات)."⁵

¹ - عصام حسين مرجع سابق، ص 22.

² - حسين بني هاني، مرجع سابق، ص 17.

³ - عبد الغفار حنفي، رسيمة قرياقص، مرجع سابق، ص 39.

⁴ - عصام حسين مرجع سابق، ص 20.

⁵ - معروف هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 61.

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

المطلب الثالث: متطلبات قيام الأسواق المالية و طبيعة عملياتها؛

لا تنشأ السوق المالية بمجرد الرغبة في ذلك ولا بصدر قرارات من السلطات المختصة، إذ أن قيام هذه السوق وممارستها لنشاطها بفعالية وكفاءة يحتاج لتوفر عدة شروط تعتبر أركاناً أساسية، إضافة إلى وجود الهياكل الإدارية والتنظيمية التي تحكم عمل هذه الأسواق من حيث إدارة شؤون السوق والصلاحيات المخولة لكل جهة من الجهات التنظيمية، ولتوضيح ذلك نبين متطلبات قيام السوق وآلية عمل البورصة.

الفرع الأول: متطلبات قيام السوق المالية.

لكي تقوم السوق المالية - خاصة أسواق رأس المال - فلا بد من توافر مجموعة من الشروط التي تشكل بدورها المقومات الأساسية لإقامة هذه السوق ومن أهمها:¹

أولاً- تكنولوجيا المعلومات: يقصد بهذا العنصر ضرورة وجود منظومة متكاملة من المعلومات المالية التي توفر للمتعاملين معلومات دقيقة وفورية حول حركة الأسعار اليومية التي تصدر عن السوق، والتي يتم الإعلان عنها من خلال الشبكة الإلكترونية التي تظهر لحظة بلحظة أسعار بيع الأوراق المالية المتداولة، وأسعار شرائها في السوق وحركة المؤشر الرئيسي للسوق المالية، بالإضافة إلى التقارير الدورية عن حركة التداول وكافة الأخبار والبيانات النقدية والمالية والاقتصادية المهمة والتي لها تأثير في اتخاذ القرار الاستثماري؛

ثانياً- الوساطة المالية: يتم التعامل داخل السوق من خلال الوسطاء الماليين والسماسرة الذين يمثلون حلقة الوصل بين البائع والمشتري، وتلتزم شركات السمسرة التي نفذت عملية على خلاف آراء العميل أو على ورقة مالية غير جائز تداولها بتسليم ورقة غيرها خلال أسبوع من تاريخ المطالبة وإلا يجب تعويض العميل؛

ثالثاً- تنوع الأدوات المالية: يجب أن تكون الأوراق المالية قابلة للتداول وتتسم بالمرونة الكافية لتسهيل انتقال ملكية الأوراق من مستثمر لآخر، فالأساليب الفنية الحديثة في الإصدار تميل إلى صياغة الأوراق المالية بشكل تصبح معه هذه الأوراق في متناول المدخر الصغير، الأمر الذي يمكن معه تعبئة موارد مالية كثيرة نتيجة اتساع قاعدة المشاركين أيًا كانت مقدرتهم المالية؛

رابعاً- الأطر التشريعية والتنظيمية لحماية المستثمر: وجود الأطر التشريعية والتنظيمية الفعالة ذات المرونة والقدرة على التكيف المستمر مع المتغيرات الاقتصادية القومية والدولية، فتوافر هذه التشريعات والتنظيمات يساعد كثيرا في عنصر المنافسة الحرة بين العرض والطلب، وتوفير الحرية الاقتصادية لتسهيل المعاملات وتحريك رؤوس الأموال، في ظل وجود خبراء أكفاء لإدارة التداول داخل البورصة حفاظا على أموال العملاء ولضمان استقرار السوق.

¹ - أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، القاهرة، 2007، ص.ص 16-17.

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

الفرع الثاني: الوسطاء المتعاملون في السوق المالية:

أولاً- وسطاء البورصة.

يتمثل الوسطاء المتعاملون في السوق المالية في الأعوان الاقتصادية التي لها عجز في الأموال لتحويلها قصد انجاز استثماراتهم والأعوان الاقتصادية والذين هم (المؤسسات، الحكومة، الأفراد) التي تملك فوائض مالية وليس لديهم فرص استثمارية ويرغبون في استثمارها قصد الحصول على عوائد إضافة إلى الوسطاء بالسوق الذين يعملون بتنظيم العلاقة بين طالبي وعارضي رؤوس الأموال، ومنه يمكن تقسيمه إلى عنصرين هما:

الوسطاء والمتعاملون بالسوق .

1 **الوسطاء بالسوق:** إن تداول الأوراق المالية داخل البورصات لا يتم إلا من خلالها مجموعة من

الوسطاء والذي يطلق سمرة وينقسم الوسطاء الماليين داخل البورصة إلى:

- السمسار .

- السماسرة الوكلاء .

- سماسرة الصالة .

- التجار .

1-1- **السمسار:** هو شخص ذو دراية وكفاءة في شؤون الأوراق المالية ويقوم بعقد عمليات بيع وشراء الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية في المواعيد الرسمية لحساب العملاء مقابل عمولة يتلقاها من البائع والمشتري . ويعتبر أيضا مسؤول عن صحة كل عملية.

1-2- **سماسرة الوكلاء:** وقد يطلق عليه سماسرة الخصم وهي عبارة عن شركات السمسرة التي قد تقدم الحد الأدنى من الخدمة للعملاء والتي تتمثل في عمليات البيع والشراء مقابل ذلك فانه يحصل على عمولة تتناسب مع حجم ما يقدمه من خدمات وفي نفس الوقت هناك سمسار وكيل يقوم بتقديم كافة الخدمات التي يحتاجها المستثمر بدأ من الإجراءات الخاصة بالشراء والبيع وحتى تقديم النصح والمشورة لاتخاذ القرار المناسب.

1-3- **سماسرة الصالة:** وهم السماسرة المستقلون الذين لا يمثلون شركات سمسرة داخل البورصة ويتمثل عملهم في تقديم يد العون لغيرهم من السماسرة الوكلاء وذلك في الأوقات التي يصعب على ممثلي سماسرة الوكلاء تنفيذ كل الأوامر المرسله اليهم وذلك نظير المشاركة في العمولة التي تحصل عليها شركة السمسرة من العملاء.

1-4- **التجار:** هم أعضاء سوق الأوراق المالية الذين ليس لهم حق (طبقا لقواعد العمل داخل السوق) في تنفيذ أوراق الغير من الأشخاص المتعاملين مع السوق بل يقتصر عملهم على شراء وبيع الأوراق المالية لحسابهم الخاص.¹

¹- زينب حسين عوض الله، اقتصاديات النقود والمال، الدار الجامعية، مصر، 1994، ص 196.

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

2 المتعاملون بالسوق المالية: وهم:¹

صناديق الاستثمار - بنوك الاستثمار - مندوبي الحكومة في البورصة.

2-1 صناديق الاستثمار: وهي عبارة عن وعاء مالي لتوسيع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق المالية من خلال جهة ذات خبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية، فهي أحد أساليب الحديثة في إدارة الأموال وفقا لرغبات المستثمرين واحتياجاتهم ودرجة تقلبهم للمخاطر، بما يعود بالفائدة على البنك الذي يؤسس صناديق الاستثمار أو الشركات التي تؤسسها، وأنها تعمل في السوق الثانوي.

2-2 بنوك الاستثمار: هي مؤسسات المالية لا تتلقى الودائع من الأفراد أو مؤسسات الأعمال والدولة ولا تقوم بشراء الأوراق المالية بغرض الاحتفاظ بها كمصدر للدخل بل تقوم بوظيفتين هامتين داخل السوق المالي حيث تؤدي الوظيفة الأولى في سوق الإصدار بينما تمارس الوظيفة الثانية في سوق التداول، وتتمثل الوظيفة الأولى في قيام بنوك الاستثمار بتقديم خدمات إلى شركات المساهمة المتمثلة في مساعدة هذه الشركات في تقديم طلب تسجيل أوراقها المالية وإيداع ملف الاعتماد لدى الهيئات والمنظمة للبورصة بينما تتمثل الوظيفة الثانية بتقديم التسهيلات اللازمة لتداول الأوراق المالية بين البائعين والمشتريين داخل سوق التداول.

2-3- مندوبي الحكومة في البورصة: يتعين وجود مندوب للحكومة في البورصات الرسمية مهمته الإشراف على حركة التعامل للتأكد من سلامتها وعدم وجودها من شأنه أن يؤثر سلبا على حركة البيع والشراء.

الفرع الثالث: العمليات في السوق المالية:

تتمثل عمليات سوق الأوراق المالية سواء كانت البيع أو الشراء في عمليات عاجلة وأخرى آجلة.

أولاً: العمليات العاجلة:

وهي العمليات التي يلتزم كل من المشتري والبائع بتنفيذ عقودها، وذلك بأن يسلم البائع الأوراق المالية ويدفع المشتري ثمنها خلال فترة وجيزة جدا 48 ساعة على الأكثر. ومن خلال هذه العمليات يجب أن يبين كل أمر نوع الصفقة، طبيعة الورقة المالية، موضوع الصفقة والكمية المعروضة أو المطلوبة من هذه الأوراق المالية، دون أن ننسى السعر المرغوب فيه من طرف العميل لتنفيذ أوامره، بحيث يوجد في هذه العملية العاجلة شرط أساسي هو إلزامية حيازة الأوراق المالية موضوع الصفقة وذلك لتسليمها إلى السماسرة المكلفين بتنفيذ الأوامر في سوق الأوراق المالية. ويعمد المتعاملون في سوق الأوراق المالية إلى التعامل العاجل لواحد من السببين أو لكليهما:²

1- الاحتفاظ بها: يعني الاستفادة مما ترجع عليهم من أرباح عند توزيعها وغيرها من الحقوق المتعلقة بالأوراق المالية المشتراة.

¹ - عبد النافع الزردي وغازي فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، 2001، ص110.

² - شمعون شمعون، بورصة الجزائر، جامعة الجزائر للنشر، الجزائر، 1993، ص51.

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

2 المضاربة على ارتفاع أسعارها: فيعمدون إلى بيعها لدى تحسن أسعارها في السوق مع ملاحظة أن أسعار الأوراق المالية في السوق العاجلة أقل ارتفاعاً من أسعارها في السوق الآجلة.

ثانياً: العمليات الآجلة:

وهي العمليات التي يلتزم بموجبها كل من المشتري والبائع على تصفيتها في تاريخ معين يجري فيه التسليم ما عدا حالات التأجيل التي يتفق عليها الطرفان على شروط تأجيلها وتعويضها. وتجري التصفية في كل شهر مرة واحدة وذلك قبل آخر جلسة من جلسات البورصة حيث تسوي الصفقات نهائياً بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية بيعة وشراء ويتم دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية فعلياً خلال عدة أيام من تاريخ التصفية.

بحيث يشترط في الأوراق المالية التي تشملها عمليات السوق الآجلة أن تكون موجودة بكثرة وأن يكون تداولها مألوفة بصورة دائمة وأهم العمليات التي تجرى بها التعامل في السوق الآجلة العمليات التالية¹:

1 - **العمليات البائنة والقطيعة أو عمليات بسيطة:** يحدد تنفيذها بموعد ثابت يسمى موعد التصفية يلتزم المتعاقدون فيه بدفع الثمن وتسليم الأوراق المالية موضوع الصفقة ولا يمكنهم الرجوع عن تنفيذ العملية إلا للمتعاملين في العمليات البائنة تأجيل موعد التسوية النهائية حتى موعد تسوية لاحقة.

2 - **العمليات الآجلة بشرط التعويض:** وهي العملية التي يلتزم بها كل من البائع والمشتري بتصفيتها في تاريخ معين، على أنه يحق لأحد الطرفين عدم تنفيذ العملية وذلك مقابل تخليه عن مبلغ من المال المتفق عليه مسبقاً كتعويض، ويتنازل عن تنفيذ الصفقة. وتنقسم العمليات الآجلة بشرط التعويض إلى:

2 1 - **العمليات الشرطية للمشتري:** بحيث يكون الخيار فيها للمشتري بين استلام الصكوك العمليات الشرطية وبين التخلي عن التعويض، ويكون البائع ملزماً بالقرار النهائي للمشتري ويجب أن تتضمن أوامر السوق المتعلقة بالعمليات الآجلة شرط التعويض ثلاثة عناصر وهي - السعر - مقدار التعويض - أجل التصفية.

2 2 - **العمليات الشرطية للبائع:** في هذا النوع من العمليات يحق للبائع في يوم جواب الشرط تنفيذ الصفقة أو التنازل عن تنفيذها مقابل تعويض متفق عليه مسبقاً.

¹ - بن عمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، مرجع سابق، ص ص 41-42.

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالية

إن الأدوات المالية المستخدمة في هذا سوق النقد أدوات مديونية تكون منعدمة المخاطر بالنسبة للمودع، ومن بين تلك الأدوات يمكن ذكر الكمبيالات، أذون الدفع، شهادات الإيداع البنكية وأذون الخزنة وقد تم ذكرها في المبحث السابق.

كما تعتبر الأوراق المالية أدوات تمويل في سوق الأوراق المالية، وتعتبر أصولاً مالية من وجهة نظر المستثمرين فيها، كما تمثل الورقة المالية صك يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحق في جزء من أصول الشركة أو الحقين معا، ويتم إصدار الأوراق المالية من طرف المؤسسات الاقتصادية مهما كانت طبيعة نشاطها، وتأخذ الأدوات المالية ثلاثة مجموعات أساسية هي أدوات مالية تعكس الملكية وهي ، وأدوات مالية تعكس المديونية وهي السندات ، ويعتبران أدوات تقليدية ، بالإضافة إلى مشتقات المالية.

المطلب الأول: أدوات الملكية (الأسهم):

تعد الأسهم أحد أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية ، ويعرف بأنه "صك يمثل حصة في رأس مال الشركة مساهمة أو إحدى شركات الأموال¹ حيث" تمثل الأسهم ملكية في شركة ما حيث يتكون رأس المال الشركات المساهمة والحصص المتساوية ،يسمى كل منهما سهما ،ويتم الإشارة إليها أحيانا بمصطلح حصة في شركة ، وتاريخيا تميل الأسهم إلى الارتفاع في القيمة بمرور الوقت ،رغم ذلك تكون الأسهم عرضة للتقلبات السعرية اكبر من الأدوات المالية الأخرى ،ويتم تمثيل ملكية الأسهم بصكوك" ،حيث يوضح كل صك ما يلي:²

- القيمة الاسمية للسهم .

-اسم الشركة المصدرة للسهم .

-نوع السهم ورقمه .

-عدد الأسهم بالصك .

الفرع الأول: الأسهم العادية:

هي الأسهم التي لا تمنح لحاملها أية ميزة عن غيره من المساهمين سواء في الإرباح الشركة خلال نشاطها أو في أصولها عند تصفيتها وتصدر الأسهم العادية غالبا في فئة واحدة متساوية الحقوق والالتزامات.ويحصل حملة

¹ - محمد الصيرفي ، مرجع سابق ،ص 13.

² - عصام حسين ،مرجع سابق ،ص 78.

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

الأسهم العادية على نسبتهم من التوزيعات في شكل نسبة مئوية في قيمة رأس المال تعلن سنويا من قبل مجلس الإدارة بالشركة وذلك في حدود القيود والشروط المحددة في العقد الأساسي لشركة".¹

"ويحمل قيمة تعرف بالقيمة الاسمية للسهم، قد يكون السهم لحامله، بمعنى أن الشركة المصدرة لا تعرف من حوزته ذلك السهم في أية لحظة، وذلك فتداوله يتم بانتقاله من المشتري الأخرى دون المرور بالشركة المعنية، أي بمجرد رغبة حامل الأسهم في الحصول مرة أخرى على أمواله يقوم ببيعها في البورصة. كما يكون السهم اسميا أي حاملا لاسم المالك، حيث يصبح هذا الأخير معروف لدى الشركة، وعليه فإن تداوله يتطلب إعلان الشركة بالصفقة لإتاحة الفرص لهذه الأخيرة بتسجيل العمليات في دفاترها والتي تمت على أسهمها ومعرفة الملاك الجدد الذين انتقلت إليهم تلك الأسهم".²

الفرع الثاني: الاتجاهات الجديدة للأسهم العادية.

وتجدر الإشارة إلى ظهور أنواع جديدة من الأسهم العادية منها الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية والأسهم العادية ذات التوزيعات التي تخصم قبل حساب الضريبة والأسهم العادية المضمونة.

أولاً- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:

"خرجت شركة جنرال موتورز على أسواق رأس المال في الثمانينات بمجموعتين إضافيتين من الأسهم العادية. فإلى جانب الأسهم للشركة ككل أصدرت الشركة المذكورة مجموعة من الأسهم أطلق عليها الفئة (أي) (E Class) وربطت فيها التوزيعات - التي يحصل عليها حاملها- بالإرباح التي يحققها قسم إنتاج أنظمة المعلومات الالكترونية، ومجموعة أخرى أطلق عليها (اتش) (H Class) وربطت فيها التوزيعات بالأرباح التي قد يحققها قسم أجزاء الطائرات، وعلى الرغم من أن المزايا التي حققها هذا النوع الجديد من الأسهم، إلا أنه خلق نوعاً من تضارب المصالح بين المستثمرين على الناحية الذي سيشار إليه عند تناول الأسهم العادية المضمونة القيمة"³

ثانياً- الأسهم العادية ذات التوزيعات التي تخصم قبل حساب الضريبة:

الأصل أن إنتاج الأرباح التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا تعتبر من بين المصروفات التي ينبغي خصمها قبل حساب الضريبة، إلا أنه في الثمانينات من القرن العشرين، صدر تشريع ضريبي في الولايات المتحدة الأمريكية يسمح للشركات التي تبيع حصة من أسهمها العادية لأفراد العاملين فيها بخصم الأرباح الموزعة على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، ليس هذا فقط بل نص القانون على إعفاء

¹ -محمد الصيرفي، المرجع السابق، ص156.

² -جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصة والأسواق، مطبعة دار هومة، الجزائر، 2002، ص8.

³ - محمد عوض عبد الجواد وعلي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة (أسهم، سندات، أوراق مالية)، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص95.

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

المؤسسة المالية التي تمنح قرضاً لصندوق العاملين، والمخصص لتمويل شراء تلك الأسهم من دفع ضريبة على 50٪ من الفوائد التي تحصل عليها"¹

ثالثاً - الأسهم العادية المضمونة:

"ظهرت أسهماً عادية تمنح حاملها الحق في مطالبة المنشأة المصدرة بتعويض، إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم عن الحد المعين وخلال مدة محددة بعد الإصدار.

إن الأسهم المضمونة تتيح لحاملها تحقيق أرباح رأسمالية عند ارتفاع القيمة السوقية خلال المدة المحددة للتعويض، بينما لا يتكبد الخسائر بشكل يتجاوز سقف التعويض حتى عند الانخفاض المستمر في القيمة السوقية للسهم، طالما أمكنه الرجوع إلى المنشأة والحصول على التعويض"².
وتتمثل خصائص الأسهم العادية في:³

- إن عدد الأسهم العادية محدد في القانون الأساسي لشركة المساهمة، أي أكبر عدد يمكن إصداره من تلك الأسهم دون تغيير في ذلك القانون.
- إن الأسهم العادية أسهل من السندات من حيث الوصف ولكن أصعب من حيث التحليل، كما إن للسندات في أغلب الأحيان مدة صلاحية محدودة واحدة لأعلى لسعر الفائدة الممنوح، على عكس الأسهم العادية التي تعتوى غير محدودة العمر ولا الأرباح.
- لشركة المساهمة الحق في سحب جزء من أسهمها من التداول وذلك بشرائها من الحملة، كما يحق لأي مستثمر بقدرات استثمارية عالية إن يستحوذ على عدد كبير من أسهم الشركة عن طريق نشر الشراء في الجرائد ومراسلة حملة الأسهم من أجل تنازلهم عما بحوزتهم من أسهم.
- يتحصل حملة الأسهم العادية على أرباح تتوقف عادة على مقدار الأرباح المحققة من قبل المؤسسة وعليه فعوائد الأسهم العادية تتغير من سنة لأخرى، كما أنها توزع بعد توزيع عوائد الأوراق المالية ذات الدخل الثابت وكذا عوائد الأسهم الممتازة.
- يتحصل حملة الأسهم العادية على أرباح تتوقف عادية على مقدار الأرباح المحققة من قبل المؤسسة، وعليه فعوائد الأسهم العادية تتغير من سنة إلى أخرى، كما أنها توزع بعد توزيع عوائد الأوراق المالية ذات الدخل الثابت وكذا عوائد الأسهم الممتازة.

¹ - حسين بني هاني، مرجع سابق، ص 149.

² - محمد محمود الداغر، مرجع سابق، ص 100.

³ - جبار محفوظ، مرجع نفسه، ص 13.

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

الفرع الثالث: الأسهم الممتازة:

والتي تكون خصائصها مشتركة بين الأسهم العادية والسندات حيث "تمثل السهم الممتاز مستند ملكية وان كانت تختلف من الملكية التي تنشأ عن السهم العادي له قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي".¹

ويختلف المساهم العادي عن المساهم الممتاز في كون أن لهذا الأخير الأولوية في الحصول على الأرباح المقررة وكذا الأسبقية في استرجاع أمواله المستثمرة عند تصفية الشركة وله أيضا الحق في أرباح سنوية تحدد بنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم، أما إذا لم تتحقق الشركة أرباحا فهي غير ملزمة بدفع تلك النسبة، وأكثر كثر من فإنه في حالة تحقيق أرباح ورأت الإدارة انه من مصلحة الشركة عدم توزيع الأرباح في تلك السنة فإنه لا يتم توزيعها على النوعين من الأسهم، نظر لما تتمتع به الأسهم الممتازة من أسبقية على الأسهم العادية، فإنها عادة ما تحرم من حق التصويت.²

ونشير لكل نوع من الأسهم الممتازة كما يلي:

أولا- الأسهم مجمعة الأرباح :

"هي نوع من الأسهم الممتازة تضمن لحاملها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة حققت فيها الشركة أرباح لكنها لم تعلن عن توزيعها بسبب أو لآخر وذلك بخلاف السهم العادي الذي لا يضمن لحامله مثل هذا الحق إذ يسقط حق المساهمة العادي في المطالبة بتوزيعات سنوات سابقة".³

ثانيا- الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح:

"هذا يعني أن حامل هذه الأسهم يأخذ نصيبا من الأرباح أولا، ثم يأخذ نصيبا ثابتا بعد توزيع الأرباح على الأسهم الغير عادية، أما إذا لم تكن مشاركة فهي تأخذ نصيبا أولا فقط".⁴

ثالثا- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:

"تنتج لهم أفضلية الحصول على نصيبهم من الأرباح قبل حملة الأسهم العادية وفي نفس الوقت توفير لحاملها أيضا وخلال فترة زمنية محددة الفرص لتحويل هذه الأسهم عادية إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي مما يحقق له مكاسب رأسمالية".¹

¹ - محمد عوض عبد الجواد وعلي ابراهيم الشديفات، مرجع سابق، ص 99.

² - جبار محفوظ، مرجع سابق، ص 24.

³ - محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص 156.

⁴ - زياد فريد، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 1998، ص 59.

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

رابعاً- الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء:

"تعطي مصدرها حق استدعائها من حاملها أي إمكانية وسداد قيمتها لحاملها، وخصوصاً عند ارتفاع أسعارها السوقية. ومن ذلك يتضح أن الأسهم الممتازة تجمع بين خصائص الأسهم من حيث إنها تعبر عن ملكية المستثمر وعدم وجود تاريخ استحقاق لها وحصولها على توزيعات الأرباح وخصائص السندات من حيث ثبات العائد ودرجة المخاطر المالية للشركة مصدر السهم لهذا فإن العائد على الأسهم الممتازة في الغالب سوف يكون أقل من العائد على الأسهم العادية لكنه من العائد على السندات".²

ومن خصائص الأسهم الممتازة:³

- تتصف بإمكانية الاستدعاء والتسديد. فعلى الرغم من أن الأسهم الممتازة تمثل ملكية جزء من الشركة وليس لها تاريخ استحقاق إلا أنه بإمكان هذه الأخيرة استرداد تلك الأسهم سواء بال شراء من حملتها أو باستبدالها العادية إذا ما رغبوا في ذلك.

- تمتاز هذه الأسهم على الأسهم العادية بأولويتها في الحصول على الأرباح ولكنها تأتي في المرتبة الثانية من حيث الأسبقية في ذلك. إذ يجب على الشركة دفع فوائد الديون قبل تسديد حقوق حملة الأسهم الممتازة.

- تمتاز هذه الأسهم بأنها وسيلة لتمويل الشركة دون تدخل المساهمين في إدارتها، لأنه لا يحق لهم التصويب في معظم الحالات.

المطلب الثاني: أدوات الدين (السندات):

تعتبر السندات أحد الأدوات المالية الطويلة الأجل، ويعرف السند على أنه "التزام مالي تقاعدي مكتوب يتعهد بموجب المقرض Borrower تقديم مدفوعات إلى المقرض Lender والتي هي فائدة تدفع خلال عدد محدود من السنوات، بالإضافة إلى أصل المبلغ أو القيمة الاسمية".⁴

"وقد ينطوي العقد على شروط أخرى لصالح المقرض مثل: رهن بعض الأصول الثابتة ضماناً، أو وضع قيود على إصدار سندات أخرى في تاريخ لاحق، كما قد يتضمن العقد شروطاً لصالح المقرض مثل: حق استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق.

ونظر لان المستثمر الفرد عادة ما يكون واحداً من آلاف المستثمرين الذين اقبلوا على شراء تلك السندات، وان مشترياته قد لا تمثل سوء جزء ضئيل من القيمة الكلية للإصدار، فإنه لا يستطيع عملياً متابعة استيفاء المنشأة

¹ - محمد الصريفي، مرجع سابق، ص 157.

² - قمجة عبد الرحمن، مرجع سابق، ص 21.

³ - جبار محفوظ، مرجع سابق، ص 28.

⁴ - محمد عوض عبد الجواد، مرجع سابق، ص 106.

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

للشروط التي تضمنها العقد، لذا تنص التشريعات على دخول طرف ثالث قد يكون مصرفاً تجارياً، يعمل بمثابة وكيل أو حارس أو أمين¹ وتتنوع السندات كالآتي:

الفرع الأول: السندات الحكومية:

"والتي هي وثائق الدين العام طويلة الأجل، تصدر عادة عن بنوك المركزية ولفترات متباينة حسب الظروف الاقتصادية للبلد وحالة العجز السائد في الميزانية العامة .

وتلجأ الحكومة إلى هذه السندات عندما تتجاوز النفقات العامة الإيرادات العامة التقليدية (الرسوم والضرائب ودخول الدومين العام)، وتفضل السلطات المالية الاعتماد على القروض العامة بدلا الإصدار الجديد لتمويل هذا العجز.²

الفرع الثاني: السندات المضمونة بأصول الشركة:

"قد تصدر الشركات سندات مضمونة أو مرهونة ببعض ممتلكاتها كالأراضي أو الآلات أو أوراق المالية في محفظتها أو غير ها من الأصول المادية والمالية . في هذه الحالة لا يمكن للشركة المعنية التصرف في تلك الأصول المرهونة إلا في حدود ما استهلكته من تلك السندات . وبذلك فإن تخلي عن التزاماتها تجاه حملة هذا النوع من السندات سيجعل هؤلاء تلك الأصول المرهونة ويقسمون العائد فيما بينهم³ .

الفرع الثالث: سندات الهيئات المحلية Monies :

"مؤسسات الدوائر الرسمية والتي تصدر عادة لأغراض استثمارية بحتة وخاصة في مشروعات البنية التحتية وبالتالي تكون هذه السندات كالسندات الحكومية السابقة طول الأجل. وتتسم غالبا بنفس خصائص من حيث الضمانات الرسمية والإعفاءات الضريبية وخاصة بالنسبة لفوائدها.⁴

الفرع الرابع: سندات الشركات المساهمة:

"والتي تصدر عن القطاع الخاص بغرض الاقتراض من الجمهور مقابل فوائد محددة وبضمان أموال الشركة المعنية، وبالتالي فإن هذه السندات لا تحظى بضمانات حكومية ، فتكون أكثر خطوات من السندات الصادرة عن الخزينة المركزية أو المصالح الإقليمية.

وعليه فإن درجة خطورة هذه السندات ترتبط بالتصنيف الائتماني للشركة المصدرة لها . وهذا ما يجعل تركيز عملية إصدارها في شركات متميزة بقدراتها الائتمانية العالية نسبيا أمرا ضروريا.¹

1 - عصام حسين، مرجع سابق، ص78.

2 - محمد عوض عبد الجواد وعلي إبراهيم الشديقات، مرجع سابق، ص112.

3 - جبار محفوظ، مرجع سابق، ص55.

4 - محمد عوض عبد الجواد وعلي إبراهيم الشديقات، نفس المرجع ، ص113.

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

وتتمل خصائص السندات في:²

- تدفع الفائدة المستحقة على السندات بنسبة مئوية معينة من القيمة الاسمية .
- يتم تثبيت سعر الفائدة على السندات طيلة حياتها.
- يمكن إضفاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق.
- تسديد حقوق حاملي السندات قبل حقوق حاملي الأسهم في حالة إفلاس الجهة المصدرة للسندات.
- أهم المخاطر التي تواجه حملة السندات هي تقلب أسعار الفائدة.
- يمثل السند أداة دين.
- السند أداة استثمارية ثابتة الأجل.

المطلب الثالث: المشتقات المالية

تعرف المشتقات بأنها أدوات استثمارية متنوعة وسميت هذا الاسم لأنها مشتقة من أدوات استثمارية تقليدية مثل الأسهم والسندات وتعتمد في قيمتها على أسعار هذه الأدوات وتشمل المشتقات، عقود المستقبلية والاختيارية والمبادلات، والعقود الآجلة.³

ان عمليات المشتقات المالية قد تطورت بصورة كبيرة في الأسواق المالية المتقدمة وقد استقرت في السنوات الأخيرة نظرا للتقلبات الواسعة التي حدثت في الأسواق المالية ، ولما توفره تلك العمليات من أدوات لتغطية المقترضين والمقرضين على السواء من مخاطر تقلبات العائد وأسعار الصرف في عالم يسوده قدر كبير من عوامل عدم التيقن.

الفرع الأول: العقود المستقبلية.

أولا - تعريف العقود المستقبلية: أنه التزام نمطي إما للبيع أو لشراء أصل معين بسعر محدد وبتاريخ مستقبلي محدد أي أن يتم التنفيذ في المستقبل والعنصر الأساسي في هذا العهد هو أن السعر والأصل والكمية يتم الاتفاق عليهما عند توقيع العقد بينما يتم دفع الثمن وتسليم الأصل المتفق عليه في المستقبل.⁴ كما يمكن تعريفه أيضا "يمثل العقد المستقبلي اتفاقا قانونيا ملزما بين طرفين هما البائع والمشتري يتعهد فيه البائع بتسليم موضوع التعاقد عند السعر المحدد وفي تاريخ المتفق عليه".

ثانيا - خصائص العقود المستقبلية:

تتميز العقود المستقبلية بالخصائص التالية:⁵

- إن للعقود المستقبلية شروط نمطية تختلف من عقد لآخر تحددها سوق الأوراق المالية.
- في العقود المستقبلية لا يعرف طرفا العقد بعضهما البعض .

¹ - نفس المرجع ،ص113.

² - حسين بني هاني ،مرجع سابق ،ص154.

³ - منير ابراهيم هندي ، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال ، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1997، ص 6.

⁴ - محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العيد، الاستثمار في الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003، ص97.

⁵ - بن عمر بن حاسين، مرجع سابق، ص ص 31-32.

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

- تقوم سوق الأوراق المالية بتوفير آلية تعطي كل منها ضمانا بأن العقد سينفذ وهذه الآلية تعرف بغرفة المقاصة.

- يتم تداول العقود المستقبلية في أسواق المنظمة.

- إن بورصة شيكاغو هي أكبر البورصات التي يتم تداول العقود المستقبلية فيها.

- إن التعامل في العقود المستقبلية يتطلب إيداع كل طرفين مبلغ يعرف بالهامش الضمان أو الهامش المبدئي ذلك لضمان العقد.

- يتم نشر أسعار العقود المستقبلية في الصحف المالية. ففي الولايات المتحدة الأمريكية تختص جريدة " وول ستريت " بذلك.

- توفر أسواق العقود المستقبلية المعلومات عن الأسعار الحاضرة والمستقبلية باستخدام الوسائل والميكانيزمات التي يمكن من خلالها التوصل إلى الأسعار الحالية والمستقبلية.

- معرفة جميع أطراف السوق على هذه المعلومات التي من شأنها رفع كفاءة السوق .

الفرع الثاني: العقود الاختيارية.

أولاً- تعريف العقود الاختيارية: "يعرف حق الاختيار بأنه اتفاق يعطى لطرف ما الحق في بيع أو شراء عدد من الأوراق المالية من طرف ثاني بسعر محدد متفق عليه مقدما"

كما يمكن تعرف أيضا " تسمى هذه العقود حقوق أو عقود اختيار نظرا لأنها تعطي مشتري العقد الحق وليس التزام كما هو حال في العقود المستقبلية في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، وذلك نظير مبلغ غير قابل للرد يدفع للطرف الثاني (محرر العقد) على سبيل التعويض أو المكافئة¹ ."

ثانياً- خصائص العقود الاختيارية: ان للعقود الاختيار تتميز بعدة خصائص هي²:

- إن مبلغ التعويض أو المكافئة أو ثمن الخيار يدفع لمحرر العقد الذي يلتزم بتنفيذه عندما يحين تاريخ التنفيذ.

- إن تاريخ تنفيذ هذه الحقوق يكون غالبا يعد مرور 3 أشهر من تاريخ الاتفاق .

- إن حقوق الاختيار قابلية للتداول كأى عقود أخرى وعلى أساس عاملي العرض والطلب اللذان يتوقفان بدورهما على قيمة الأصل محل العقد .

- لا يتطلب الاستثمار في الخيارات مبالغ ضخمة مثل ما هو مطلوب للتعامل في الأسواق الحاضرة.

- إن للعقود الاختيارية شروط نمطية تختلف عن العقود الأخرى .

يتم تداول العقود الاختيارية في أسواق المنظمة .

¹- إبراهيم سلطان، محمد صالح الحناوي، جلال العيد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002، 347.

²- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة معارف الاسكندرية، 1999، ص 605.

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

الفرع الثالث: عقود المبادلات .

أولاً- تعريف عقود المبادلات: يمكن تعريف عملية المبادلة على أنه اتفاق يتم بين طرفين لتبادل تسديدات في مدة يتفق عليها مسبقاً ووفقاً لشروط تكون برضى الطرفين"

كما يمكن تعريف عقود مبادلة" بأنه سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية...) وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الاختيار، كما أن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح والخسائر) لا يتم تسويتها يومياً كما هو الحال في العقود المستقبلية".¹

ثانياً- خصائص عقود المبادلات:

تتمثل خصائص عقود المبادلات فيما يلي²:

-التقليل من حجم المخاطر التي لا تمس عادة الأصول المعتمدة للعوائد العينية لأنها افتراضية.

-العوائد المالية المتوقعة قد تعود الى جميع الأطراف المعنية بعقود المبادلات وذلك عند توفر ميزة نسبية وبشكل مستقل.

-تعديل المخاطر المتعلقة بتدفقات العملة الأجنبية من الدخل الذي تتوقعه المؤسسة من الاستثمار في الخارج أو المخاطر الناجمة عن تحرك أسعار الفائدة الأجنبية في البلد المعني بالاستثمار بشكل مختلف لتحرك أسعار الفائدة المحلية.

-عند قيام مؤسسة بتقديم قروض رهون بمعدل ثابت فان هذه العملية قد تكون مهددة للمخاطر والحماية منها تدخل المؤسسة المعنية بائتمان الرهون الى مبادلة أسعار ثابتة مقابل معدلات معيارية.

-عقود المبادلات هي عقود تربط الأسعار المقومة بالأسعار الثابتة مما يزيد من حالات التأكد بالنسبة للالتزامات المستقبلية خاصة وأنها تسمح في تعديل المحفظة الاستثمارية حسب الظروف الجارية والمستقبلية للأسواق.

الفرع الرابع: العقود الآجلة.

العقد الآجل هو إتفاق بين طرفين لتبادل أصل بسعر محدد في تاريخ محدد و في ظل هذا العقد فإن المشتري يلتزم بشراء أصل و يلزم البائع بهذا السعر في التاريخ المحدد للتنفيذ.

العقود الآجلة تكون بصفة عامة معيارية، و هذا يعني أن كلا من البائع و الشاري يتفاوضان على شروط العقد لذلك فإن هذا العقود تتميز بنوع من المرونة ، هذه العقود لا تتميز بالسيولة مقارنة بالعقود المستقبلية ، فإذا رغب البائع أو المشتري في الخروج من الاتفاق الآجل فإنه يحتاج إلى أن يجد شخصاً آخر يحل محله و يقبل أن يتم بيع العقد له. تتضمن العقود الآجلة مشكلة محتملة و هي المتعلقة بمخاطر العجز عن السداد أو الوفاء بالالتزام محل العقد ولا توجد مدفوعات عند بداية العقد و تتحقق قيمة العقد في تاريخ انتهاء صلاحية العقد.³

¹- إبراهيم سلطان، محمد صالح الحناوي، جلال العيد، مرجع سابق، ص 401.

²- بن عمر بن حاسين، مرجع سابق، ص 35.

³- طارق عبد العال حماد، "المشتقات المالية"، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2001، ص16.

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

المبحث الثالث: كفاءة الأسواق المالية

تعد كفاءة الأسواق المالية من الموضوعات الهامة خلال العقود القليلة الماضية بسبب أهميتها التطبيقية، ويعتبر تقييم كفاءة أي سوق مالي وتحديد العوامل المؤثرة فيه من الأدوات التي يجب الاهتمام بها في مجال مراقبة حركة مؤشر السوق وأسعار الأسهم، ويعتمد الاستثمار في الأوراق المالية على دقة البيانات والمعلومات المنشورة والتي تؤثر كثيرا على قرارات المستثمرين، وأي خلل في هذه البيانات والمعلومات ينعكس بصورة مباشرة على كفاءة السوق المالية؛ ولتوضيح كفاءة السوق المالية اعتمدنا في تقسيم هذا المبحث على النقاط التالية:

- المعلومات في السوق المالية؛

- مفهوم ومتطلبات كفاءة السوق المالية؛

- الصيغ المختلفة لكفاءة السوق .

المطلب الأول: المعلومات في السوق المالية؛

تعتبر المعلومات من العناصر الأساسية والحيوية للمؤسسات المالية والأسواق المالية، فالمعلومات تمكن المستثمرين من استخدام برامج خاصة لتحليل السوق، ولتوضيح ذلك نتناول في هذا المطلب مفهوم المعلومات وأهميتها بالنسبة للسوق المالية.

الفرع الأول: مفهوم المعلومات: أصبحت المجتمعات في العصر الحديث تعتمد بالدرجة الأولى على المد المعلوماتي بالبيانات، ومع ظهور الأجهزة الإلكترونية المستخدمة في تكنولوجيا المعلومات؛ أصبحت المعلومات وسيلة ذات أهمية بالغة في المساعدة على اتخاذ القرارات والمتابعة والتنظيم، من أجل تحقيق الأهداف المرجوة. حيث يمكن تعريف المعلومات على أنها "مجموعة من البيانات التي تم تجهيزها للمتعاملين، وهي ذات قيمة حقيقية أو متوقعة عن العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرار، وتعمل على تنمية وزيادة المعارف وتخفيض مخاطر عدم التأكد لأي حالة، وتتصف بالدقة، الملائمة، وتوفرها في الوقت المناسب، والشمول، والانتظام في نشر المعلومات بصفة دورية، والعدالة في توفير البيانات لجميع المستثمرين بشكل عادل".¹

يمكن أيضا تعريف المعلومات على أنها "عبارة عن بيانات أجريت عليها معالجة من خلال نظام المعلومات لتحويلها إلى معلومات تساعد في تنمية المعارف، وزيادة ثقافة متخذ القرار، وتصله عبر قنوات الاتصال بحيث تفيد في تنمية البدائل والاختيار، وذات خصائص تناسب القرارات المختلفة مما يساعد في اختيار القرار الأمثل لبناء أسبقية تنافسية وتحقيق استراتيجية المؤسسة".²

عادة ما يستخدم مصطلح المعلومات والبيانات (المعطيات) في الحياة العلمية كمرادفين لوصف شيء واحد، على الرغم من الاختلاف الشديد في المفهوم ومعنى كل منهما، إذ يمكن اعتبار المعطيات مصادر أعمال خامة والتي تمثل أحداث لم تنظم ولم ترتب بصفة تسمح للأشخاص بفهمها واستعمالها، أما المعلومة فهي عبارة عن

¹ - صالح مفتاح وفريدة معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 7، 2009، ص 183 .

² - نجم عبد الله الحميدي، نظم المعلومات الإدارية، دار وائل، الأردن، 2005، ص ص 42-43.

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

الفرق الذي تتضمنه الرسالة وهي قادمة من العالم الخارجي والذي سيحدث عند مستقبلها فرقا آخر، مما سيظهر تصرف جديد ملائم لهذه المعرفة الجديدة المكتسبة، ولا بد من اللجوء إلى نموذج ما لترجمتها كي نتمكن من استعمال هذه المعطيات بالصفة التي تخدم المؤسسة، وتتحول المعطيات بعد فهمها إلى معلومات.¹

الفرع الثاني: خصائص المعلومات

لاتخاذ القرارات السديدة، لا بد من توافر عدة خصائص في المعلومات تمكنها من الرقي إلى مستوى الحقائق المؤكدة، ونذكر من بين هذه الخصائص ما يلي²:

- 1- **دقة المعلومات**: يمكن تحديدها بمدى تمثيلها للموقف أو الحدث الذي تصفه، وتتوقف درجة الدقة المطلوبة في المعلومات على احتياجات المستخدم وطبيعة المشكلة ومرحلة صنع القرار؛
- 2- **حدائثة المعلومات**: يقصد بها الكفاءة في تجهيز المعلومات، وينبغي ألا يستغرق تجهيزها وقتا طويلا حتى لا تفقد المعلومات حدائتها ونفعها؛
- 3- **جودة المعلومات**: يمكن أن تتحقق جودة المعلومات بأمرين، أحدهما الموضوعية أي عدم التحيز في معالجة البيانات وطريقة عرضها، والآخر تجنب الأخطاء والتزوير؛
- 4- **تكامل المعلومات**: لا بد أن تتكامل المعلومات لأن عدم تكاملها يجعلها غير صالحة للوصول إلى الهدف المطلوب؛
- 5- **تركيز المعلومات**: يقصد بذلك تلخيص البيانات في جداول ورسوم بيانية توضح الاتجاهات العامة؛
- 6- **دلالة المعلومات**: المعلومات ذات الدلالة هي المعلومات التي تشبع حاجة الإدارة إلى المعرفة التي تساعد في اتخاذ القرارات.

الفرع الثالث: مصادر المعلومات

تبعاً للأهداف الموضوعية وكيفية تحقيقها تتعدد البيانات والمعلومات المطلوبة، والمتمثلة في القوائم المالية والمعلومات المنشورة بوسائل الإعلام، أو في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة، ويتوافر الآن في عصر المعلومات عدد كبير من مزودي برامج الاستثمار، ويتم الحصول على البيانات والمعلومات عادة من خلال مواقع الويب والوسائل الإعلامية المطبوعة، والتي تتنافس فيما بينها لمد المستثمر بالمزيد من البيانات الحديثة والأكثر تفصيلاً عن البورصة وأسعار الأسهم وعمليات التحليل المتعلقة به، وفيما يلي بعض هذه المصادر³:

¹ - هلال درحمون، المحاسبة التحليلية: نظام معلومات للتسيير ومساعد على اتخاذ القرار في المؤسسة الاقتصادية - دراسة مقارنة. ، أطروحة دكتوراه دولة غير منشورة، (2005 ، / العلوم الاقتصادية)، جامعة الجزائر، 2004 .
² - نجم عبد الله الحميدي، نظم المعلومات الإدارية، مرجع سابق، ص 44.
³ - قسم الترجمة بدار الفاروق، مايكل بيكيت، كيف تعمل البورصة؟، دار الفاروق للنشر والتوزيع، القاهرة، 2006 ، ص.ص 60-63.

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

1 **برامج الاستثمار:** تتوافر المعلومات الخاص بأسعار الأسهم والأخبار الاقتصادية والإحصائيات المفصلة عن الشركات على الإنترنت، ولكن لا يمكن الحصول عليها جميعا، إضافة إلى أنه ليست على موقع واحد، وتعد برامج الاستثمار أنسب الطرق للحصول على المعلومات التي يحتاجها المستثمر من خلال مكان واحد.

2 **برامج التحليل الفني:** تساعد برامج التحليل الفني مستخدمها في عمليات متابعة وتوقع وتحليل أسواق الأسهم من خلال البيانات التاريخية اليومية واللحظية للسوق المالية.

3 **أبحاث المحلل الفني:** عادة ما تكون أبحاث السماسرة مفصلة، ومن الضروري أن يطلع المتعامل على أكبر كم من الأبحاث قدر استطاعته للسببين التالي ذكرهما:

- إسهام أحدث تقارير الشركات الصادرة عن محللين معتمدين في تحريك أسعار الأسهم؛

- إسهام تقارير الأبحاث في تثقيف المتعامل وتوعيته فيما يتعلق بالشركة أو القطاع الذي يتعامل معه أو الاقتصاد القومي ككل .

4 **-الصحف والمجلات المالية:** تم نشر التقارير والتحليلات المالية المتنوعة في الصحف والمجلات، ويزداد بصورة ثابتة خلال السنوات الأخيرة عدد الصفحات المخصصة للمال والاستثمار في الصحف اليومية والأسبوعية والمجلات، وتعد بذلك من أفضل طرق الاسترشاد للتعامل في البورصة والعمل في الاستثمارات الأخرى.

5 **-شبكة الإنترنت:** إن دخول الإنترنت في عالم التجارة يعني أن التعرف على أسعار الأسهم الحالية لم يعد حكرا على المؤسسات المالية الكبرى، وتقدم العديد من مواقع السمسرة على الإنترنت معلومات الأسعار للعملاء والبعض منها يكون لديه الأسعار المدرجة في الوقت نفسه على أجهزة الكمبيوتر الخاصة بالبورصة .

6 **-التقارير:** التقرير هو عبارة عن وثيقة رسمية ومنظمة تعطي ملخصا وافيا لمحتوى من المعلومات التي تؤكد نشاط المؤسسة أو السوق خلال فترة زمنية معينة، وبالتالي فإن هناك العديد من التقارير المختلفة والمتعددة في كل نشاط من أنشطة المؤسسة، حيث تعتبر أداة من أدوات الاتصال والرقابة بين المستويات، ويراعى عند إعداد هذه التقارير سهولة الشكل وتوفيرها في الوقت المناسب، ويجب أن تكون المعلومات الواردة في التقرير واضحة وقابلة للفهم وملائمة .

الفرع الرابع: أثر المعلومات على السوق المالية¹:

تعتبر المعلومات العنصر الأكثر تأثيرا في أسعار الأسهم، ويتم تقديم المعلومات والبيانات من خلال التقارير المالية إلى المستخدمين بشكل مضمون وصحيح وملائم لمساعدتهم في اتخاذ القرارات فيما يعرف بالإفصاح المحاسبي، ولهذه المعلومات تأثير مباشر وصريح على سوق الأوراق المالية سواء من حيث تأثيرها على اتخاذ

¹ - عبد الرحمان بن عيسى، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة الأسواق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، تخصص مالية ومحاسبة، قسم العلوم التسبيير، جامعة المدية .، الجزائر، 2008-2009، ص 9.

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

القرارات الاستثمارية الملائمة مثل قرار الاحتفاظ بالأوراق المالية أو قرار التخلص منها أو الدخول في استثمارات جديدة، أو من حيث تأثيرها على الأسعار أو العائد على الأسهم، وبالتالي على حجم التداول وتنشيط حركة السوق المالية.

يمكن الاعتماد على هذه المعلومات لقياس حجم المخاطر بأنواعها المختلفة والتنبؤ بها (مخاطر معدل الفائدة، مخاطر السوق، مخاطر السيولة، مخاطر سعر الصرف، مخاطر الإدارة، مخاطر الأعمال)، ومن خلال دراسة المعلومات المحاسبية المتاحة عن الوحدة الاقتصادية مثل العائد المحاسبي ومعدل التوزيعات ومعدل النمو وبعض النسب المحاسبية، يمكن الوصول إلى القيمة

الحقيقية لكل ورقة مالية من الأوراق المتداولة في السوق، ويبرز تأثير المعلومات المحاسبية على سوق الأوراق المالية من خلال دورين هما:

1 - **الدور التيسيري**: ويتم ذلك عن طريق إمداد المستثمرين بالمعلومات اللازمة عن الشركات المدرجة في

البورصة قبل اتخاذ قرار الشراء أو البيع بهدف دعم وترشيد ذلك القرار.

2 - **الدور التأثيري**: تأثير المعلومات على وظيفة إدارة محفظة الأوراق المالية بشكل يحقق التوازن المطلوب

بين الخواطر والعوائد، بما يحفظ لسوق الأوراق المالية التوازن بقدر الإمكان ويحقق للمستثمرين الربحية المستهدفة.

المطلب الثاني: مفهوم ومتطلبات كفاءة السوق المالية

الفرع الأول: تعريف كفاءة السوق المالية:

يتصف السوق الكفاء باستجابة أسعار الأوراق المالية على نحو سريع للمعلومات الجديدة التي يحصل عليها أطراف السوق مما يؤدي إلى تحديد القرارات الاستثمارية بناء على هذه المعلومات، أي تعكس أسعار الأوراق المالية لجميع المعلومات المعروفة وهي المعلومات التاريخية مثل: سلسلة المعلومات التاريخية، والمعلومات الجارية وهي المعلومات المعلنة للعمامة، كما تعكس المعلومات التي يحصل عليها أطراف السوق من خلال تحليل ومعالجة المعلومات التاريخية والجارية، ومنه يمكن تعريفها "تتسم سوق الأوراق المالية الكفاء بالتنافسية أي تتحدد فيها أسعار الأصول وعوائدها وفقا لقوى العرض والطلب ويتسم سلوك المتعاملين بالرشادة مع افتراض تماثل المعلومات المتاحة لدى جميع المستثمرين وتحدد بالتالي القرارات الاستثمارية بناء على هذه المعلومات"¹ كما يمكن تعريف كفاءة السوق بالأوراق المالية أيضا "أن تعكس أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة وبدقة"².

نستنتج مما سبق تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية في ظل فرضية السوق الكفاء يفترض توافر المعلومات لكل المتعاملين الاقتصاديين، حتى لا يكون هناك مشاكل عدم تماثل المعلومات.

¹ - بن عمر بن حاسين، مرجع سابق، ص 69.

² - إبراهيم سلطان، محمد صالح الحناوي، جلال العيد، مرجع سابق، ص 125.

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

الفرع الثاني: الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية:

تثير فرضية السوق الكفاء الكثير من الجدل، ويرى البعض أن كفاءة السوق لا تكون إلا إذا وجد فيه عدد من المستثمرين الذين يعتقدون أن السوق غير كفاء فيتوقع أن يسعى كل منهم إلى الحصول على المعلومات الإضافية وتحليلها للاستفادة منها في تحقيق أرباح غير عادية.

وتشير الكفاءة الكاملة إلى أن السوق الكفاء هو الذي لا يوجد فيه فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم؛ وهذا ما يضمن تغييرا فوريا في السعر بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة للمستثمر، وفي هذا الإطار يمكن القول أنه لا يوجد فاصل زمني بين حصول مستثمر وآخر على تلك المعلومات، وبالتالي لن نتاح لأي منهم فرصة لا تتاح لغيره.

هذا المفهوم لكفاءة السوق يطلق عليه كذلك بالكفاءة التامة، والتي تقتضي توافر شروط معينة تتمثل في التالي:¹

- شفافية المعلومات ولحظية انتقالها للجميع وبدون تكاليف تذكر أو ما يطلق عليه بالكفاءة المعلوماتية، وفي ظل هذا الشرط تكون توقعات كافة المستثمرين متماثلة نظرا لتماثل المعلومات المتاحة لكل منهم؛

- التعاملات محررة من أية قيود، كتكاليف المعاملات أو الضرائب، ولا توجد قيود على دخول أي مستثمر إلى السوق وخروجه منه، أو على بيعه وشراؤه لأي كمية من الأسهم وللشركة التي يرغب؛

- تواجد عدد كبير من المستثمرين، وبالتالي فإنه لا يمكن لأي مستثمر لوحده أن يؤثر في أسعار الأوراق المالية المتداولة، ويصبح المستثمرون أقرب إلى متلقي سعر؛

- اتصاف المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة من وراء استغلال ثرواتهم .

بالرجوع إلى هذه الشروط، نجد أنه لا يبدو منها ما هو واقعي من الناحية العملية سوى الشرط الرابع، فبالنسبة للشرط الأول لا يوجد ما يضمن أن لا يكون لأحد المتعاملين في أسواق رأس المال علاقات صداقة أو قرابة في المنشأة المعنية تسمح له بالحصول على المعلومات الضرورية قبل غيره من المتعاملين، كما أنه في الشرط الثاني لا يمكننا إلغاء فكرة وجود تكاليف وقيود على المعاملات في أسواق رأس المال، أما فيما يتعلق بالشرط الثالث فإن وجود عدد من المؤسسات التي تبرم صفقات ضخمة على نوع من الأوراق المالية من شأنه ترك أثر على سعر هذه الورقة المالية .

أما بالنسبة للشرط الرابع فهو واقعي وقابل للتحقيق بسعي كل مستثمر إلى تعظيم المنفعة، فالكفاءة الكاملة إذن لا يمكن أن تتوافر في السوق، إذ من المستحيل تحقيق الكمال في استيفاء الشروط الثلاث الأولى، فالشرط الرابع إذن هو المحور الأساسي لكفاءة السوق ويعتبر حدا أدنى من الشروط، ولهذا فإننا ننتقل من مفهوم الكفاءة الكاملة للسوق إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية.

¹ - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، الطبعة الثانية، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص.ص 281-282.

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

في ظل الكفاءة الاقتصادية يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق وحتى تنعكس آثارها على أسعار الأسهم، وهو ما يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل¹.

الفرع الثالث: مقومات السوق الكفاء.

هناك أربعة مقومات أساسية للسوق الكفاء وهي:²

- دقة وسرعة وصول المعلومات - كفاءة التشغيل والتسعير - السيولة - عدالة السوق.

أولاً- دقة وسرعة وصول المعلومات:

إن دقة وسرعة وصول المعلومات في سوق الأوراق المالية تعمل على زيادة كفاءة تخصيص الموارد في الاقتصاد بتوجيهها نحو المؤسسات ذات الكفاءة أو القطاعات ذات المزايا النسبية، وهو ما يعني تحقيق كفاءة السوق وبدورها تؤدي إلى تحقيق الكفاءة الاقتصادية .

ثانياً- كفاءة التشغيل والتسعير أو ما تسمى بمتطلبات كفاءة السوق:

يقصد بكفاءة التشغيل أو بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون تحمل أطراف السوق لتكاليف مرتفعة ودون تحقيق التجار لأرباح غير عادية. أما كفاءة التسعير يقصد بها بالكفاءة الخارجية وهي المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير مما يجعل أسعار الأسهم صورة تعكس كافة المعلومات المتاحة وذلك دون أن يتحمل المتعاملين تكاليف مرتفعة مما يعني إتاحة الفرصة للجميع.

ثالثاً- السيولة:

يقصد بها أن يستطيع كل من البائع والمشتري من إبرام الصفقة بسرعة وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة المالية. إن للسيولة أهمية كبيرة في زيادة كفاءة السوق المالي، وذلك أن المعلومات المتاحة تنعكس بسرعة كبيرة على أسعار الأوراق المالية التي تتميز بالسيولة، وفي حالة عدم وصول معلومات جديدة إلى السوق يعني هذا أن السيولة تتطلب بالإضافة إلى سهولة التسويق توفر سمة الانتظام أي استقرار الأسعار وعدم تعرضها لتغيرات كبيرة من صفقة إلى أخرى .

رابعاً- عدالة السوق:

تعني عدالة السوق إتاحة فرص متساوية لجميع المتعاملين في الأوراق المالية سواء من ناحية الوقت أو توفير المعلومات، حيث أنه في جميع الأسواق المالية تعمل اللجنة المكلفة بمراقبة عمليات سوق الأوراق المالية تعمل على نشر المعلومات وإتاحتها لجميع المتعاملين بالتساوي، كما أنه في حالة وجود خلل بين العرض والطلب لورقة مالية معينة فإن هذه اللجنة عادة ما تلجأ إلى إيقاف التعامل على تلك الورقة لفترة قصيرة (ساعة أو أكثر) من أجل إعطاء فرصة متساوية لجميع المتعاملين لاستغلالها.

¹ - محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص 32.

² - منير إبراهيم هندي، أساسيات في الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 411.

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

المطلب الثالث : الصيغ المختلفة لكفاءة الأسواق المالية:

تعكس طبيعة المعلومات الصيغ المختلفة للكفاءة وفيما يلي المستويات الثلاث المتعلقة بها:

الفرع الأول: الصيغة ضعيفة الكفاءة:

يؤكد الشكل الضعيف لفرضية كفاءة السوق أن أسعار الأسهم تعكس بالفعل كل المعلومات التي يمكن اشتقاقها من خلال فحص بيانات التداول في السوق مثل الأسعار التاريخية، وأحجام التداول، هذه الصيغة من الفرضية تعني أن تحليل اتجاهات الأسعار لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار، إضافة لكون هذه المعلومات الماضية متاحة للجميع، ويتم الحصول عليها دون تكلفة تقريبا، وتفقد هذه المعلومات قيمتها لأنها أصبحت معروفة على نطاق واسع وقد انعكست فعلا في أسعار الأوراق المالية¹.

تعارض فرضيات التحليل الفني الشكل الضعيف لكفاءة السوق، وتقوم الفرضية الأساسية للتحليل الفني على أن أسعار الأسهم تتحرك في اتجاهات مستمرة، ويعتقد المحللون الفنيون أنه عند صدور معلومات جديدة إلى السوق، فإنها لا تكون متوفرة لدى الجميع حيث تنشر عادة على المهنيين، ثم يتم بعد ذلك إبلاغها للجمهور من المستثمرين، كما يؤكد الفنيون أن المستثمرين لا يتصرفون على الفور عند صدور معلومات جديدة، حيث يقومون بعملية تحليل المعلومات، وتستغرق هذه العملية وقتا، ولذلك فإنهم يفترضون أن انتقال أسعار الأسهم إلى نقطة توازن جديدة يتم بطريقة تدريجية بعد الإفراج عن معلومات جديدة، وهذا ما يجعل حركة الأسعار تستمر لفترة في اتجاهات معينة.

ويعتقد المحللون الفنيون أيضا أن المستثمر الذكي هو القادر على وضع نظم للكشف عن بداية حركة التوازن الجديدة، لمباشرة عملية الشراء أو البيع بالاستفادة من التدرج في تعديل الأسعار، وبالتالي فإن هذا التحليل لا يقوم على أن الأسعار تعكس المعلومات التاريخية في ظل الكفاءة بالشكل الضعيف، وذلك أن التحليل الفني يقوم على فكرة أن قيمة الورقة المالية يمكن تحديدها مستقبلا استنادا إلى معلومات تاريخية.

في ظل هذا الوضع لا يوجد أحد من المستثمرين له القدرة على تحقيق عوائد استثنائية، بما أن مستوى المخاطر قد تم تحديده مسبقا للجميع بالنظر إلى المعلومات التاريخية، وتعرف الصيغة الضعيفة للكفاءة أيضا بنظرية الحركة العشوائية للأسعار، ووفقا لهذه النظرية نجد أن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها².

الفرع الثاني: الصيغة متوسطة القوة:

يقوم هذا الفرض على أن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المعروفة والمتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات (الظروف الاقتصادية، ظروف المنشأة، التقارير المالية وغيرها)، ويتوقع في ظل هذه الصيغة أن تكون الاستجابة ضعيفة

¹ - Frank K. Reilly & Keith C. Brown, *Investment Analysis and Portfolio Management*, 7th Ed, (South-Western College, USA, 2003), p 198.

² - محمود محمد الداغر، مرجع سابق ، ص 284 .

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

في البداية لأنها تكون مبينة على وجهة نظر أولية فيما يتعلق بتلك المعلومات، غير أن المستثمر يستطيع تحقيق أرباح غير عادية مقارنة بنظرائه المستثمرين إذا أدرك القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في ظل تلك المعلومات.

يعتقد المحلل الأساسي أنه في أي وقت هناك قيمة أساسية محورية للسوق، أو الأوراق المالية، وتعتمد هذه القيم على تحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية، لذا ينبغي على المستثمرين تحديد هذه القيم في الوقت المناسب من خلال دراسة لمتغيرات التي تحدد مثلاً قيمة الأرباح الحالية والمستقبلية أو التدفقات النقدية، ومعدلات الفائدة، والمخاطر؛ إذا كان السعر السائد في السوق يختلف عن القيمة المحورية المقدرة بما يكفي لتغطية تكاليف المعاملات، ويمكن للمستثمر الاستفادة من ذلك بالشراء إذا كان سعر السوق أقل بكثير من القيمة المحورية والبيع إذا كان أعلاه¹.

الفرع الثالث: الصيغة القوية : 2

يقوم هذا المستوى على عدم قدرة أحد من المستثمرين على التنبؤ بمعدل تغير عائد السهم، وبالتالي فإنه لا توجد فرصة لتحقيق أرباح استثنائية بناء على استخدام كل البيانات المتاحة بما فيها البيانات الخاصة المتوفرة لدى فئة معينة في السوق،

يحرص هذا الفهم من الكفاءة على عدم قدرة أي جهة الاستفادة من المعلومات الحالية والتاريخية والخاصة (المعلنه وغير المعلنه)، واستغلالها لتحديد حركة أسعار الأسهم في السوق.

تجدر الإشارة في هذا الإطار إلى أن هذا الشكل من الكفاءة يمثل الصورة المثالية لأداء أسواق الأسهم، ولكن حدوث التقلبات المفاجئة وانهيار أسواق المال وبعض الأسهم جعل من هذا المستوى لا يتوفر حتى في الأسواق المتطورة. ويمكن اختبار هذا المستوى من خلال وسيلتين رئيسيتين تعتمد على تحليل المعلومات الخاصة وهما : أ - **العاملون بالمنشأة**: يختص كبار العاملين بالمنشأة بمعرفتهم للمعلومات الخاصة دون غيرهم، أو أن تكون لهم الأسبقية في هذه المعرفة عن باقي المستثمرين، ولمعرفة مدى قدرتهم على تحقيق أرباح غير عادية، يتم اختبار مدى ربحية هؤلاء العاملين من التعامل في الأوراق المالية، وقد أثبتت العديد من الدراسات أن هذه الفئة يمكن لها تحقيق أرباح غير عادية قد تفوق ما يحققه المستثمر العادي؛

ب - **مديرو المؤسسات المالية**: يستطيع مديرو المؤسسات المالية المخصصة مثل صناديق الاستثمار الوصول إلى المعلومات بسرعة، كما أن لهم القدرة على تحليل البيانات باستخدام أدوات التحليل والتوقع، وتشير معظم الدراسات إلى أنه لا يمكن تحقيق أداء متميز من طرف هؤلاء الخبراء.

¹ - صالح مفتاح وفريدة معارفي، مرجع سابق، ص.ص 185 - 186.

² - إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص 60.

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

خلاصة الفصل الأول:

إن السوق المالي والذي يقوم بجمع مختلف الوسطاء وأصحاب المدخرات وأصحاب الفوائض شأنه شأن الأسواق الأخرى يوفر نظاما فعالا لتبادل المنتجات و الأموال و هو ذلك الإطار الذي يتحقق من خلاله التوازن ما بين الوفرة في الأموال و العجز في التمويل.

وتقوم الأسواق المالية بوظائفها المختلفة عن طريق استخدام مجموعة من الأدوات المالية التي تختلف من سوق النقد إلى سوق رأس المال، وركزنا على الأدوات المالية في سوق الأوراق المالية التي تشتمل على أدوات الملكية متمثلة في الأسهم وأدوات الدين متمثلة في السندات وكذا المشتقات المالية.

كما أن سوق الأوراق المالية الذي يمكن أن يتصف بالكفاءة وذلك في حالة توفر كل البيانات فيه و المعلومات المالية التي تؤثر على سعر الورقة المالية.

الفصل الثاني:

الإطار النظري للعولمة المالية

الفصل الثاني: الإطار النظري للعلومة المالية

تمهيد

شهد عقد التسعينات العديد من التغيرات العالمية السريعة والعميقة في آثارها وتوجهاتها المستقبلية فالاقتصاد العالمي تحول إلى قرية صغيرة متنافسة الأطراف بفعل الثورة التكنولوجية والمعلوماتية، ونتج عن هذا مفهوم جديد ألا وهو مفهوم العولمة، هذه الأخيرة التي انتشرت على كافة المستويات: السياسية، الثقافية، التكنولوجية والاقتصادية.

وكما لا يخفى أن القطاع المالي واحد من القطاعات التي يمكن أن يقوم عليها تأسيس اقتصاد عصري ومن ثم فإن حركة هذا القطاع قد تأثرت دون شك بمرحلة التطور التي يمر بها العالم بكافة فئاته، سواء على صعيد استخدام تقنيات التعامل المالي الحديثة، أو في محيط ظاهرة العولمة بأبعادها الاقتصادية وما يرتبط بها من آثار، من أبرزها زيادة التشابك المتبادل بين مختلف دول العالم، في أسواق السلع والخدمات وأسواق رأس المال، هذه الأخيرة التي أصبحت الأداة الأكثر ربطاً للعديد من أمم العالم بما تشمله من عمليات في سوق العملات والأسهم والسندات والقروض والأوراق المالية الأخرى، مما دفع البعض لاستخدام مصطلح "القرية المالية الكونية" أو "السوق النقدي الكوني".

وقصد فهم أكثر لمفهوم العولمة بصفة عامة والعولمة المالية بصفة خاصة والآثار الناجمة عنها، ارتأينا تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث هي:

- ماهية العولمة؛

-عولمة الأسواق المالية و مظاهرها؛

-آثار العولمة المالية.

الفصل الثاني: الإطار النظري للعولمة المالية

المبحث الأول: ماهية العولمة

لقد أثارت العولمة العديد من التساؤلات، وصغت دوامات لازالت حركتها صاخبة و تنتشر دوائرها وتتسع يوما بعد يوم، لترفع درجة القلق والتوتر لدى اقتصاديي دول الأسواق الناشئة¹ خصوصا، نتيجة لاهتزاز المفاهيم وانفتاح الأسواق على بعضها البعض بشكل ينقل أنماط الإنتاج، والتسويق والتمويل....الخ من كينونة ووضع معينة إلى كيانات وأوضاع جديدة، تبلورت في التطور الكبير في مجالي الاتصال والمواصلات، تطور وسائل الإنتاج، زيادة دور الشركات المتعددة الجنسيات، التكتلات الإقليمية، كما أصبحت الأموال تتدفق بكل حرية من سوق إلى سوق آخر. هذا وبغية التعرف أكثر على محتوى العولمة قمنا بتقسيم هذا المبحث إلى أربعة مطالب هي:

- مفهوم العولمة ونشأتها؛

- العوامل المؤدية للعولمة؛

- خصائص العولمة وأهدافها؛

- أنواع العولمة والآثار المترتبة عنها.

المطلب الأول: مفهوم العولمة و نشأتها

سنحاول من خلال هذا المطلب دراسة مختلف المفاهيم التي أعطيت للعولمة، والوصول إلى مفهوم جامع لها، والتطرق لنشأتها التاريخية.

الفرع الأول: مفهوم العولمة

يظهر الأدب الاقتصادي تباينا في الآراء حول تحديد مفهومها، حيث انقسم الباحثين والأكاديميين إلى منهم مؤيد للعولمة ومعارض لها، ومن ثم طرح كل واحد مفهومه حسب توجهه، أو حسب الجهة التي يمثلها ولذلك سنأتي على ذكر بعض المفاهيم لكل فئة على حدى لنحاول في الأخير صياغة مفهوم شامل للعولمة.

أولا: المؤيدون

يمكن ذكر بعض المفاهيم كما يلي:

فيوى وترز **Waters** أن:"العولمة عملية اجتماعية يترتب عليها تراجع القيود الجغرافية، على الترتيبات الثقافية والاجتماعية، ويتزايد في نفس الوقت إدراك الأفراد لذلك التراجع²، ويتضح من مفهومه أنه يركز على البعد الجغرافي أو العامل المكاني وعدم تأثيره على النظم الاجتماعية و الثقافية.

(*) السوق الناشئة: حسب تعريف مؤسسة التمويل الدولية، هي سوق السلع والخدمات بما فيها الأسهم والقروض في بلد يكون دخله الوطني الإجمالي للفرد أقل من

10000 دولار

² - عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، مصر، 2001، ص 5.

الفصل الثاني: الإطار النظري للعولمة المالية

أما **Quattara** فيرى أن:"العولمة ما هي إلا اندماج بين الاقتصاديات في العالم من خلال التجارة والتدفقات المالية وتبادل التكنولوجيا والمعلومات، بالإضافة إلى حرية انتقال الأفراد، ويشير إلى أن هذا الاندماج يظهر آثاره من خلال أهمية التجارة ورأس المال¹. وبالتالي فهو ينظر إلى العولمة على أنها نوع من أنواع الاندماج الاقتصادي.

ثانيا: الراضون (المعارضون)

ينظر الراضون لفكرة العولمة على أنها استعمار من نوع جديد، تروج له الدول المتقدمة خاصة الو.م.أ لذلك يؤكدون أنه يجب الحذر منها، ومن مفاهيمهم نذكر:

فحسب **الباحث محمد إبراهيم مبروك** فإن:"العولمة ما هي إلا تعاظم شيوع نمط الحياة الاستهلاكي الغربي وتعاظم آليات فرضه سياسيا واقتصاديا وإعلاميا وعسكريا بعد النداعيات التي نجمت عن انهيار الاتحاد السوفياتي وسقوط المعسكر الشرقي"². في حين أن **عبد السلام أبو قحف** يعرف العولمة أنها³:

" خطاب ثقافي وسياسي، تحت شعار أو أطروحة تسمى بالنظام العالمي الجديد الذي ينطوي في ظاهره على شعارات عديدة مثل: حقوق الإنسان، والسلام والديمقراطية بينما جوهره هو تعميق الفجوة بين الشمال والجنوب، والقضاء على أي محاولة للثنائية القطبية، والسيطرة على ثروات الشعوب واستعمالها لصالح قوى عظمى"

ثالثا: محاولة إعطاء مفهوم شامل للعولمة

في حقيقة الأمر هناك صعوبة كبيرة لصياغة مفهوم شامل للعولمة، لأنه هناك مجموعتين من المفاهيم الأولى مؤيدة للعولمة وأفكارها، والثانية رافضة لها وأفكارها، لكن بعيدا عن هذا وذاك فإن "العولمة تعني بصورة شاملة حرية انتقال وحركة رؤوس الأموال والسلع والخدمات والأيدي العاملة والاستثمارات والمعلومات عبر الحدود الوطنية والإقليمية دون قيود تذكر".

الفرع الثاني: نشأة العولمة :

تعود جذور العولمة إلى " مشروع مارشال " الأمريكي بعد الحرب العالمية الثانية والذي نتج عنه ظهور اتفاقية "بروتن وودز" والتي تأسس بموجبها صندوق النقد والبنك الدوليين لتحقيق الاستقرار المالي، إضافة إلى إنشاء الاتفاقية العامة للتعريف والتجارة عام 1947 م، أو ما سميت لاحقا ب" اتفاقية الجات" هذا بالنسبة للمرحلة الأولى، أما فيما يخص المرحلة الثانية فقد بدأت في عقد الخمسينات من القرن الماضي، حيث تزايدت التكتلات الاقتصادية والمناطق الحرة والاتحادات الجمركية، وتحرير حركة التجارة العالمية. في حين تجسدت المرحلة الثالثة بانهيار

¹ - فؤاد أبو سنيت، التكتلات الاقتصادية في عصر العولمة، الدار المصرية اللبنانية للنشر، 2004، ص119.

² - عبد الرحمن خليفة، فضل الله محمد إسماعيل، في الايدولوجيا والحضارة والعولمة، مكتبة سينان المعروفة للطبع والنشر والتوزيع، 2001، ص ص 354-353.

³ - عبد السلام أبو قحف، العولمة: حاضرات الأعمال، حالات عملية وحلول مشكلات، مطبعة ومكتبة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2002، ص ص، 14-15.

الفصل الثاني: الإطار النظري للعولمة المالية

الاتحاد السوفيتي، وتحول بعض جمهورياته إلى اقتصاد السوق، وشهدت هذه المرحلة أيضا إنشاء منظمة التجارة العالمية عام 1995 م¹

وقد مرت العولمة بخمسة مراحل هي²:

أولا: المرحلة الجنينية: 1400 - 1750

التي شهدت نمو المجتمعات القومية في أوروبا وإضعاف القيود التي كانت سائدة في القرون الوسطى عمق الأفكار الخاصة بالفرد وبالإنسانية.

ثانيا: مرحلة النشوء: 1750 - 1870

حدث في هذه المرحلة تحول حاد في فكرة الدولة الموحدة، و تبلورت المفاهيم الخاصة بالعلاقات الدولية وازدادت إلى حد كبير الاتفاقات المتعلقة بتنظيم العلاقات والاتصالات بين الدول، كما بدأت مشكلة قبول المجتمعات غير الأوروبية في المجتمع الدولي، وتزايد الاهتمام بموضوع القومية والعالمية.

ثالثا: مرحلة الانطلاق: 1870 - 1920

ظهرت مفاهيم كونية جديدة مثل خطة التطور الصحيح والاندماج الدولي، وحدث تطور كبير في الأشكال الكونية للاتصال.

رابعا: مرحلة الصراع من أجل الهيمنة: 1920 - 1965

بدأت الخلافات والحروب الفكرية وبدأت المصطلحات السياسية الخاصة بالعولمة تنتشر، وبرز دور الأمم المتحدة في هذه المرحلة.

خامسا: مرحلة عدم اليقين - 1965 إلى غاية الآن

أدت إلى أزمات واتجاهات وحروب إيديولوجية خاصة في التسعينات وتم إدماج العالم الثالث في المجتمع العالمي وزادت إلى حد كبير المؤسسات الكونية والحركات العالمية وتعدد الثقافات والنظام الدولي والإعلامي الجديد. من خلال ما سبق ذكره يتضح أن ظاهرة العولمة قد تطورت جنبا إلى جنب مع الأحداث التي طرأت على الساحة الدولية، مما يؤدي بنا إلى البحث عن العوامل التي أدت إلى ظهورها في المطلب الموالي.

¹ - ثامر كامل محمد الخزرجي، ياسر علي إبراهيم المشهداني، العولمة وفجوة الأمن في الوطن العربي، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص ص 17-18.

² - عبد الرزاق محمد الدليمي، العلاقات العامة والعولمة، دار جرير للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص 95.

الفصل الثاني: الإطار النظري للعولمة المالية

المطلب الثاني: العوامل المؤدية للعولمة

تعتبر العولمة نتاج لعوامل كثيرة أدت إلى ظهورها منذ منتصف الثمانينات، ومن هذه العوامل، ما هو اقتصادي، ومنها ما هو سياسي وثقافي، ويؤثر ويتأثر كل عامل من العوامل السابقة بالعوامل الأخرى، ومن بينها نذكر:

الفرع الأول: تزايد درجات التكامل الاقتصادي العالمي

لقد ساهم ما يصطلح عليه بآليات العولمة في تغذية درجات هذا التكامل مثل: اتفاقية تحرير التجارة العالمية المعروفة باتفاقية الجات، والتي تقوم بتطبيقها المنظمة العالمية للتجارة، بالإضافة إلى المواصفات القياسية للجودة و من أهمها سلسلة الأيزو المختلفة هذا إلى جانب شبكة الأنترنت ونمو التجارة الإلكترونية وتعاضم دور البورصات العالمية في تحريك رؤوس الأموال، أما ما أدى بشكل ملموس إلى تضاعف معدلات نمو التجارة العالمية بالنسبة للنتائج المحلي الإجمالي العالمي هو قيام التكتلات الاقتصادية خلال فترة التسعينات من القرن العشرين وبالتالي زادت سرعة التكامل الاقتصادي العالمي وكل ذلك أدى إلى بلورة ما يسمى بالعولمة الاقتصادية¹.

الفرع الثاني: التطور الصناعي في الدول الناشئة وزيادة تكاملها مع السوق العالمي

تشير التطورات منذ منتصف الثمانينات أن الاقتصاد العالمي أخذ يبرز لنا مسميات جديدة للدول النامية مثل: النمرور الآسيوية، الدول حديثة التصنيع والدول الناهضة اقتصاديا، الشيء الذي يؤكد على أن هناك تقدم صناعي كبير يحدث في كثير من هذه الدول، مما زاد من اندماجها في الاقتصاد العالمي، وساهم أكثر في تعميق ظاهرة العولمة الاقتصادية.

فيرجع جزء من زيادة تكامل الدول النامية في الاقتصاد العالمي هو تطبيقها لبرامج الإصلاح الاقتصادي، مما جعلها تتوجه إلى إستراتيجية الإنتاج من أجل التصدير ذات التوجه الخارجي بدلا من إستراتيجية الإحلال محل الواردات ذات التوجه الداخلي.

الفرع الثالث: الاتجاه نحو التحرير المالي و حرية انتقال رؤوس الأموال

يطلق عليه أيضا تحرير حساب رأس المال ومعاملاته المتعلقة بالاستثمار الأجنبي المباشر، الذي ارتبط ارتباطا وثيقا بما يسمى عولمة أسواق المال التي يتم من خلالها تبادل وتصفية الديون والأصول النقدية والمالية خارج الحدود الوطنية. هذا ويعود ظهور هذه الأخيرة - عولمة الأسواق المالية - إلى انهيار نظام بروتن وودز والتحول من نظام أسعار الصرف الثابتة إلى أسعار الصرف المرنة وتراكم فوائض ضخمة عجزت الأنظمة الوطنية في الدول الصناعية على استيعابها محليا، وساعد على ذلك اندماج الكثير من الدول النامية في الأسواق المالية العالمية ومن ثم زاد الاتجاه نحو حرية انتقال رؤوس الأموال الدولية، وزادت بالتالي علاقات الترابط والاتصال بين هذه الأسواق، مما ساهم في تعميق العولمة المالية.

¹ - عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية (منظمتها-شركاتها-تداعياتها)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص ص 51-52.

الفصل الثاني: الإطار النظري للعولمة المالية

الفرع الرابع: التقدم التكنولوجي وانخفاض تكلفة النقل والاتصالات

لقد أدى التقدم التكنولوجي في مجال الاتصالات والمعلومات إلى اندماج الأسواق على مستوى العالم وقد ساعدت أجهزة الحاسب الآلي والفضائيات وشبكة الأنترنت على التغلب على الحواجز المكانية والزمانية بين الأسواق الوطنية المختلفة، كما انخفضت تكلفة الاتصالات بشكل ملحوظ بحوالي % 60 من 1960م، مما أدى إلى تعميق العولمة الاقتصادية في شقيها، الإنتاجية والمالية¹.

المطلب الثالث: خصائص العولمة ، أهدافها وأنواعها

إن المتأمل في المحتوى الفكري والتاريخي للعولمة يظهر له جليا عن مجموعة من الخصائص التي تميزها عن غيرها، وباعتبار أنها ظاهرة كونية متجددة فهي تسعى في كل مرحلة من مراحل تطورها إلى تحقيق أهداف محددة في جميع الاتجاهات، كما أنها مست جميع المجالات فلم تقتصر على تدويل الإنتاج والمال والاستثمار وهو ما يعرف بالعولمة الاقتصادية، وإنما اجتاحت المجالات الأخرى، الثقافية، الإعلامية، السياسية والإدارية، وهذا ما سيتم تناوله في هذا المطلب كما يلي:

الفرع الأول: خصائص العولمة

تتلخص في العناصر التالية²:

أولا: سيادة آليات السوق والسعي لاكتساب القدرات التنافسية

يلاحظ أن أهم ما يميز العولمة هي سيادة آليات السوق واقتنائها بالديمقراطية واتخاذ القرارات في إطار من التنافسية، من خلال الاستفادة من الثورة التكنولوجية وثورة الاتصالات والمواصلات والمعلومات، وتعميق تلك القدرات المتمثلة في الإنتاج بأقل تكلفة ممكنة، وبأحسن جودة وبأعلى إنتاجية، والبيع بسعر تنافسي على أن يتم في أقل وقت ممكن.

ثانيا: ديناميكية مفهوم العولمة

ويتضح هذا جليا من خلال التعاريف التي أوردناها سابقا، والتي تتأكد يوما بعد يوم احتمال تبديل موازين القوى الاقتصادية القائمة حاليا، وهذا نتيجة التطورات الحاصلة والممكنة الحصول في المستقبل.

ثالثا: تزايد الاتجاه نحو الاعتماد الاقتصادي المتبادل

يتجلى هذا من خلال التحولات التي شهدتها عقد التسعينات من اتفاقيات تحرير التجارة العالمية وتزايد حرية انتقال رؤوس الأموال الدولية مع وجود الثورة التكنولوجية والمعلوماتية، وينطوي مفهوم الاعتماد المتبادل على معنى تعاضم التشابك بين الأطراف المتاجرة، وهو عكس التبعية الاقتصادية، حيث أنه يعني وجود تأثير من كل الطرفين على الآخر يكون كلاهما تابعا ومتبوعا في نفس الوقت.

رابعا: تعاضم دور الشركات متعددة الجنسيات

¹ عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية (منظمتها -شركاتها -تداعياتها)، مرجع سبق ذكره، ص 55-58.

² نفس المرجع، ص ص 30-33.

الفصل الثاني: الإطار النظري للعولمة المالية

تعتبر الشركات المتعددة الجنسيات أحد السمات الأساسية للعولمة، فهي تؤثر بقوة على الاقتصاد العالمي من خلال ما يصاحب نشاطها في شكل استثمارات مباشرة من نقل التكنولوجيا، والخبرات التسويقية والإدارية وتأكيد ظاهرة العولمة في كافة المستويات الإنتاجية والمالية والتكنولوجية والتسويقية والإدارية وخاصة من خلال سيطرتها على مصادر التمويل الدولية ودور القيادة في الثورة التكنولوجية والمعلوماتية¹.

خامسا: وجود أنماط جديدة من تقسيم العمل الدولي

أدى تعاظم دور الشركات متعددة الجنسيات في ظل العولمة بالإضافة إلى حدوث الثورة التكنولوجية والمعلوماتية والاتصالات، إلى ظهور أنماط جديدة لتقسيم العمل الدولي من أهمها:

- تقسيم العمل داخل الصناعة الواحدة؛

-تقسيم العمل داخل السلعة الواحدة.

سادسا: تزايد دور المؤسسات الاقتصادية العالمية في إدارة العولمة

خاصة بعد انهيار المعسكر الاشتراكي بتفكك الاتحاد السوفياتي، وإنشاء منظمة التجارة العالمية في **جانفي 1995م** وانضمام معظم الدول إليها، ومن ثم اكتمال الضلع الثالث من مؤسسات النظام الاقتصادي العالمي وهذا من خلال تحكمها فيما يلي²:

-صندوق النقد الدولي، المسؤول عن إدارة النظام النقدي للعولمة؛

-البنك الدولي و توابعه، المسؤول عن إدارة النظام المالي للعولمة؛

-منظمة التجارة العالمية، المسؤولة عن إدارة النظام التجاري للعولمة.

الفرع الثاني: أهداف العولمة

منذ ظهور العولمة وهي تثير الكثير من التساؤلات، وتفرز الكثير من الآراء و وجهات النظر حول أهدافها، وسوف يتم التطرق لأهدافها من وجهتين:

أولا: أهداف العولمة من وجهة نظر مؤيديها

وأهم هذه الأهداف هي³:

- توحيد الاتجاهات العالمية وتقريبها بهدف الوصول إلى تحرير التجارة العالمية ؛

- محاولة إيجاد فرص للنمو الاقتصادي العالمي من خلال زيادة الإنتاج العالمي وتوسيع فرص التجارة العالمية؛

-التعاون في حل المسائل ذات الطابع العالمي (الأسلحة المدمرة، مشاكل البيئة، المخدرات...الخ).

- تدفق المزيد من الاستثمارات الأجنبية.

-الوصول إلى شكل من أشكال التجانس العالمي، سواء من خلال تقليل الفوارق في مستويات المعيشة أو في الحدود

الدنيا لمتطلبات الحياة، أو في حقوق الإنسان...الخ.

¹ - عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية (منظمتها -شركاتها -تداعياتها)، مرجع سبق ذكره، ص 30-33.

² - نفس المرجع، ص 30-33.

³ - محسن احمد الخضير، العولمة: مقدمة في فكر واقتصاد وإدارة عصر اللادولة، مجموعة النيل العربية للنشر، مصر، 2000 ، ص119 .

الفصل الثاني: الإطار النظري للعولمة المالية

-تنمية الاتجاه نحو إيجاد لغة اصطلاحية واحدة تتحول بالتدريج إلى لغة وحيدة للعالم، يتم استخدامها سواء بالتخاطب بين البشر أو بين الحاسبات الالكترونية، أو ما بين مراكز تبادل البيانات.

ثانياً: أهداف العولمة من وجهة نظر المعارضين

حسب المعارضين فإن النظام العالمي والعولمة ينطويان على العديد من الأهداف السلبية منها:¹

- فرض السيطرة الاقتصادية و السياسية والعسكرية على شعوب العالم؛
- هيمنة الو.م.أ على اقتصاديات العالم من خلال سيطرة الشركات الأمريكية الكبرى على اقتصاديات الدول؛
- تدمير الهويات والثقافة القومية وتغليب الثقافة العربية؛
- صناعة القرار السياسي والتحكم في خدمة مصالح أمريكا؛
- إلغاء النسيج الحضاري والاجتماعي للأمم الأخرى.

من خلال ما سبق نلاحظ أن للعولمة خصائصها المميزة لها، كما لها أهدافها التي تسعى إلى تحقيقها، لكن السؤال الذي يطرح نفسه هو، ما هي الآثار التي تترتب على هذه الظاهرة بالنسبة للدول النامية والمتقدمة على حد سواء؟

الفرع الثالث: أنواع العولمة

يتم تقسيم العولمة إلى أنواع متعددة حسب مجالاتها على النحو التالي:

أولاً: العولمة السياسية

تعني القدرة في صياغة التوجه السياسي للدول والمجتمعات، و محاولة تغيير هذا الاتجاه والتأثير فيه من أجل هذا يستشعر كثير من الدول التي لم تصل إلى مرحلة القوة هذه المخاطر، بسبب التفاوت في درجات تقدمها، فنقوم بعض الاعتراضات من الدول الأوروبية لإحساسها بأن العولمة أولاً لمصلحة الولايات المتحدة بسبب ضخامة اقتصادها وقوتها السياسية، بالإضافة إلى قدرتها على فرض إرادتها وتذليل العقبات التي تعترض نشر نموذجها الاقتصادي.

ثانياً: العولمة الثقافية

تعني العولمة على مستوى الثقافي تعميم النموذج الثقافي لمجتمع ما على المجتمعات الأخرى، من خلال ما يملك من القيم الثقافية والأنماط السلوكية والمفاهيم الحضارية، مستخدماً كل الوسائل المتاحة لذلك، وهذا ما تقوم به الولايات المتحدة الأمريكية اليوم.²

ثالثاً: العولمة التكنولوجية

تعني شمولية النزعة المعرفية بلا وطن، بحيث تتجاوز مفهوم المكان وتختصر الزمن، ويحكمها وسائل كثيرة، كشبكات التلفزة الفضائية، والانترنت... الخ، ويظهر هذا واضحاً على لسان الرئيس الأمريكي كلينتون إذ جاء في تصريح له: "أن الجسر إلى القرن الواحد والعشرين يتطلب توفير الإمكانيات اللازمة لاستخدام كل الأطفال الأمريكيين للكمبيوتر ولمن بلغ الحادية عشرة من عمره فهم التفاعل مع شبكة الإنترنت"¹.

¹ - محسن احمد الخضيرى، المرجع السابق ، ص113.

² - محمد عمر الحاجي، ظاهرة العولمة الاقتصادية، دار المكتبي للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، 2001 م، ص23

الفصل الثاني: الإطار النظري للعولمة المالية

رابعا: العولمة الاقتصادية

تشير العولمة الاقتصادية إلى اندماج أسواق العالم في حقول انتقال السلع والخدمات ورأس المال والقوى العاملة ضمن إطار من رأسمالية حرية الأسواق، بحيث تصبح هذه الأسواق سوقا واحدة كالسوق القومية. والمتتبع للتطورات المتلاحقة للعولمة الاقتصادية، يجد أن هناك مجموعة من التغيرات العالمية التي حدثت كالنمو السريع للمعاملات الدولية، الاستثمار الأجنبي، والتجارة الدولية، وهذا ما يكشف النقاب على أن العولمة الاقتصادية تتحد في نوعين رئيسيين هما العولمة الإنتاجية والعولمة المالية²:

-**العولمة الإنتاجية:** أو عولمة الإنتاج التي تتحقق بدرجة كبيرة من خلال الشركات المتعددة الجنسيات وتقرر أنماط جديدة من تقسيم العمل الدولي، وتتبلور من خلال اتجاهين هما: عولمة التجارة الدولية والاستثمار الأجنبي المباشر. -**العولمة المالية:** وهي النتاج الأساسي لعمليات التحرير المالي الذي أدى إلى تكامل وارتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال.

المطلب الرابع: آثار العولمة

تمثل العولمة عملية مدارة، أي أنها تتمثل في مجموعة من الأنشطة التي تقبع خلفها إيرادات، والتي تستهدف تحقيق غايات معينة. وهكذا يمكن القول بأن ثمة إيرادات تدبر وتدير هذه الأنشطة تحقيقا لغايات محددة واعتمادا على وسائل وأساليب وأدوات ملائمة، وعلى قدر تباين هذه الوسائل والأدوات تتعدد آثار ظاهرة العولمة ومنها نذكر:

الفرع الأول: الآثار السلبية للعولمة

يرفض الكثير من الكتاب والمفكرين مفهوم العولمة باعتباره يعبر عن ظاهرة تعمل على "أمركة العالم" وتهميش الشعوب وإذلالها، و جعل العالم يعيش داخل قوالب جامدة، فرضتها عليه قوى الإنتاج والإعلام الأمريكية، والتي تحاول أن تجعل من العالم نسخة ممسوخة مما لديها من ثقافة وسلوك أمريكي محض، وبذلك تتمط العالم وتجعله مشوها ومنسلخا عن ذاته وخصوصياته وواقعه وتتمثل الآثار السلبية للعولمة في ما يلي³:

- تزايد سيطرة الشركات المتعددة الجنسيات وهيمنتها على الاقتصاد العالمي؛
- زيادة البطالة في الدول النامية، وذلك بعجز هذه الدول عن منافسة الشركات العظمى ذات التكنولوجيا العالية؛
- هدم دور الحكومات في تسيير شؤونها الداخلية؛
- هدم الهوية الثقافية للأمة والتمكين لسيادة القيم الغربية والأمريكية ونمط الحياة الأمريكية؛
- عودة الاستعمار إلى الدول الضعيفة بأشكال جديدة؛
- تصدير الجريمة المنظمة وغسيل الأموال والأمراض الخطيرة؛
- إعادة ترسيخ ظاهرة الطبقة في المجتمع.

¹ - محمد عمر الحاجي ، المرجع السابق، ص24 .

² - نزيه عبد المقصود محمد مبروك، التكامل الاقتصادي العربي وتحديات العولمة مع رؤية إسلامية، دار الفكر الجامعي للنشر، الإسكندرية، 2007، ص 116.

³ - عبد المجيد الصالحين وآخرون، العولمة من منظور شرعي، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2002، ص 51-57.

الفصل الثاني: الإطار النظري للعولمة المالية

الفرع الثاني: الآثار الإيجابية للعولمة

تكتسب العولمة ديناميكية حركية قائمة على التنظيم الذي يحقق أعلى درجة من الارتباط والترابط الاتصالي بين الأفراد الذين يعيشون في المجتمع العالمي الواحد، ويرفع مؤيدو العولمة شعار الحلم الذي سعت إليه كافة المجتمعات، وتكمن الآثار الإيجابية للعولمة فيما يلي¹:

-تعمل على استقرار الحياة الإنسانية وازدهارها؛

-ترسيخ مبدأ التعاون والتعايش بين الحضارات من خلال تزايد درجة الاعتماد الاقتصادي المتبادل على المستوى العالمي؛

-إلغاء المسافات بين الدول وتوحيد المقاييس والمواصفات للمنتجات في بقاع العالم؛

-فتح المجال أمام الأفراد لاختيار ما يلائمهم من ثقافات؛

-تتيح الفرص لمن لديهم المهارة والقدرة على العمل والاستفادة من خبراتهم.

خلاصة القول، وبالاستناد إلى العرض المقدم، تعتبر العولمة ظاهرة اجتاحت العالم لتحوّله إلى قرية صغيرة لتحقيق أهداف معينة، ولقد ساعد على ظهورها عدة عوامل، كما مست هذه الظاهرة مختلف المجالات: السياسية، التكنولوجية، الثقافية والاقتصادية، التي تنقسم بدورها إلى عولمة إنتاجية ومالية، هذه الأخيرة التي سيتم تناولها أكثر بالشرح والتحليل من خلال المبحث الثاني والثالث.

¹ - نفس المرجع، ص 51-57.

الفصل الثاني: الإطار النظري للعولمة المالية

المبحث الثاني: عولمة الأسواق المالية ومظاهرها

لقد ظهرت العولمة المالية نتيجة لتحرير الأسواق المالية في كل الدول المصدرة والمتلقية لها، حيث قامت كثير من الدول بإلغاء القيود على التدفقات المالية عبر الحدود، وقد دعم هذا الاتجاه، التوجه العالمي في إطار اتفاقيات جولة أرغواي لتحرير التجارة في الخدمات المالية والمصرفية، وقد ترتب على ذلك نشأة أسواق جديدة ليس لها تواجد جغرافي طبيعي كما هو الحال بالنسبة للبورصات التقليدية، وإنما تجمعها وتنظمها شبكات الكمبيوتر المتصلة ببعضها البعض، كما أدى انخفاض تكاليف المعاملات وإحداث أدوات جديدة إلى نمو كبير في المعاملات المالية الخارجية.

ولغرض فهم أكبر للعولمة المالية قمنا بتقسيم هذا المبحث إلى أربع مطالب هي:

- مفهوم العولمة المالية ، خصائصها وأسسها،
- مراحل العولمة المالية والعوامل المساعدة على تسارع وتيرتها؛
- العولمة المالية في إطار الاتفاقية العامة لتحرير تجارة الخدمات (GATS)
- التحرير المالي ومظاهر عولمة الأسواق المالية.

المطلب الأول: مفهوم العولمة المالية ، خصائصها و أسسها

تعد العولمة المالية الشق الأول من العولمة الاقتصادية، ويتمثل شقها الثاني في عولمة الإنتاج وهناك العديد من العوامل التي أدت إلى ظهورها وهذا ما سيتم تناوله كالاتي:

الفرع الأول: مفهوم العولمة المالية ومؤشراتها:

تعددت مفاهيم العولمة المالية بصورة عامة ومن بينها نذكر:

-يعتبر من أهم خصائص الاقتصاد العالمي الراهن، تنامي قوة المالية الدولية، هذا التحول الذي يطلق عليه العولمة المالية، والتي تعرف حسب **Daniel le prince** على أنها "خلق سوق وحيدة لرؤوس الأموال على المستوى العالمي كله مرتبطة بعولمة أسواق السلع و الخدمات"¹.

أما "**Philippe Hugon** " في كتابه **Economie politique internationale et**

mondialisation فيعرف العولمة المالية على "أنها تختص بالاتصال الداخلي بين الأسواق المالية التي تؤدي

إلى ظهور أنواع جديدة من المنتجات المالية وغيرها من الأسواق الناشئة"².

في حين يذهب - "**H. Bourguinat** " إلى اعتبار العولمة المالية بمفهوم التكامل المالي الدولي هي "عملية

التوصيل أو الربط بين الأسواق المالية الوطنية **Intégration financière internationale** الأمر الذي يؤدي إلى

نشأة سوق مالية دولية هي الآن في طور توحيد متزايد"³.

¹ -Daniel le prince, **la mondialisation au-delà des mythes**, édit la découverte and syros, paris, 2000, p 69.

² -Philippe Hugon, **économie politique internationale et mondialisation**, édition economica, 1997, P43.

³ -Henri Bourguinat, **Finance internationale**, édition presses universitaire de France, 1992, P43.

الفصل الثاني: الإطار النظري للعولمة المالية

وإضافة للمفاهيم السابقة فيرى **Frédéric Teulon** أن العولمة المالية هي "ظاهرة تتميز بظهور سوق مالية موحدة تدير على الصعيد العالمي، وذلك كنتيجة للتحركات الآنية للمعلومات، رفع الرقابة على الصرف وتجانس الخدمات المالية المقترحة على المقترضين، وهكذا فقد أصبح للأعوان الاقتصاديين الذين يودون اقتراض أو توظيف رؤوس الأموال، استقلالية مادام يمكنهم القيام بهذه العملية سواء في الأسواق الوطنية أو الأسواق الدولية¹."

من خلال المفاهيم السابقة يمكن استنتاج مفهوم للعولمة المالية وهو أن: العولمة المالية عملية مرحلية لإقامة سوق شاملة وحيدة لرؤوس الأموال تتلاشى في ظلها كل أشكال الحواجز الجغرافية والتنظيمية، لتسود بذلك حرية التدفقات المالية، من أجل ضمان أفضل توزيع لمختلف أشكال رؤوس الأموال بين مختلف المناطق وقطاعات النشاط، في أثناء البحث عن أعلى العوائد وأقل المخاطر.

ويستدل على العولمة المالية من خلال مؤشرين²:

أولاً: المؤشر الأول: تطور حجم المعاملات عبر الحدود في الأوراق المالية في الدول المتقدمة، حيث تشير البيانات إلى أن المعاملات الخارجية في الأوراق المالية كانت تمثل أقل من 10% من الناتج الإجمالي المحلي في الدول المتقدمة عام 1980، بينما وصلت إلى ما يزيد عن 100% في كل من الوم أ وألمانيا وعلى ما يزيد عن 200 % في كل من فرنسا وإيطاليا وكندا عام 1996.

ثانياً: المؤشر الثاني: التطور الهائل الذي حدث في تداول النقد الأجنبي على المستوى العالمي، حيث تشير الإحصائيات إلى أن متوسط حجم التعامل اليومي في أسواق الصرف الأجنبي قد ارتفع من 200 مليار دولار أمريكي في منتصف الثمانينات من القرن العشرين إلى حوالي 1200 مليار دولار في منتصف التسعينات، وهو ما يزيد عن 84% من الاحتياطات الدولية لجميع بلدان العالم في ذلك الوقت، ومن جهة أخرى فإن جوهر عولمة الأسواق المالية هو تحرير حساب العمليات الرأسمالية، ويقصد بذلك إلغاء الحظر على المعاملات في الحسابات الرأسمالية وحسابات ميزان المدفوعات والتي تشمل المعلومات المتعلقة بمختلف أشكال رأس المال مثل الديون واسهم المحفظة المالية والاستثمار الأجنبي المباشر والعقاري والثروات الشخصية.

¹ -Frédérique Teulon, **les marchés des capitaux, Bourses, marché monétaire, marché des changes, produit dérivé**, édition de seuil, 1997, P65.

² - سفيان حلوفي، أثر العولمة المالية على أداء الأسواق المالية الناشئة حالي كوربا الجنوبية واندونيسيا ، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، 2010/2011، ص21.

الفصل الثاني: الإطار النظري للعولمة المالية

الفرع الثاني: خصائص العولمة المالية

للعولمة جملة من الخصائص نوجزها فيما يلي:¹

- تلعب العولمة المالية دوراً أساسياً في درجة تبعية الدول المختلفة للدول المتقدمة من خلال المديونية الخارجية، حيث أصبحت تلك الديون أدوات مالية تتداولها البنوك والمؤسسات المالية العالمية.
- في ظل العولمة المالية ظهرت التكتلات المالية العالمية لتسيطر على مصادر التمويل وتوجهها الوجهة التي تخدم مصالح الدول الكبرى.
- تسمح العولمة المالية للمضاربين بتحقيق أرباح سريعة وكبيرة عن طريق المضاربة.
- استخدام عقود الخيارات والمشتقات العملات على العملات وأسعار الفائدة من أجل التغطية الحماية من الأزمات.
- ظهور وتوسع أسواق الأورو دولار بدء من لندن إلى بقية الدول الأوروبية.
- إدماج البترول ودولارات في الاقتصاد العالمي بعد ارتفاع أسعار البترول وتجميع مبالغ مضخمة لدى الدول المصدرة للبترول فاقت احتياجاتها من التمويل مما زاد في نسبة الادخار العالمي وظهور القروض البنكية المشتركة.
- حرية تحرك رؤوس الأموال مهما كان شكلها بين دول العالم، دون قيد والتي تهدف إلى تحقيق أرباح باستثماراتها بالدول التي هي بحاجة إلى موارد مالية.
- تسمح للدول النامية بالحصول على مصادر تمويل من الأسواق المالية الدولية لتغطية العجز الحاصل في المدخرات المحلية وهذا ما يسمح لها بزيادة استثماراتها المحلية.
- يمكن الاعتماد على طرق الاستثمار الأخرى كالاستثمارات الأجنبية المباشرة والاستثمارات في المحافظ المالية لتفادي المخاطر الناجمة عن طريق التمويل بواسطة القروض.
- الحصول على الأموال بتكاليف منخفضة لوجود المنافسة بين الممولين.
- تساعد الاستثمارات الأجنبية على نقل التكنولوجيا والخبرة في الإدارة والتسيير.

الفرع الثالث: أسس العولمة المالية

قصد تفسير العولمة المالية ولمحاولة معرفة عوامل ظهورها سنلجأ (على غرار العديد من المؤلفين) إلى و التي تتمثل في "La règle des trois D" ، "الاستناد إلى ما يسمى، بقاعدة" الدلالات الثلاث

- عدم الفصل بين أقسام أسواق رأس المال؛ - **Déclouisonnement des marchés** :

- تقلص دور الوساطة المالية- **Désintermédiation financière** .

- التخفيض من القيود التنظيمية؛ - **Déréglementation**

¹ - عبد الله غالم، العولمة المالية والأنظمة المصرفية العربية، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2014، ص 90.

الفصل الثاني: الإطار النظري للعلومة المالية

وسنحاول تقديم شرح لكل واحد من هذه المفاهيم كالتالي:¹

أولاً: عدم الفصل بين أقسام أسواق رأس المال:

إن الشرط الضروري للعلومة المالية ليس فقط في انفتاح أسواق المال القطرية أمام تدفق رؤوس الأموال و إنما أيضا في انفتاح الأقسام الموجودة في هذه الأسواق على بعضها البعض، أي أن تطبيق هذا المبدأ يتم على مستويين:

- **المستوى الداخلي:** و يعني إمكانية الانتقال من السوق المالي قصيرة الأجل إلى السوق المالي طويل الأجل، من البنوك التجارية إلى بنوك الأعمال، من خدمات التامين إلى الخدمات البنكية، ومن أسواق الصرف إلى الأسواق المالية... الخ. و تجدر الإشارة أن الحركة القوية لعمليات إلغاء التخصص للأسواق ظهرت فبي الولايات المتحدة الأمريكية، حيث تم التوصل إلى إلغاء بعض التمييزات التقليدية التي كانت تفصل البنوك التجارية و بنوك الأعمال، في بريطانيا تم مزج وظائف الوسطاء الماليين و السماسرة، كما سمح لغير المقيمين بأن يكونوا مساعدي الرؤساء في الإصدارات الأجنبية.

- **المستوى الخارجي:** و يعني فتح الأسواق المالية الوطنية أمام المتعاملين الأجانب، بحيث يتسنى للمتعاملين الأجانب شراء جزء من الأصول المالية لكبرى الشركات الوطنية، بالإضافة للأصول المالية الحكومية.

ثانيا: تقلص دور الوساطة المالية (La Désintermédiation)

و هذا يعني اعتماد أساليب التمويل المباشرة لإجراء عمليات التوظيف و الاقتراض، و نقصد التمويل المباشر، اللجوء إلى إصدار و تبادل الأوراق المالية في الأسواق المالية (أسهم، سندات... الخ.) دون المرور عبر الوسطاء الماليين أو البنوك (التمويل غير المباشر)، فالرشادة الاقتصادية تستدعي البحث عن أفضل تمويل بأقل تكلفة، و هذا ما يفسر التطور الكبير للأدوات المالية المباشرة على حساب نشاط البنوك و الوسطاء الماليين الآخرين.

ثالثا: إزالة القيود التنظيمية (La Déréglementation)

تزامن مبدأ إزالة القيود التنظيمية مع السياسة النقدية الجديدة للولايات المتحدة الأمريكية خلال الثمانينات و التي ألغت الكثير من القيود التنظيمية خاصة في مجال تسيير الحسابات المالية، فعلى سبيل المثال أصبح بإمكان سحب مبالغ مالية من الحساب للأجل (comptes à terme) بشرط الإبقاء على رصيد أدنى، كما يمكن

¹ - ساعد مرابط وأسماء بلميهوب، العولمة المالية و تأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات و المؤسسات، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية يومي: 21 و 22 نوفمبر 2006، ص ص 4-5.

الفصل الثاني: الإطار النظري للعولمة المالية

إجراء عملية تحويل مباشرة من الحساب الجاري (comptes à vue) إلى الحساب للأجل (comptes à terme)، ومن جهة أخرى اعتمدت هذه السياسة نظام تعويم أسعار الفائدة و أسعار صرف العملات مما أدى إلى إفراز سلسلة من الأدوات المالية الجديدة لإدارة المخاطر الناتجة عن التذبذب و عدم الاستقرار في أسعار الفائدة و أسعار صرف العملات، مما شجع على إزالة القيود التنظيمية التي كانت توضع لتجنب تلك المخاطر.

المطلب الثاني: مراحل العولمة المالية والعوامل المساعدة على تسارع وتيرتها

يعتقد البعض أن العولمة المالية هي ظاهرة حديثة العهد نسبياً ولكن المتبع لتاريخ النظام الرأسمالي يلاحظ أنها ظاهرة تلازمت بنشوء وتطور هذا النظام مروراً بالتجارين (الميركانتيليين)، الثورة الصناعية والحرب العالمية الثانية وحتى يومنا هذا، إلا أن درجة التكامل بين الأسواق المالية في السابق لم تكن مثلما هي عليه الحال الآن وبالتالي فإن مسيرة العولمة المالية ارتبطت بالتغيرات والتطورات الحاصلة على المستوى الدولي. كما أن هناك عدة عوامل ساهمت في تسارع وتيرتها.

الفرع الأول: المراحل التي مرت بها العولمة المالية:

إن العولمة المالية حديثة النشأة نسبياً، فعمرها لا يتجاوز الأربعين سنة ومهما يكن فقد مرت بالمراحل التالية:¹
أولاً: مرحلة التمويل غير المباشر

استمرت هذه المرحلة من 1960 حتى سنة 1979 وتميزت بما يلي:

- تعايش الأنظمة النقدية والمالية الوطنية المغلقة بصورة مستقلة.
- ظهور وتوسع أسواق الأورو دولار بدءاً من لندن ثم في بقية الدول الأوروبية.
- سيطرة البنوك على تمويل الاقتصاديات الوطنية، أي التمويل بواسطة التمويل المباشر وغير المباشر.
- انهيار نظام الصرف الثابت مع نهاية الستينيات،
- انهيار نظام "بروتن وودز" في أوت 1971 وإنهاء ربط الدولار والعملات الأخرى بالذهب، مما مهد لتطبيق نظام أسعار الصرف المرنة.
- إدماج "البتروودولارات" في الاقتصاد العالمي بعد ارتفاع أسعار البترول بمبالغ ضخمة.
- انتشار البنوك الأمريكية في كافة أنحاء العالم و التي منحت العديد من القروض الدولية.
- بداية المديونية الخارجية لدول العالم الثالث.
- ظهور أسواق الأدوات المالية المشتقة.
- ارتفاع العجز في موازين المدفوعات للدول المتقدمة ولاسيما الولايات المتحدة.

¹ - عبد الله غالم، مرجع سابق، ص ص 81-82.

الفصل الثاني: الإطار النظري للعولمة المالية

ثانياً: مرحلة التحرير المالي:

امتدت هذه المرحلة من 1980 إلى 1985 وتميزت بما يلي:

- المرور إلى اقتصاد السوق المالية، وقد صاحب ذلك ربط الأنظمة المالية والنقدية الوطنية ببعضها البعض وتحرير القطاع المالي.
- رفع الرقابة على حركة رؤوس الأموال من وإلى الو.م.أ والمملكة المتحدة،
- التوسع الكبير في أسواق السندات (30% من مجموع الأصول المالية المصدرة عالمياً) وارتباطها على المستوى الدولي وتحريرها من كافة القيود مما جعل الدول الصناعية الكبرى تمول العجز في ميزانياتها، عن طريق إصدارها وتسويقها في الأسواق العالمية، وسميت هذه المرحلة بمرحلة تغطية الدين العام بالأوراق المالية.
- توسيع صناديق المعاشات والصناديق الأخرى المتخصصة في جمع الادخار وصناديق تتوفر على أموال ضخمة هدفها الأساسي هو تعظيم إيراداتها في مختلف الأسواق العالمية.

ثالثاً: مرحلة تعميم المراجعة وضم الأسواق المالية الناشئة

امتدت هذه المرحلة من 1986 حتى الآن وتميزت بما يلي:¹

- تحرير أسواق الأسهم، فقد كانت الانطلاقة من بورصة لندن في 1986 ثم تبعتها بقية البورصات العالمية بتحرير أسواق أسهمها، مما يسمح بربطها ببعضها البعض وعولمتها على غرار أسواق السندات.
- ضم العديد من الأسواق الناشئة ابتداءً من أوائل التسعينيات وربطها بالأسواق المالية العالمية،
- الانهيارات الضخمة التي شهدتها البورصات العالمية والتي كلفت الاقتصاد العالمي آلاف الملايين من الدولارات من الخسائر وتسببت في إفلاس الكثير من البنوك والمؤسسات المالية.
- زيادة الارتباط بين الأسواق المالية العالمية إلى درجة أنها أصبحت تشبه السوق الواحدة وذلك باستعمال وسائل الاتصال الحديثة وربطها بشبكة التعامل العالمية.
- زيادة حجم التعامل في أسواق الصرف.
- تحرير أسواق المواد الأولية وزيادة التعامل بالمشتقات المالية.
- توسيع التمويل المباشر باللجوء إلى الأسواق المالية وتغطية الدين العام بواسطة الأوراق المالية.
- في العقد التاسع من القرن العشرين كازاق طفرة نوعية كبيرة في حجم التدفقات المالية بين الأسواق.

¹ - عبد الله غالم، مرجع سابق، ص 82.

الفصل الثاني: الإطار النظري للعولمة المالية

الفرع الثاني: العوامل المساعدة على تسارع وتيرة العولمة المالية:

يؤكد العديد من الاقتصاديين أن تسارع وتيرة عولمة الأسواق المالية سيكون كبيرا في القرن الحادي والعشرين ويشكل أكثر مما كان عليه الحال في الربع الأخير من القرن العشرين، لذلك لابد من التطرق إلى العوامل المسببة لهذا التسارع، والتي يمكن إجمالها في النقاط التالية:

أولا: تنامي الرأسمالية المالية

لقد نمت الرأسمالية من خلال نمو وتطور صناعة الخدمات المالية بتركيبها الهيكلية المصرفية وغير المصرفية، كالمصارف التجارية، وشركات التأمين وإعادة التأمين، وصناديق الاستثمار، وصناديق التقاعد،... الخ. كما أصبحت الرأسمالية ذات طابع ريعي صرف، إذ تقوم بتوظيف رؤوس الأموال وليس استثمارها، محققة معدلات ربح أكبر عند الاستثمار في الأصول المالية مقارنة مع معدلات الربح المحققة عند الاستثمار في المشاريع الإنتاجية. هذا وقد ارتبط النمو المطرد للرأسمالية المالية أيضا بظهور "الاقتصاد الرمزي" الذي تحركه رموز ومؤشرات الثورة العينية مثل الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية، كما تحركه مؤشرات البورصات العالمية مثل: (داو جونز، نيكاي، وداكس... الخ)¹.

ثانيا: ظهور فائض نسبي كبير لرؤوس الأموال

إن النمو الهائل الذي حدث في تدفقات رؤوس الأموال الدولية عكس في ضوء عولمة الأسواق المالية حجما كبيرا من المدخرات والفوائض المالية التي لم تستطع الأسواق الوطنية استيعابها مما حدا للبحث عن فرص استثمارية خارجية ذات العائد الأعلى. وفي حقيقة الأمر أن هذه الزيادة في تدفقات رؤوس الأموال للخارج ما هي إلا انعكاس لاتجاه معدلات الربح نحو الانخفاض في المراكز) الدول (التي تخرج منها هذه الأموال².

ثالثا: ظهور الابتكارات المالية الحديثة

ارتبط نمو العولمة المالية أيضا بظهور عدد من الأدوات المالية الحديثة التي أخذت تجتذب العديد من المستثمرين. فإلى جانب الأدوات المالية التقليدية المتداولة في الأسواق المالية كالأسهم والسندات، ظهر العديد من الأدوات الاستثمارية الأخرى منها: المشتقات التي تتعامل مع المستقبل .

رابعا: التقدم التكنولوجي

ما ساعد على نمو العولمة المالية وظهور الابتكارات المالية الحديثة وسرعة انتشارها هو التقدم التكنولوجي خاصة في حقل الاتصالات والمعلومات، حيث تم تجاوز عقبة حواجز الزمان والمكان بين الأسواق المختلفة، وانخفضت تكلفة الاتصالات مما كان له انعكاسا إيجابيا على زيادة سرعة حركة رؤوس الأموال من سوق لأخرى³.

¹ - شذا جمال الخطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، عمان، دار مجدلاوي، 2008، ص ص 17-18.

² - نعيمة برودي، عبد القادر بلعربي، تيار عولمة الأسواق المالية إلى أين؟، الملتقى الدولي: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات و المؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، بسكرة، 21-22 نوفمبر 2006 ص 5.

³ - مصطفى عبد اللطيف، سليمان بلعور، تحديات العولمة المالية للمصارف العربية واستراتيجيات مواجهتها مع الإشارة إلى القطاع المصرفي الجزائري، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحول الاقتصادي: واقع وتحديات، شلف، 14 و 15 ديسمبر 2005 م، ص 6.

الفصل الثاني: الإطار النظري للعولمة المالية

خامسا: انتشار التحرير المالي الوطني والدولي

لقد ارتبطت التدفقات الرأسمالية عبر الحدود ارتباطا وثيقا بعمليات التحرير المالي الداخلي وبالتحرير المالي الدولي . وقد زاد معدل نمو هذه التدفقات وسرعتها خلال العقدين الأخيرين من القرن الماضي مع السماح للمقيمين وغير المقيمين بحرية تحويل العملة بأسعار الصرف السائدة إلى العملة الأجنبية واستخدامها بحرية في إتمام المعاملات الجارية والرأسمالية.

سادسا: إعادة هيكلة صناعة الخدمات المالية

حدثت تغييرات هائلة في صناعة الخدمات المالية وإعادة هيكلتها على مدى العقدين الماضيين، بحيث عملت كحافز للإسراع من وتيرة العولمة المالية. وفي هذا الصدد نشير إلى ما يلي:¹

1- توسعت البنوك في نطاق أعمالها، على الصعيد المحلي والدولي، فأصبحت تقوم بأعمال لم تكن تقوم بها من قبل في ضوء عمليات التحرير المالي، التي اقتضت تخفيف وفي بعض الحالات إلغاء القيود التي كانت تحد من نشاطها، وهو الأمر الذي ترتب عليه تنوع مصادر رؤوس أموال البنوك وطرق استخدامها مما انعكس في تطور بنود ميزانيتها؛-

2- دخلت المؤسسات المالية غير المصرفية، مثل شركات التأمين، وصناديق المعاشات، وصناديق الاستثمار، كمنافس قوي للبنوك التجارية في مجال الخدمات التمويلية؛

3- في ضوء المنافسة القوية التي بدأت تستشعرها البنوك التجارية من المؤسسات غير المصرفية، قامت بالاندماج فيما بينها، وذلك في كل من الولايات المتحدة الأمريكية اليابان والدول الأوروبية.

المطلب الثالث: العولمة المالية في إطار الإتفاقية العامة لتحرير تجارة الخدمات (GATS)

تلعب التجارة الخارجية في قطاع الخدمات المالية دورا متزايد الأهمية في العديد من الدول، ويعود سبب ذلك إلى الصفقات العابرة للحدود والحجم الهائل للاستثمارات الأجنبية المباشرة، وكما أن النشاطات الاقتصادية تتعولم أكثر فأكثر بسبب الزيادة في المبادلات الدولية وحركات رؤوس الأموال. فإن الحاجة إلى الخدمات الدولية للوساطة وتسيير المخاطر تزايدت بدورها. وأصبحت إمكانات التوسع على مستوى تجارة الخدمات المالية هاما في الوقت الذي أصبحت فيه الاقتصاديات مستمرة في الانفتاح والتطور التكنولوجي بفتح منافذ تجارية عديدة. ولتوضيح أكبر لأهمية قطاع الخدمات المالية، وتحرير تجارة الخدمات المالية في إطار الـ GATS نتناول النقاط التالية:

¹ - شذا جمال خطيب، مرجع سبق ذكره، ص ص 21-22.

الفصل الثاني: الإطار النظري للعولمة المالية

الفرع الأول: تزايد أهمية الخدمات المالية

أصبحت الخدمات المالية على قدر كبير من الأهمية في اقتصاد الدول سواء المتقدمة منها أو النامية وهذا ما يفسر الزيادة في تجارتها، خاصة مع استخدام الأدوات المالية الجديدة والتغيير التقني والتكنولوجي الجديد. هذا وتتمو تجارة الخدمات بشكل عام بحوالي % 12,3 سنويا، أين يقدر نمو تجارة الخدمات المالية وحدها بمعدل 15 % سنويا، أما بالنسبة لمساهمة تجارة الخدمات في إجمالي التجارة العالمية فيصل إلى % 20 ، بقيمة سنوية تتجاوز 810 بليون دولار.

وينعكس الدور الهام لقطاع الخدمات في حصته من إجمالي التوظيف وإجمالي الناتج المحلي في العديد من الدول . ففي الولايات المتحدة الأمريكية يوفر قطاع الخدمات حوالي % 75 من فرص العمل ويساهم بحوالي %55 من الناتج المحلي الإجمالي.¹

الفرع الثاني: مبررات تحرير التجارة في الخدمات المالية

إن دعاء تحرير قطاع تجارة الخدمات المالية وفتحته على الأسواق الدولية يستندون على عدة اعتبارات في دعوتهم إلى عولمة أنشطة القطاعات المالية، يمكن تلخيصها فيما يلي:²

- تعزيز المنافسة وتحسين كفاءة أداء الخدمات المالية، الأمر الذي من شأنه أن يؤدي إلى تخفيض التكاليف وتحسين نوعية الخدمة بالإضافة إلى توفير خيارات أكثر وأفضل في الخدمات المالية؛
- تحسين خدمات الوساطة المالية وزيادة فرص الاستثمار من خلال توظيف أفضل للموارد فيما بين القطاعات والبلدان المختلفة وفقا للفترات الزمنية المناسبة من خلال إدارة أفضل للمخاطر؛
- تحفيز الحكومات لتحسين إدارة السياسات الاقتصادية وسياسات الإشراف والرقابة الخاصة بالقطاعات المالية.

هذا ولقد بينت العديد من الدراسات أن تحرير قطاع الخدمات المالية، وبالتوازي مع إصلاحات أخرى يمكن أن يحفز الدخل والنمو وتحسين نوعية الاستثمار الذي يمثل أهم رابطة بين التحرير والنمو.

الفرع الثالث: الاتفاقية العامة لتحرير تجارة الخدمات الـ GATS

شملت الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات في ملحقاتها المتعلقة بالخدمات المالية عدة أنواع من الخدمات المالية، حيث تضمنت كافة الأنشطة العاملة في الأسواق المالية ذات الطابع التجاري القابلة للتداول، والتي لا تدخل ضمن وظائف الدولة الرئيسية، كما استبعد الاتفاق كافة نشاطات المصارف المركزية أو السلطات النقدية. وكذلك نشاطات صناديق الضمان الاجتماعي وصناديق التقاعد العامة... الخ، ومن الخدمات المالية التي تضمنها الاتفاق ما يلي:³

- الخدمات المصرفية (الإقراض بأنواعه بما فيه الإقراض الاستهلاكي والإقراض مقابل رهون وغيره)؛

¹ - شذا جمال خطيب، المرجع السابق، ص 24 .

² - بلقاسم زليبي، هواري بلحسن، أثر تحرير الخدمات المالية على النظام المصرفي في الجزائر، الملتقى الوطني حول المنظومة البنكية في ظل التحولات القانونية والاقتصادية، بشار 24 - 25 أبريل 2006 م، ص 6.

³ - شذا جمال خطيب، المرجع السابق، ص 24-26.

الفصل الثاني: الإطار النظري للعولمة المالية

- جميع الخدمات المدفوعة والتمويل النقدي بما فيها بطاقات الائتمان والدفع و الخصم والشيكات السياحية والأوامر المصرفية، هذا إضافة إلى المتاجرة للذات ولحساب العملاء في البورصة، وفي كافة أدوات السوق المالية وأدوات سوق الصرف وسعر الفائدة وكذلك خدمات المقاصة والتسوية للموجودات المالية؛

- الأوراق المالية القابلة للتداول، والمشاركة في إصدار مختلف أنواع السندات، وإدارة الأصول كالتقدي ومحافظة الأوراق المالية؛

- كافة أنشطة التأمين المباشر بأنواعه، وإعادة التأمين والوساطة في التأمين كالمسرة والوكالة والخدمات المساعدة الاستشارية؛

- خدمات البحوث والاستشارات المتعلقة بالاستثمار وتقديم المشورة بخصوص عمليات الشركات وإعادة هيكلتها وصياغة إستراتيجيتها؛

إضافة لما سبق فقد تضمن الاتفاق عدة نقاط أخرى، نذكر منها على سبيل المثال لا الحصر الإفصاح المالي وشفافيته، حيث أشار في المادة الثالثة على ضرورة تبادل الدول الأطراف لكافة المعلومات، والإجراءات التطبيقية والقوانين والتشريعات، ومبادئ الرقابة و التوجهات الإدارية المتعلقة بالخدمات المالية ذات التأثير المباشر أو غير مباشر على تجارتها، كما اشترط الاتفاق على كل دولة عضو متقدمة اقتصادياً " إنشاء نقطة اتصال معلوماتية " خلال مهلة عامين من دخولها الفعلي إلى الاتفاق، و ذلك لتسهيل حصول المنتجين والمتاجرين بالخدمات المالية في الدول النامية على كافة المعلومات الضرورية لتحقيق التطور في أسواقها، أما بالنسبة للتكتل الاقتصادي، فقد أكد الاتفاق على حق أي عضو في الانضمام إلى أي اتفاقات أخرى ذات الارتباط بتكامل وتحرير تجارة الخدمات المالية، مع أي دولة" أو دول "أخرى غير أعضاء في الاتفاق المعني الـ **GATS** شرط أن تشمل تلك الاتفاقات الأخرى تغطية قطاعية واسعة، لا تحتوي على أي إجراءات تمييزية وأن يتم إعلام مجلس تجارة الخدمات بها...الخ.

الفرع الرابع: جوانب أخرى متعلقة بالاتفاقية العامة لتحرير تجارة الخدمات الـ **GATS**

نصت الاتفاقية العامة لتحرير تجارة الخدمات على أربع طرق أساسية يمكن من خلالها ممارسة تجارة الخدمات المالية هي¹:

- **تقديم الخدمة عبر الحدود**: بمعنى أن الخدمة هي التي تنتقل من إقليم دولة إلى إقليم دولة أخرى دون انتقال مقدم الخدمة أو مستهلكها، مثل: تحويلات المبالغ النقدية بين الحسابات، استشارة قانونية...الخ.

- **الاستهلاك في الخارج**: وهنا ينتقل مستهلك الخدمة التابع لبلد من البلاد الأعضاء إلى أراضي العضو الذي تقدم هذه الخدمة فيه، مثال ذلك خدمات السياحة، العلاج والتعليم...الخ.

- **التواجد التجاري**: أي تقديم الخدمة من خلال انتقال مقدمها إلى البلد الذي ستقدم فيه الخدمة مثال ذلك تأسيس شركات أو فتح مكاتب تمثيل أو إقامة فروع لمؤسسات تابعة لأحد البلاد الأعضاء.

¹ - زينب حسين عوض الله، الاقتصاد الدولي: العلاقات الاقتصادية والنقدية الدولية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2004 م، ص ص 350-351.

الفصل الثاني: الإطار النظري للعولمة المالية

-التواجد المؤقت للأشخاص الطبيعيين: أي تقديم الخدمة من خلال تواجد أشخاص طبيعيين لبلد عضو في أراضي أي عضو آخر مثال ذلك قيام مواطني أحد البلاد الأعضاء بأعمال الإنشاءات في أراضي عضو آخر بتقديم استشارات في مختلف المجالات كالمحاماة، المجالات الفنية...الخ. وبناء على ما سبق فإن هذه الاتفاقية ستجعل الأسواق الدولية مفتوحة أمام العالم الخارجي، وبالتالي يمكنها أن تستفيد من التدفقات الرأسمالية التي تتجه إليها، بالإضافة إلى استفادتها من التكنولوجيا المتقدمة في عالم المال والبنوك...الخ.

المطلب الرابع: التحرير المالي و مظاهر عولمة الأسواق المالية

التحرير المالي ظاهرة حديثة نسبياً، إذ بدأت فقط منذ بداية عقد الستينات من القرن الماضي في العديد من الدول المتقدمة، وهذا بهدف تفعيل المؤسسات المالية وتحقيق سوق المنافسة في ظل عمليات الانفتاح الاقتصادي والمالي وتكامل الأسواق، ولغرض الوقوف على نطاق التحرر المالي واتجاهاته ومظاهره يتم تناول النقاط التالية:

الفرع الأول: مفهوم التحرير المالي، أهدافه ومستوياته

أولاً: مفهوم التحرير المالي

يقصد بالتحرير المالي محاولة تخفيف القيود الحكومية على المؤسسات المالية وآليات عملها وأدواتها وبصفة عامة فلتحرير المالي مفهومين رئيسيين:¹

التحرير المالي بمفهومه الشامل: ويقصد به:

مجموعة الأساليب والإجراءات التي تتخذها الدولة لإلغاء أو تخفيف درجة القيود المفروضة على عمل النظام المالي، بهدف تعزيز مستوى كفاءته وإصلاحه كلياً.

التحرير المالي بمفهومه الضيق: ويقصد به:

تحرير عمليات السوق المالية من القيود المفروضة عليها، والتي تعيق عملية تداول الأوراق المالية ضمن المستويين المحلي والدولي.

ثانياً: أهداف ومستويات التحرير المالي²

هناك عدة أهداف تستهدفها سياسات التحرير المالي، من أبرزها:

-تحقيق فعالية أعلى وكفاءة أكبر لعمل الأسواق المالية بهدف تعبئة المدخرات المحلية والأجنبية والاستفادة منها في تمويل اقتصادياتها وزيادة معدلات الاستثمار فيها، وزيادة فرص وصول المستثمرين والمقترضين المحليين إلى مجالات الاستثمار، ومصادر التمويل الدولية، الأمر الذي يعمل على زيادة ارتباط المستثمرين، والمقترضين

¹ - سرمد كوكب الجميل، الاتجاهات الحديثة في مالية الأعمال الدولية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2000 م، ص ص 36-37.

² - نعيمة برودي، عبد القادر بلعربي، تيار عولمة الأسواق المالية إلى أين، مرجع سبق ذكره، ص 4.

الفصل الثاني: الإطار النظري للعلامة المالية

المحليين والشركات المالية المحلية بأقرانهم الأجانب، وكذلك سهولة دخول الشركات والمستثمرين الأجانب في الأسواق المالية المحلية؛

-تعزيز درجة المنافسة فيما بين الأسواق المالية للحصول على أكبر قدر ممكن من رؤوس الأموال الدولية، إذ دفعت كثرة التغيرات التي اجتاحت الاقتصاديات الرأسمالية، والتي من أبرزها تغيرات أسعار صرف العملات الدولية، وتغيرات أسعار الفائدة الدولية، التي عملت على تغيير النظام النقدي والمالي الدولي، العديد من تلك الاقتصاديات إلى إعطاء حرية أكثر للتحويلات الخارجية مع تحرير تحويل العملات، وهذه التغيرات أضعفت من فاعلية سيطرة الدولة على حركة رؤوس الأموال.

وتتضمن سياسات التحرير المالي مستويين أساسيين هما:

-**التحرير المالي الداخلي (المحلي)**: يتمثل في تحرير معدلات الفائدة، التخلي عن سياسات توجيه الائتمان وعن الاحتياطي الإجمالي، اعتماد أدوات غير مباشرة للسياسة النقدية، تشجيع المنافسة بين المؤسسات المالية، خصوصاً البنوك العمومية وفتح النظام المالي أمام المنافسة الخارجية.

-**التحرير المالي على المستوى الدولي**: الذي يعني التحرر من الحظر على المعاملات في حساب رأس المال و الحسابات المالية لميزان المدفوعات، والتي تشمل المعاملات المتعلقة بمختلف أشكال رأس المال مثل الديون وأسهم المحافظ المالية والاستثمار المباشر والعقاري والثروات الشخصية كما أن تحرير حساب رأس المال يعني إلغاء القيود على معاملات النقد الأجنبي والضوابط الأخرى المرتبطة بهذه المعاملات، وذلك من خلال: تحرير الأسواق المالية عن طريق إلغاء الحظر على المعاملات المتعلقة بالاستثمار في سوق الأوراق المالية، وإلغاء القيود والضوابط على الاستثمار المباشر، وعمليات الائتمان، والمعاملات التي تقوم بها البنوك التجارية... الخ.

الفرع الثاني: مظاهر عولمة الأسواق المالية

بناء على ما سبق يتضح أن عمليات التحرير المالي تسمح بخلق مناخ استثماري يتصف بالمرونة في المعاملات بالنسبة للأعوان الاقتصادية سواء كانوا أفراد أو مؤسسات، بنوك... الخ، وذلك من خلال التخفيف من حدة القيود المفروضة خصوصاً في مجال الاستثمار في الأسواق المالية، الشيء الذي يؤدي إلى ظهور عدة مظاهر نتيجة عولمة هذه الأخيرة، وتبرز أهم مظاهر عولمة الأسواق المالية فيما يلي¹:

أولاً: الترابط بين البورصات

تحاول البورصات توسيع نطاق التداول وتنويع الأوراق المالية بغرض تخفيف المخاطر عن طريق الترابط فيما بينها بأساليب مختلفة منها على سبيل المثال:

-الربط الحاسوبي للبورصات باستخدام شبكة من الحواسيب الإلكترونية في مختلف الأسواق عن طريق الأنترنيت وشبكة الهاتف؛

-الربط بالوسطاء الماليين، من خلال تواجد عدد من ممثلي البورصات العالمية في مختلف الأسواق؛

¹ - رشيد بوأساني، معوقات أسواق المال العربية و سبيل تفعيلها، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، الجزائر، 2006 م، صص 102-103.

الفصل الثاني: الإطار النظري للعولمة المالية

-الربط بالسياسات المالية وذلك بتوحيدها بين مختلف الأسواق، إلى جانب ذلك نجد الربط التنظيمي الذي يتم باستخدام هياكل تنظيمية متماثلة...الخ.

ثانيا: عولمة الأسهم و السندات

بدأت عولمة أسواق السندات في نهاية السبعينات بإصدار السندات من طرف المقترضين وبمساعدة البنوك آنذاك، بهدف البحث عن أفضل تمويل وبأقل تكلفة، وما ساعد المؤسسات على إصدار سنداتنا على المستوى الدولي هو : اختلاف معايير التقييم المحاسبي وتنوع قطاعات الخدمات لكل دولة وتباين معدلات الفائدة وأجال وشروط الإصدار، فعلى سبيل المثال ارتفع مجموع العمليات على السندات الأمريكية في الخارج من أقل من 50 مليار \$ في 1983م إلى أكثر من 500 مليار دولار في 1993 م، أما ما ساعد على تدشين سوق الأورو أسهم هو ميل المستثمرين لإصدار الأوراق القابلة للتفاوض، مما مكن المصارف الدولية من الانتقال إلى مرحلة جديدة تتمثل في الإصدار الدولي للأوراق المالية القابلة للمشاركة والأسهم القابلة للتوظيف في عدة أسواق وذلك ابتداء من سنة 1983م.

ثالثا: تزايد دور تكنولوجيا المعلومات في عولمة أسواق الأوراق المالية

ساهم التقدم العلمي في عالم الاتصالات و المعلومات في تجميع المعلومات و تصنيفها بسرعة فائقة و كان هذا عامل في تقدم عولمة الأسواق خاصة منها المالية، ومن أهم آليات تكنولوجيا المعلومات في هذا المجال:
-النظام الإلكتروني للتحويلات المالية بين البنوك؛
-النظام الأتوماتيكي للمقاصة؛
-نظام الاتصالات عبر البنوك والبورصات، العالمية ونظام التلكس.

الفصل الثاني: الإطار النظري للعولمة المالية

المبحث الثالث: آثار العولمة المالية

تقتضي العولمة المالية تحرير حساب رأس المال، ومن ثم السماح للأموال بالتدفق من وإلى الاقتصاد بحرية تامة، وقد قامت الكثير من الدول بإلغاء القيود على التحركات المالية عبر الحدود، وفي هذا السياق عمدت الدول النامية إلى تبني تغييرات هيكلية في اقتصادياتها حتى تستفيد قدر الإمكان من هذه التدفقات، وتصبح أكثر تكاملاً مع النظام المالي العالمي، وقد دعم هذا الاتجاه التوجه العالمي في إطار اتفاقيات جولة أرجواي لتحرير التجارة في الخدمات المالية والمصرفية، كما سبق الإشارة إليه، لكن الذي حدث أنها تعرضت لهجمات مضاربة عنيفة، التقلب العكسي لرؤوس الأموال، كما حصد الجهاز المصرفي آثار وخيمة بالإضافة إلى آثار أخرى نتطرق إليها من خلال هذا المبحث كما يلي:

- آثار العولمة المالية على الجهاز المصرفي في المطلب الأول؛
- الآثار الإيجابية للعولمة المالية في المطلب الثاني؛
- المخاطر الناجمة عن للعولمة المالية في المطلب الثالث.

المطلب الأول: آثار العولمة المالية على الجهاز المصرفي

تشير الكثير من التغييرات والتطورات والدراسات الخاصة بالعولمة أن لها تأثير واسع النطاق على الجهاز المصرفي، هذا الأخير منه ما هو إيجابي ومنه ما هو سلبي.

الفرع الأول: التحول إلى البنوك الشاملة

في ظل العولمة وإعادة هيكلة صناعة الخدمات كما سبق الإشارة إليه، زاد اتجاه البنوك وخاصة البنوك التجارية إلى التحول إلى البنوك الشاملة التي تتمثل في كيانات مصرفية تسعى دائماً وراء تنويع مصادر التمويل والتوظيف وتعبئة أكبر قدر ممكن من المدخرات في كافة القطاعات وتوظيف مواردها في أكثر من نشاط وتمنح الائتمان المصرفي لجميع القطاعات، كما تعمل على تقديم الخدمات المتنوعة التي قد لا تستند إلى رصيد مصرفي، بحيث نجدها تجمع ما بين وظائف البنوك التجارية ووظائف البنوك المتخصصة وبنوك الاستثمار. هذا وتتبع البنوك الشاملة إستراتيجية التنويع بهدف استقرار حركة الودائع، وانخفاض مخاطر الاستثمار والموازنة بين السيولة والربحية¹.

الفرع الثاني: تنويع النشاط المصرفي والاتجاه إلى التعامل بالمشتقات المالية

وهو أثر مرتبط بتعمق العولمة المصرفية، وقد شمل تنويع النشاط المصرفي على مستوى مصادر التمويل إصدار شهادات إيداع قابلة للتداول والاتجاه إلى الاقتراض طويل الأجل من خارج الجهاز المصرفي، وعلى مستوى الاستخدامات والتوظيفات المصرفية. ثم الاتجاه إلى التوريق، أي تحويل المديونيات المصرفية إلى مساهمات في شكل أوراق مالية قابلة للتداول، والإقدام على تنويع القروض الممنوحة وإنشاء الشركات القابضة المصرفية. غير أنه

¹ - أسيا مرابط، العولمة وآثارها الاقتصادية على الجهاز المصرفي، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحول الاقتصادي - واقع وتحديات كلية العلوم الإنسانية والعلوم الاجتماعية، شلف، 15 ديسمبر 2004 م

الفصل الثاني: الإطار النظري للعولمة المالية

وفي ظل العولمة المالية وصل تنوع النشاط المصرفي مداه الأقصى عندما أضافت البنوك إلى نشاطها المشتقات المالية وأصبحت تتعامل مع العقود المستقبلية، والخيارات والمبادلات، حيث سمحت موجة التحرير بفتح مجالات جديدة للأنشطة المصرفية لم يكن مسموحاً بها من قبل¹.

الفرع الثالث: ضرورة الالتزام بمقررات لجنة بازل

مع تزايد العولمة أصبح العمل المصرفي أكثر عرضة للمخاطر سواء أن كانت ناتجة عن عوامل خارجية أو داخلية، وأصبح لزاماً على البنوك أن تحتاط لهذه المخاطر وبعده وسائل من أهمها تدعيم رأس المال والاحتياطات، وقد اتخذ معيار كفاية رأس المال أهمية متزايدة منذ أن أقرته لجنة بازل 1988 م، حيث أصبحت البنوك ملزمة بأن تصل نسبة رأس مالها مجموع أصولها بعد ترجيحها بأوزان المخاطرة الائتمانية إلى 8% كحد أدنى مع نهاية عام 1992 م².

الفرع الرابع: احتدام المنافسة في السوق المصرفية

مع تزايد العولمة المالية، وإقرار اتفاقية تحرير الخدمات المصرفية في جولة الأرجواي 1994 م، اشتدت المنافسة في السوق المصرفي وأخذت ثلاث اتجاهات هي:³
-الاتجاه الأول: المنافسة بين البنوك التجارية فيما بينها سواء في السوق المصرفية المحلية أو السوق العالمية؛

-الاتجاه الثاني: المنافسة فيما بين البنوك والمؤسسات المالية الأخرى؛

-الاتجاه الثالث: المنافسة فيما بين البنوك والمؤسسات غير المالية على تقديم الخدمات المصرفية.

ومن المتوقع أن تستمر المنافسة مع دخول شركات التامين وشركات الأوراق المالية ومؤسسات الوساطة المالية وذلك في ظل تزايد الرغبة لتقديم الخدمات المالية التي ترتبط بالنشاط المصرفي.

الفرع الخامس: مشاكل تعرض المصارف للأزمات

لعل من أهم مشاكل العولمة المالية هو تعرض الجهاز المصرفي لأزمات كبيرة بسبب التحرير المالي المحلي والدولي، كما أن أزمات البنوك المعاصرة في الدول النامية أكدت العلاقة الوثيقة بينها وبين العولمة المالية، وهذا ما أثبتته أيضاً دراسة قاما بها كل من Kunt and Detriache لـ 65 دولة خلال الفترة 1980 م - 1994 م، معتمدين في ذلك على ثلاث متغيرات أساسية ذات صلة بالتحرير المالي وهي:

- سعر الفائدة الحقيقي؛

-نسبة القروض من الجهاز المصرفي إلى القطاع الخاص؛

-معدل نمو الائتمان المصرفي.

¹ - عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 38

² - الطيب حمد النيل عبد المنعم محمد، العولمة وآثارها الاقتصادية على المصارف - نظرة شمولية-، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحويلات الاقتصادية -واقع و تحديات-، كلية العلوم الإنسانية والعلوم الاجتماعية، الشلف، 14- 15 ديسمبر 2004 .

³ - وهبية بن داودية، جميلة مديوني، واقع الجهاز المصرفي العربي وتحديات العولمة المالية، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحويلات الاقتصادية واقع و تحديات-، كلية العلوم الإنسانية والعلوم الاجتماعية، شلف، 14 - 15 ديسمبر 2004.

الفصل الثاني: الإطار النظري للعولمة المالية

وغالبا ما تلجأ المصارف لاستخدام أدوات التحرير المالي وتسرف في الاقتراض الخارجي لتمويل القروض المحلية وجني الأرباح (في حالة كون معدل فائدة الاقتراض الخارجي أقل من سعر الفائدة المحلية)، وقد تعاني هذه المصارف من مصاعب مالية كبيرة عندما يحدث خفض في قيمة العملة الوطنية، وتعد أزمة مصارف المكسيك عام 1994م مثالا نموذجيا على هذه النقطة¹.

وخلاصة القول أن هناك العديد من الآثار الاقتصادية للعولمة المالية على الجهاز المصرفي منها ما هو إيجابي ومنها ما هو سلبي، ومن ثم تصبح المهمة الملقة على عاتق القائمين على إدارة الجهاز المصرفي هو إتباع إستراتيجية، ووضع الآليات والسياسات والأدوات التي تعظم الآثار الإيجابية وتحاول في نفس الوقت التقليل من الآثار السلبية إلى أدنى درجة ممكنة.

المطلب الثاني: الآثار الإيجابية للعولمة المالية

بينت البحوث كيفية ارتباط الاستثمار الأجنبي المباشر بالتوجه التجاري، وهو الاستثمار الذي يعزز التجارة في حد ذاتها، حيث يحقق الاستثمار الأجنبي المباشر عموما سواء كان في الصناعة التحويلية أو الخدمات أو استخراج الموارد نتائج إيجابية للبلاد حتى عندما تكون آثاره متواضعة من خلال آثار المنافسة والروابط، ويمكن القول إجمالا أن هذا الاستثمار يولد وظائف أكثر إنتاجية وأعلى أجر، وأنه أكثر مراعاة للبيئة من الاستثمارات المماثلة للمنتجين، كما انه يكمل مخزون المهارات، ويرفع مستوى التكنولوجيا، ويحسن فرص الدخول إلى الأسواق الدولية ويربط البلدان بشبكات الإنتاج العالمية التي أصبحت موضع التدفقات التجارية بصورة متزايدة.

هذا و يحفز الإنفتاح في إطار العولمة المالية تعميق السوق المالية، وإنشاء المؤسسات و تقويتها و بناء بنية تنظيمية سليمة، مما يؤدي إلى توفر رأس المال للمساهمين الشيء الذي يسمح للشركات بالتنوع بعيدا عن الاعتماد المفرط على البنوك وتخفيض نسبة المديونية، مما ينعكس إيجابا في تزايد المقدر المالية للمؤسسات ومن ثم إضافة نقطة أو نقطتين مئويتين لمعدل النمو السنوي، غير أنه ما تجدر الإشارة إليه هنا أن العلاقة بين التدفقات الرأسمالية و معدلات النمو ليست بسيطة كما يبدو، بل ترتبط بالعديد من المتغيرات مثل: إندماج الأسواق المحلية بالاقتصاد العالمي، طبيعة التدفقات، المناخ الاستثماري في الدولة المضيفة، رأس المال البشري،...الخ.

فنجد مثلا أن التدفقات الرأسمالية طويلة الأجل (الاستثمار الأجنبي المباشر) غالبا ما ترتبط ارتباطا وثيقا بمعدلات الاستثمار المحلي، على عكس التدفقات الرأسمالية قصيرة الأجل التي غالبا ما تكون مصحوبة بزيادة الاستهلاك، و من ثم لا يمكن تحديد أيا من أنواع التدفقات الرأسمالية هي الأنسب، حيث أن لكل دولة خصائصها، و ظروفها الاقتصادية، و مرحلة من مراحل التنمية تمر بها.²

¹ - عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، المرجع السابق، ص ص 44-45.

² - شذا جمال الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص 34.

الفصل الثاني: الإطار النظري للعولمة المالية

المطلب الثالث: المخاطر الناجمة عن العوالمة المالية

بالرغم من الصورة الإيجابية التي يرسمها كثير من الاقتصاديين عن العوالمة المالية، إلا أنها تظل ناقصة، وهنا سيتم التطرق إلى نقاط هامة هي:

الفرع الأول: المخاطر الناجمة عن التقلبات الفجائية في رأس المال

تعاضم انسياب رأس المال الخاص نحو الدول النامية في العقد التاسع من القرن العشرين، وتحليل حركة هذا الانسياب نجد أن الاستثمار في الحافظة المالية يتم بسرعة كبيرة، حيث ينتقل رأس المال من سوق لآخر وبصورة فجائية وفي مدة زمنية قصيرة، مقارنة مع الاستثمار الأجنبي المباشر. ويرجع السبب إلى أن النوع الأول يعتمد على عوامل قصيرة الأجل والسعي لتحقيق الربح السريع، ويتأثر تأثراً كبيراً بتوقعات المتعاملين على عكس النوع الثاني (الاستثمار الأجنبي المباشر) الذي يهتم بالأرباح على المدى الطويل وتقوم به الشركات متعددة الجنسيات كما تحكمه اعتبارات أخرى مثل التغييرات الهيكلية، نمو الأسواق والدخل القومي في الدولة المضيفة، إضافة إلى سعيه لإيجاد طاقات إنتاجية جديدة أو امتلاك طاقات موجودة أصلاً، بذلك يكون من الصعب تصفية هذه الطاقات في المدى القصير، بينما التخلص من الاستثمار في الحافظة المالية يتم بسهولة عن طريق البيع في الأسواق المالية. إن الحركة الواسعة والسريعة والمفاجئة لرأس المال الأجنبي تتسبب بالعديد من الانعكاسات السلبية على الاقتصاد الوطني وتوضح فيما يلي¹:

- في حالة التدفقات الاستثمارية قصيرة الأجل للداخل بشكل مفاجئ وبكميات كبيرة مما يؤدي إلى عدم الاستقرار في الاقتصاد الكلي يتجلى في:
 - ارتفاع في سعر صرف العملة الوطنية مما يضر بالصادرات والمستوردات وبالتالي يزداد عجز الميزان التجاري؛
 - ارتفاع شديد في أسعار الأصول خاصة الأراضي والعقارات والأصول المالية؛
 - نمو في معدلات التضخم؛
 - زيادة في الطلب الاستهلاكي المحلي.
- في حالة تدفقات استثمارية تخرج من الدولة بشكل مفاجئ وبأحجام كبيرة فإنها تؤدي إلى:
 - انخفاض سعر صرف العملة الوطنية؛
 - انخفاض و تدهور أسعار الأصول العقارية والمالية؛
 - هبوط الأسعار وتدهور معدلات الربح؛
 - تزايد العجز في ميزان المدفوعات؛
 - فقدان ثقة المستثمرين الأجانب في السوق المحلي؛
 - استنزاف الاحتياطيات الدولية من الدولة، خاصة إذا حاول البنك المركزي التدخل لحماية سعر صرف العملة الوطنية.

¹- أحمد منير النجار، عوالمة الأسواق المالية وأثرها على تنمية الدول النامية مع الإشارة للسوق المالي الكويتي، مرجع سبق ذكره، ص ص 25-26.

الفصل الثاني: الإطار النظري للعولمة المالية

الفرع الثاني: مخاطر التعرض لمضاربات مدمرة:¹

لقد جاءت عمليات التحرير المالي المحلي والدولي، لتسهيل نشاط المضاربات من خلال إلغاء العديد من القيود التي كانت تحد من قيامها، وبجانب ذلك حدث تسارع هائل في تداول الأوراق المالية (الأسهم والسندات) وكذلك ظهور الابتكارات المالية الجديدة (المشتقات المالية) التي يتم التعامل بها على مدار الساعة في مختلف أسواق العالم. كما ساهمت إجراءات العولمة المالية، وثبات أسعار الصرف، إلى جانب ارتفاع أسعار الفائدة المحلية ووجود اتجاه متزايد لزيادة حجم الدين الخارجي وارتفاع معدلات خدمته، لتهيئة المناخ المناسب لمزاولة المضاربيين أعمالهم وجنيهم الأرباح السريعة، ومرة أخرى نجد حالة المكسيك 1994 م، وتايلاند وغيرها خير مثال على ذلك. وكانت نتائج هذه المضاربات شديدة على الدول النامية التي حدثت بها، مما أدى إلى انخفاض قيمة العملة الوطنية، ارتفاع المستوى العام للأسعار ومعدلات التضخم، استنزاف الاحتياطيات الدولية وهروب كبير لرؤوس الأموال نحو الخارج وبالتالي فقدان ثقة المستثمرين في الأسواق. كل ذلك تلخص بآثار سلبية في المجالات الاقتصادية والاجتماعية وحتى السياسية، وقد ساعد على استفحال هذه الآثار السيئة البرامج الشديدة للتثبيت الاقتصادي والتكيف الهيكلي.

الفرع الثالث: مشاكل هروب الأموال الوطنية للخارج

إن من الآثار السيئة لعولمة الأسواق المالية خصوصاً بالنسبة للدول النامية هو تدويل مدخراتها، حيث أصبحت هذه الأخيرة تفضل الاستثمار خارج حدودها الوطنية، والتناقص الملفت للنظر، أنه في الوقت الذي تشجع فيه هذه الدول الاستثمار الأجنبي وتقدم له كل عوامل الجذب من مزايا وإعفاءات وإزالة العقبات والحواجز، فقد سمحت هذه الدول استناداً للعولمة المالية لمدخراتها المحلية بالخروج للاستثمار في الخارج. لذلك فالحساب الصحيح لصافي أثر العولمة المالية على مقدرة دولة ما في جذب استثمار رؤوس أموال خارجية لا يكون دقيقاً إلا بعد طرح المدخرات الوطنية التي انسابت للخارج من الإجمالي.

وبالرغم من أن ظاهرة هروب رؤوس الأموال الوطنية للخارج تعتبر ظاهرة قديمة في الدول النامية وتتعدد أسبابها وتتنوع أشكالها، إلا أن إجراءات التحرير المالي التي انتشرت في هذه الدول قد أعطت لعمليات الهروب هذه مشروعية وحرية مما أدى بالضرورة لاستفحال هذه الظاهرة واستفحال آثارها السلبية سواء على ميزان المدفوعات أو قدرة الدولة على التراكم الرأسمالي والاستثمار وخدمة الدين الخارجي، وصافي تدفق رؤوس الأموال الأجنبية²

¹ - أحمد منير النجار، عولمة الأسواق المالية وأثرها على تنمية الدول النامية مع الإشارة للسوق المالي الكويتي، مرجع سبق ذكره، ص ص 27-28.

² - عبد الوهاب رميدي، علي سماي، العولمة المالية وآثارها على اقتصاديات الدول النامية، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات-دراسة حالة الجزائر و الدول النامية-، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، بسكرة، 20 - 21 نوفمبر 2006 م.

الفصل الثاني: الإطار النظري للعولمة المالية

الفرع الرابع: مشكلة السيادة الوطنية في مجال السياستين النقدية والمالية

مع التطبيق التام للعولمة المالية، وتزايد اندماج وتكامل الأسواق المالية المحلية مع الخارجية، فإنه من المتوقع أن تفقد الدول سيطرتها وسيادتها الوطنية في مجال السياسة النقدية والسياسة المالية، وقد ظهر ذلك بوضوح عند حدوث الأزمات المالية¹.

فتأثير العولمة المالية على السياسة النقدية يتجلى في فقدان السلطة النقدية السيطرة على الكتلة النقدية مما يقود للتضخم، وتغيير أسعار الفائدة الحقيقية نتيجة لذلك.

ومع تزايد مستوى العولمة المالية فإن تحديد أسعار الفائدة ستخرج عن سيطرة البنك المركزي، حيث سترتبط أسعار الفائدة المحلية، وخاصة قصيرة الأجل مع أسعار الفائدة الخارجية.

لذلك فإن أي محاولة لتحديد أسعار فائدة وأسعار صرف لا تتفق مع مثيلاتها في الخارج يمكن أن تؤدي إلى تدفقات كبيرة لداخل الدولة أو لخارجها من رؤوس الأموال قصيرة الأجل².

ولعل ما تجدر الإشارة إليه أيضاً، هو تأثير المضاربين، حيث أنه إذا وقع الاقتصاد القومي في يد المضاربين العالميين، وحاولت جميع البنوك المركزية في العالم على اتخاذ موقف معين لحماية عملة ما، فإن آخر الدراسات تشير إلى أن هذه الأخيرة (البنوك المركزية) لن تستطيع أن تجمع أكثر من **14 مليار دولار يومياً**، مقارنة بحوالي **800 مليار دولار** يستطيع أن يضخها هؤلاء الفاعلون غير الرسميون في السوق، وهذا يعني أن إمكانياتهم تفوق **55** مرة البنوك المركزية الموجودة في العالم³.

أما تأثير العولمة المالية على السياسة المالية فإنها تظهر كلما تزايدت درجة العولمة المالية، ويمكن توضيح ذلك كالتالي⁴:

ففي الحالات التي يتأثر فيها الاستثمار بالاعتبارات الضريبية، تلجأ الشركات والمستثمرين في الدول الصناعية للخروج باستثماراتهم لدول تكون فيها معدلات الضرائب على الدخل والأرباح منخفضة مما يؤدي ليس فقط لخفض حصيلة الدولة السيادية من الضرائب، بل لإضعاف فاعلية السياسة المالية في تحقيق أهدافها هذا من جهة. ومن جهة أخرى فإنه مع تزايد خروج رؤوس الأموال خارج الحدود الوطنية بسبب الضرائب ستزداد معدلات البطالة، ولمقابلة ذلك ستضطر الحكومات لخفض معدلات الضرائب على الشركات مما سيؤدي لانخفاض الإيرادات الضريبية وزيادة عجز الموازنات العامة، وقد تقوم الدولة عندئذ - مجبرة بالتخلي عن بعض البرامج الاجتماعية.

¹ - آسيا مرابط، العولمة وآثارها الاقتصادية على الجهاز المصرفي، مرجع سبق ذكره.

² - أحمد منير النجار، عولمة الأسواق المالية وأثرها على تنمية الدول النامية مع الإشارة للسوق المالي الكويتي، مرجع سبق ذكره، ص 30.

³ - عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، مرجع سبق ذكره، ص 4.

⁴ - أحمد منير النجار، عولمة الأسواق المالية وأثرها على تنمية الدول النامية مع الإشارة للسوق المالي الكويتي، مرجع سبق ذكره، ص 30.

الفصل الثاني: الإطار النظري للعولمة المالية

الفرع الخامس: تزايد مخاطر أنشطة غسل الأموال

يلاحظ مع تزايد العولمة المالية المقرونة بالتحريك المالي، زادت عمليات غسل الأموال حتى وصل حجم غسل الأموال في العالم سنويا حوالي **500 مليار دولار** وهو ما يعادل **2%** من الناتج المحلي العالمي ويستخدم الجهاز المصرفي كوسيط لعمليات غسل الأموال، إذ تمر هذه الأخيرة بثلاث مراحل هي: مرحلة الإيداع النقدي، ثم مرحلة التعقيم، ثم مرحلة التكامل مع الأخذ في الاعتبار أن هذه الظاهرة تؤثر سلبا على الاقتصاد القومي. وفي هذا الإطار تجدر الإشارة إلى أن هناك مواجهة عالمية للحد من هذه الظاهرة، تقوم بها الهيئة الدولية الرئيسية المكلفة بمكافحة غسل الأموال وهي "**فرقة العمل المعنية بالإجراءات المالية المتعلقة بغسل الأموال**" التي أنشأت في أعقاب مؤتمر قمة مجموعة السبع المعقود في **1989 م**، وتضم الفرقة **29** بلد ومنظمتين دوليتين هما: **المفوضية الأوروبية ومجلس التعاون الخليجي**¹.

¹ - وهيبه بن داودية، جميلة مديوني، واقع الجهاز المصرفي العربي وتحديات العولمة المالية، مرجع سبق ذكره.

الفصل الثاني: الإطار النظري للعولمة المالية

خلاصة الفصل

من خلال هذا الفصل نستخلص أن العولمة هي مرحلة متطورة من الرأسمالية، وليست نهاية التاريخ إذن فهي مرحلة تاريخية في تطور العالم جوهرها سيادة النموذج الحضاري الغربي في امتداده الرأسمالي وفلسفته الليبرالية تحت رعاية الولايات المتحدة الأمريكية، القائم على التفوق العلمي والتقدم التقني والاقتصادي والتكنولوجي والمعلوماتي والإعلامي وغيرها.

ولقد ساهمت عدة عوامل في انتشار العولمة بصفة عامة، والعولمة المالية بصفة خاصة، من بينها: تنامي الرأسمالية، عجز الأسواق الوطنية عن استيعاب الفوائض المالية، وظهور ابتكارات مالية، بالإضافة إلى التحرير المالي المحلي والدولي وغيرها. كما ساعدت العولمة المالية من خلال عملية التحرير المالي إلى حدوث تدفقات كبيرة لرؤوس الأموال ومن ثم الاستثمار وجني الأرباح، إلا أن هذا نجم عن عولمة الأسواق المالية عدة آثار متباينة منها ما هو سلبي كالتقلبات الفجائية في رأس المال، والتعرض لمضاربات مدمرة، انتشار ظاهرة غسيل الأموال، ومنها ما هو إيجابي كرفع مستوى التكنولوجيا، تحسين فرص الدخول إلى الأسواق الدولية، التخفيض من نسبة المديونية بالتحول من ما يطلق عليه اقتصاديات المديونية إلى اقتصاديات الأسواق المالية، وكذا تآثر النظام المصرفي بهذه الظاهرة، بحيث برزت كيانات مصرفية جديدة لم يكن لها وجود سابقا، ولعل ما هو ملفت للنظر في هذه الآثار هو تزايد الربط والتكامل بين البورصات التي من شأنها أن تؤدي إلى تعزيز التكامل الاقتصادي بين الدول باعتبار أن التكامل المالي هو جزء من التكامل الاقتصادي. بالإضافة إلى انتشار ظاهرة الاندماجات بين البنوك، الصغيرة والكبيرة، وكذا عملية خصخصة البنوك العمومية.

الفصل الثالث:

مخاطر عولمة سوق المال السعودي

الفصل الثالث: مخاطر عولمة سوق المال السعودي

تمهيد:

تحتل الأسواق المالية في جميع دول العالم باهتمام السلطات السياسية والاقتصادية؛ نظراً لما تقوم به من دور مهم ورئيسي في دفع عجلة التنمية الاقتصادية عن طريق تجميع مدخرات الأفراد والمؤسسات وتحويلها إلى قنوات استثمارية مفيدة للأوراق المالية، كالأسهم والسندات، وبالتالي تساعد على إتمام التكوين الرأسمالي الذي يعتبر من أهم عوامل الإنتاج.

وتعتبر السوق المالية السعودية من أكبر أسواق المنطقة العربية، على الرغم من عدم وجود سلطة تنظيمية مستقلة تشرف عليها، حيث يتم تنظيم السوق من قبل ثلاث مؤسسات حكومية: وزارة التجارة، ووزارة المالية، ومؤسسة النقد العربي السعودية، وتختص هذه الأخيرة بالرقابة المباشرة على سوق المال السعودي فيما يتعلق بالإدارة والتشغيل، وتجدر الإشارة إلى أن السوق المالية السعودية سعت منذ تأسيسها إلى تطبيق أحدث أنظمة التداول الإلكترونية، فهي سوق على درجة عالية من التطور التكنولوجي، وكذا قيام هيئة السوق المالية بفتح الاستثمار للمؤسسات المالية الأجنبية المؤهلة لتداول أسهم السوق المالية، طبقاً لما سنتضعه الهيئة من قواعد تنظيمية استعداداً لدخولهم السوق.

على ضوء ما سبق سوف نتطرق في هذا الفصل إلى التعريف بالسوق المالية السعودية من خلال بنيتها، وخصائصها الرئيسية، وتنظيمها، وأداء السوق في الفترة الأخيرة، ونختتم هذا الفصل باستعراض دراسة تحليلية تهدف إلى إبراز أثر انفتاح السوق المالي أمام الاستثمار الأجنبي على أداء السوق المالية السعودية، وقمنا بتقسيم هذه الدراسة إلى ثلاث أقسام تبعا لأهم التحولات التي عرفتها السوق السعودية في ظل العولمة المالية، وعلى هذا الأساس سيكون عرض هذا الفصل وفقاً للمباحث التالية:

- السوق المالية السعودية؛
- تقييم أداء السوق المالية السعودية؛
- الآثار المترتبة عن انفتاح سوق المال السعودي.

الفصل الثالث: مخاطر عولمة سوق المال السعودي

المبحث الأول: السوق المالية السعودية.

تعتبر السوق المالية السعودية، التي تعرف باسم "تداول"، أهم سوق على مستوى الدول العربية جميعها، ذلك أنه أكبر الأسواق المالية في العالم العربي من حيث القيمة السوقية، حيث تمثل السوق السعودية وحدها نحو ثلث قيمة رؤوس أموال الأسواق العربية مجتمعة، وقد بلغت السوق أوجها خلال الفترة من 2003 إلى بداية عام 2006، عندما وصلت قيمتها السوقية 834 بليون دولار، ونحاول من خلال هذا المبحث التعرض إلى النقاط التالية:

- نشأة وتطور السوق المالية السعودية؛

- الإطار التشريعي والتنظيمي للسوق السعودي؛

- الأدوات الاستثمارية السائدة في السوق

المطلب الأول: نشأة وتطور السوق المالية السعودية.

تعد السوق المالية السعودية من الأسواق الحديثة النشأة مقارنة بأسواق الدول المتقدمة، وسنحاول في هذا المطلب التطرق إلى تاريخ هذه السوق، وخصائصها الرئيسية، إضافة إلى أدواتها الاستثمارية.

الفرع الأول: نبذة تاريخية عن السوق

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 خصوصا 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 1984.¹ وأوكلت مهمة الإشراف على نشاط السوق وتنفيذ القواعد المنظمة لعملية التداول إلى مؤسسة النقد العربي السعودية، وعلى ضوء ذلك تم إنشاء مكتب للمقاصة لمطابقة وموازنة طلبات البيع والشراء من البنوك المختلفة وتم إدراج عدد من البنوك الوطنية لأداء وظيفة الوساطة في السوق من خلال شبكة اتصالات مرتبطة بمؤسسة النقد السعودية.

شهد عام 1990 بداية تشغيل النظام الآلي لتداول الأسهم في المملكة عبر البنوك التجارية، وهو النظام الذي خضع بدوره لتطوير كبير ومستمر قفز بأعداد الصفقات والأسهم المتداولة والشركات المدرجة إلى أرقام كبيرة، واستمر العمل به إلى حلول عام 2001 حيث تم استبداله بنظام "تداول"، وهو نظام متطور من حيث آليات

¹ هيئة السوق المالية السعودية، الاستثمار في سوق الأسهم ، <http://cma.org.sa/IA/default.html> ، (2019/05/10).

الفصل الثالث: مخاطر عولمة سوق المال السعودي

التداول والتسوية والتقاص، ويوفر نظام" تداول" سوقا يقوم على استمرارية إعطاء أوامر البيع والشراء لآخر سعر من خلال التوفيق بين هذين السعيرين مع إعطاء معلومات أخرى خاصة بحجم التداول وطبيعة المنشأة، وقد لعبت البنوك التجارية دور الوسيط بين المستثمرين القائمين أو الراغبين في الدخول.¹

وكانت مؤسسة النقد العربي السعودية الجهة الحكومية المعنية بتنظيم ومراقبة السوق حتى تم تأسيس هيئة السوق المالية بتاريخ 31 جويلية 2003 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.

وبانعقاد مجلس الوزراء السعودي في 19 مارس 2007 تم الموافقة على تأسيس شركة مساهمة سعودية باسم "شركة السوق المالية السعودية (تداول)"، ومن أهم أغراض الشركة توفير وهيئة وإدارة آليات تداول الأوراق المالية، والقيام بأعمال التسوية والمقاصة للأوراق المالية وإيداعها وتسجيل ملكيتها ونشر المعلومات المتعلقة بها، وبلغ رأسمال الشركة 1.2 مليار ريال، مقسما إلى 120 مليون سهم متساوية القيمة، وهي أسهم نقدية اكتتب فيها كلها صندوق الاستثمارات العامة، وقضى القرار بأن يتم طرح جزء من أسهم الشركة للاكتتاب العام في الوقت الذي تحدده الجمعية العامة غير العادية للشركة، وتسعى السوق السعودية إلى تحقيق عدة أهداف منها² :

- 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 إمكانات وقدرات السوق الفنية والتنظيمية .
- توفير الآليات المناسبة للشركات للحصول على التمويل اللازم؛
- تطوير أسواق ومنتجات وخدمات وأدوات مالية متكاملة ومتنوعة وابتكارية؛
- تشجيع كل من المستثمرين والمصدرين والوسطاء المحليين والعالميين للمشاركة في السوق؛
- تكامل وفعالية العمليات الرئيسية للسوق مع تحقيق عوائد مالية مجزئة للمنشأة ومساهمتها .

الفرع الثاني: خصائص السوق السعودية

تتميز سوق الأسهم السعودية بحدثة النشأة مقارنة بأسواق الدول المتقدمة مثل الولايات المتحدة الأمريكية، أو اليابان، أو دول الاتحاد الأوروبي، كذلك يتصف بقلة عدد الشركات المدرجة أسهمها في السوق بالنظر إلى حجم الاقتصاد السعودي الكبير، ويعد حجم المعاملات في السوق محدودا نسبيا 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

¹ - مساعد النمر، تداول، مجلة تداول لسوق الأسهم السعودية، المملكة العربية السعودية، العدد 12، 2005، ص 4 .

² - السوق المالية السعودية، نبذة عن السوق ، http://www.tadawul.com.sa ، 2019/05/12.

الفصل الثالث: مخاطر عولمة سوق المال السعودي

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 الاقتصاد¹.

الجدول رقم: (1.3) عدد الأسهم المتداولة للقطاعات الخمسة عشر لعام 2008

القطاع	الأسهم المتداولة
المصارف والخدمات المالية	9391260
الاسمنت	378923
الاتصالات وتقنية المعلومات	6055200
التأمين	2972849
الصناعات البتروكيماوية	7750592
التجزئة	1060202
الطاقة والمرافق الخدمية	787981
الزراعة والصناعات الغذائية	1980596
شركات الاستثمار المتعدد	1786103
الاستثمار الصناعي	3957124
التشييد والبناء	1619758
التطوير العقاري	3571172
النقل	1929982
الإعلام والنشر	236969
الفنادق والسياحة	200329
المجموع	58727059

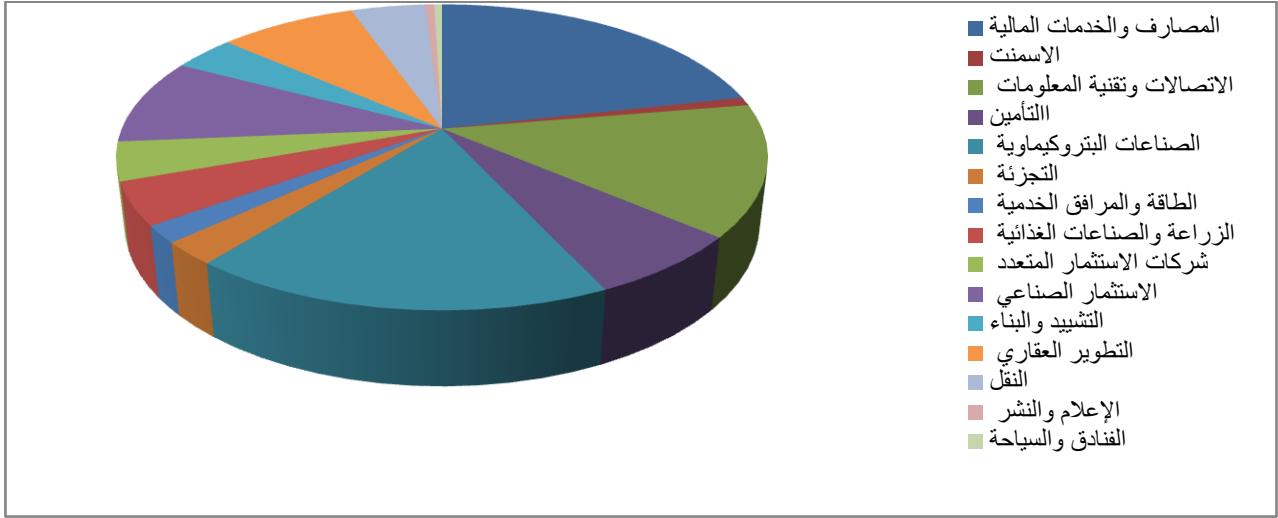
المصدر: السوق المالية السعودية، إحصائيات السوق السنوية، <http://www.tadawul.com.sa>، 2019/05/13.

تتوزع 126 شركة مدرجة في سوق الأسهم السعودية على 15 قطاع، تم تصنيف الشركات المدرجة ضمن قطاعات السوق بحسب النشاط الرئيسي للشركة بالإضافة إلى عدد من المتغيرات من أهمها توظيف الأصول ونسبة إيراد كل نشاط من إجمالي إيرادات الشركة، ويوضح الجدول رقم (1.3) أعلاه عدد الأسهم المتداولة للقطاعات الخمسة عشر لعام 2008.

¹ - هيئة السوق المالية السعودية، الاستثمار في سوق الأسهم ، (http://cma.org.sa/IA/default.html، 2019/05/12).

الفصل الثالث: مخاطر عولمة سوق المال السعودي

الشكل رقم (1.3) توزيع عدد الأسهم المتداولة للسوق السعودية حسب القطاعات الخمسة عشر لعام 2008.



المصدر: تم إعداده بناء على بيانات الجدول رقم (1.3)

تتصف السوق السعودية بكونها ضيقة ومحدودة مقارنة مع الأسواق الناشئة والمماثلة الأخرى 146 شركة بنهاية عام 2010 ، في مقابل حوالي 400 شركة في الأسواق الناشئة المماثلة. علما أن عدد الشركات استمر في النمو المطرد منذ إنشاء هيئة السوق المالية ليصل إلى 188 شركة عام 2017 ، ويعزى الأمر في " ضيق "قاعدة السوق إلى محدودية الأسهم القابلة للتداول ولا سيما أسهم الشركات الكبرى لأن الأسهم المملوكة للحكومة لا يتم تداولها، وهناك سبب آخر يتمثل في سيطرة بعض الملاك الكبار على جزء كبير من ملكية الشركات، مما يحد من كمية الأسهم المتداولة.¹ وقد تم تبني تصنيف قطاعي جديد اعتمدها هيئة السوق المالية السعودية بداية من عام 2017 لتصبح 20 قطاعا بدلا من 15 عشر، كما يلي:

الجدول رقم (2.3) عدد الأسهم المتداولة للقطاعات العشرين لعام 2017

القطاع	الأسهم المتداولة
الطاقة	941933
المواد الأساسية	7380516
السلع الرأسمالية	2229836
الخدمات التجارية والمهنية	371080
النقل	576353
السلع طويلة الأجل	767759
الخدمات الاستهلاكية	850837

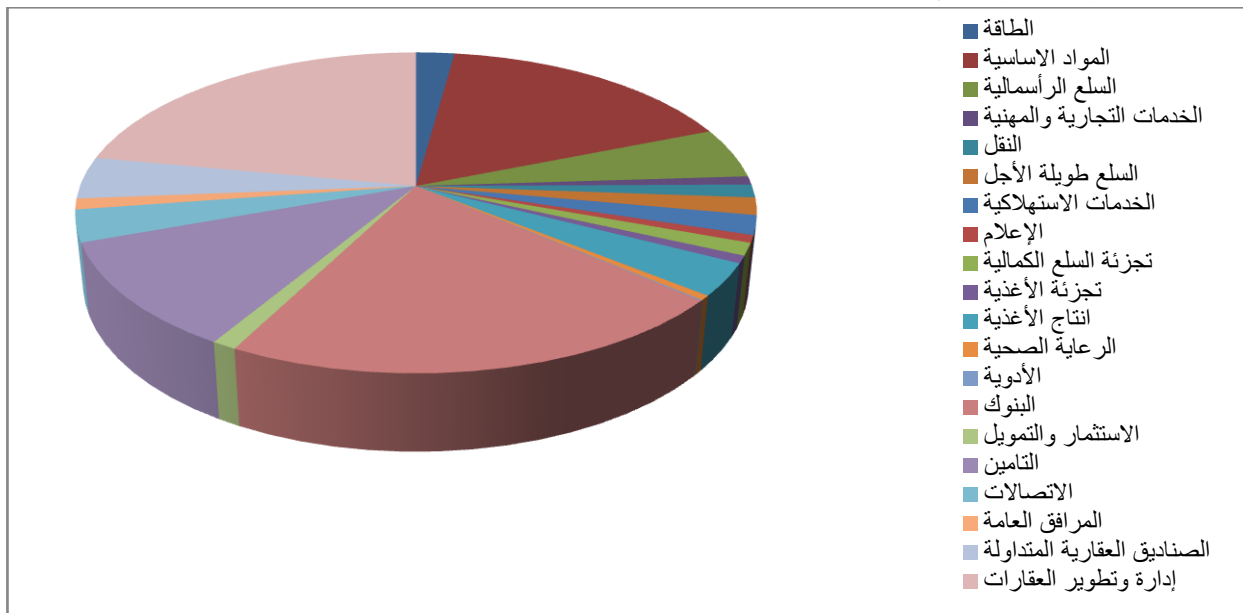
¹ - هيئة السوق المالية السعودية، الاستثمارات المالية وأسواق الأسهم، (<http://cma.org.sa/IA/default.html>) ، 2019/05/14.

الفصل الثالث: مخاطر عولمة سوق المال السعودي

330885	الإعلام
546432	تجزئة السلع الكمالية
325068	تجزئة الأغذية
1435153	إنتاج الأغذية
200050	الرعاية الصحية
36302	الأدوية
9335335	البنوك
443991	الاستثمار والتمويل
4761186	التأمين
1412497	الاتصالات
476558	المرافق العامة
1864803	الصناديق العقارية المتداولة
9681979	إدارة وتطوير العقارات
43 968 552	المجموع

. المصدر: السوق المالية السعودية، إحصائيات السوق السنوية، <http://www.tadawul.com.sa>، 2019/05/13.

الشكل رقم: (2.3) توزيع عدد الأسهم المتداولة للسوق السعودية حسب القطاعات العشرين لعام 2017.



. المصدر: تم إعداده بناء على بيانات الجدول رقم (3.3)

الفصل الثالث: مخاطر عولمة سوق المال السعودي

المطلب الثاني: الإطار التشريعي والتنظيمي للسوق السعودية.

لتطبيق أحكام نظام السوق المالية لأبد من توافر مجموعة من اللوائح والقواعد والتعليمات، بهدف توفير المناخ الملائم للاستثمار في السوق، وحماية المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية من الأعمال غير المشروعة في السوق، ونحاول في هذا المطلب التطرق إلى الإطار التشريعي والتنظيمي لسوق الأسهم السعودية من خلال:

نظام السوق المالية؛
البنية التنظيمية للسوق السعودية؛
اللوائح التنفيذية للسوق السعودية .

الفرع الأول: نظام السوق المالية¹:

صدر " نظام السوق المالية "بموجب المرسوم الملكي رقم (م30) بتاريخ 31 /7/ 2003 ، ويهدف النظام إلى إعادة هيكلة السوق المالية بالمملكة على أسس جديدة متطورة من شأنها تعزيز الثقة والجاذبية للسوق والمستثمرين بما يضمن تعزيز الإفصاح والشفافية فيما يتعلق بالأوراق المالية، وتوفير العدالة في التعامل وحماية المتعاملين بالأوراق المالية في السوق، وقد وفر النظام مظلة ومرجعية نظامية متكاملة للسوق، وتوضح الهياكل والمؤسسات التنظيمية والإشرافية والتشغيلية للسوق، وتحديد صلاحياتها ومهامها بكل وضوح من خلال الفصل بين الدور الرقابي والإشرافي والدور التشغيلي للسوق من خلال استحداث مؤسسات جديدة للسوق ولجان للفصل في المنازعات.

عندما يشعر المستثمرون أن سوق الأوراق المالية سوق منظمة وتعمل بشفافية وفق مبادئ العدل والمساواة فإنهم يقبلون على الاستثمار فيها بكل ارتياح، وهذا يسهم في تنمية رؤوس أموال الشركات المدرجة في السوق وأصولها، وتوسيع نطاق عملياتها التشغيلية، وبتيح المجال للمستثمرين لتحقيق مزيد من الأرباح والعوائد؛ أما إذا كان الاستثمار حكرا على فئة قليلة تسيطر على السوق وتتلاعب به، أو تحصل على معلومات داخلية عن الشركات قبل غيرها من الناس، فلن يكون هناك إقبال على الاستثمار في السوق المالية، وقد يعزف الكثير من المستثمرون عنها تماما، وهذا بدوره يقلص من مستويات النمو الاقتصادي.

وتتمثل أهم ملامح التطوير بالسوق السعودية فيما يلي:

- الإطار التشريعي ودور الجهة الرقابية على السوق في الإشراف والرقابة على السوق؛
- تنظيم عمل شركات الوساطة المالية وصناديق الاستثمار؛
- وضع قواعد خاصة بالإفصاح؛
- قواعد خاصة لكشف الاحتيال والتداول بناء على معلومات داخلية؛
- العقوبات والأحكام الجزائية للمخالفات؛
- وجود دور فعال لصناديق الاستثمار .

¹ - السوق المالية السعودية، نظام السوق المالية ، http://www.tadawul.com.sa ، 2019/05/20 .

الفصل الثالث: مخاطر عولمة سوق المال السعودي

الفرع الثاني: البنية التنظيمية للسوق السعودية

وتتمثل أهم ملامح نظام السوق المالية فيما يلي:¹

1- هيئة السوق المالية:

"هي الجهة المعنية بتنظيم ومراقبة السوق المالية السعودية وذلك منذ تاريخ 2003/07/31 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 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.

2- شركة السوق المالية السعودي (تداول):

هي شركة مساهمة سعودية والتي تم تأسيسها وفقا لنظام وأحكام نظام السوق المالية ونظام الشركات، ويتكون مجلس إدارة السوق المالية السعودية (تداول) من تسعة أعضاء يتم تعيينهم بقرار من مجلس الوزراء، وتشمل عضوية المجلس ممثل عن وزارة المالية، وممثل عن وزارة التجارة والصناعة، وممثل عن مؤسسة النقد العربي السعودية، وأربعة ممثلين عن شركات الوساطة المرخصة وممثلين اثنين عن الشركات المساهمة المدرجة، وتشمل أغراض الشركة توفير وتهيئة وإدارة آليات تداول الأوراق المالية والقيام بأعمال التسوية والمقاصة للأوراق المالية وإيداعها وتسجيل ملكيتها ونشر المعلومات المتعلقة بها، ولها مزاولة أي نشاط آخر ذي علاقة بأي من ذلك وفقا لنظام السوق المالية وبما يحقق أهدافها الواردة فيه.

3- مركز إيداع الأوراق المالية:

نص نظام السوق المالية على إنشاء مركز لإيداع الأوراق المالية، يكون بمثابة الهيئة الوحيدة في المملكة المرخص لها بممارسة عمليات الإيداع والتسوية والتحويل والمقاصة، وتسجيل ملكية الأوراق المالية المتداولة في السوق.

4- لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية:

هي لجنة منشأة من قبل هيئة السوق 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، ولوائحه التنفيذية ولوائح الهيئة والسوق وقواعدهما وتعليماتهما في الحق العام والحق الخاص.

5- لجنة الاستئناف:

نص نظام السوق المالية أيضا 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،

¹ هيئة السوق المالية السعودية، نظام السوق المالية، (<http://www.cma.org.sa/Ar/AboutCMA/CMALaw/Pages/default.aspx>) ،

الفصل الثالث: مخاطر عولمة سوق المال السعودي

وزارة التجارة والصناعة وهيئة الخبراء بمجلس الوزراء لفترة ثلاث سنوات قابلة للتجديد، 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.

الفرع الثالث: اللوائح التنفيذية للسوق السعودية¹ :

تكمن أكبر مهمات هيئة السوق المالية في عملها على إيجاد سوق مالية منظمة، وعادلة، وشفافة، تحقق الحماية لجميع المستثمرين من كافة الممارسات غير النظامية، أو التي تتطوي على احتيال، أو غش، أو تدليس، أو تلاعب. ويعد إصدار اللوائح التنفيذية ضرورياً لتنفيذ المهمات التي يجب على الهيئة القيام بها، وهذه الضرورة جاءت بسبب أن نظام السوق المالية لم يضع نصوصاً تنظيمية تفصيلية لكل المهمات التنفيذية التي على الهيئة السعي للقيام بها، وقامت الهيئة بوضع العديد من اللوائح التنفيذية اللازمة لتنفيذ أحكام نظام السوق المالية، وتعد لائحة سلوكيات السوق اللائحة الأكثر عناية واهتماماً بتنظيم نشاطات وسلوكيات المستثمر الفرد من بين اللوائح التي أصدرتها الهيئة، كما نظمت لائحة الأشخاص المرخص لهم .

1-لائحة سلوكيات السوق:

تهدف هذه اللائحة إلى حماية المتعاملين في السوق المالية من الممارسات والسلوكيات غير النظامية، ومن أهم أنواع الممارسات المحظورة بناء على هذه اللائحة:

أ - التلاعب بالسوق؛

ب - التداول بناء على معلومات داخلية؛

ت - بث البيانات غير الصحيحة (الشائعات).

2-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 حددها 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 بالعميل أهمها ضرورة التزام المرخص له بما يلي:

• حماية أصول العملاء بتبني الاحترازمات الكافية لتوفير الحماية لهذه الأصول؛

• التواصل مع العملاء الأفراد، وذلك بمعاملتهم بإنصاف وعدل ومراعاة مصالحهم؛

• معالجة تضارب المصالح بالإنصاف بين المرخص له وبين عملائه الأفراد، أو بين عميل وعميل آخر؛

¹ - هيئة السوق المالية السعودية، نظام السوق ولوائحه التنفيذية، (<http://cma.org.sa/IA/default.html>) ، 2019/05/25 .

الفصل الثالث: مخاطر عولمة سوق المال السعودي

• اعتماد سياسات ونظم ملائمة لإدارة المخاطر؛

• التأكد من ملاءمة ما يقدمه المرخص له من خدمات مشورة وإدارة للعميل المقدمة له هذه الخدمات.

كما قامت الهيئة بإصدار لائحتين تنفيذيتين منفصلتين لتنظيم إصدار الأوراق المالية هما لائحة " طرح الأوراق المالية"، ولائحة " قواعد التسجيل والإدراج"، وفيهما حددت شروط الطرح العام والطرح الخاص والطرح المستثنى، كما حددت شروط المستشار المالي والتزاماته وشروط التسجيل والإدراج، وشروط التسجيل في القائمة الرسمية، وضوابط نشرات الإصدار، وغير ذلك من التفاصيل الدقيقة التي لم تكن موجودة في نظام السوق المالية، وبشكل مماثل أصدرت الهيئة لوائح تنفيذية لتنظيم أعمال الأوراق المالية، وأخرى لتنظيم صناديق الاستثمار... إلى غير ذلك.

المطلب الثالث - المؤشر العام للسوق "TASI" و الأدوات الاستثمارية السائدة فيه :

نعرض في هذا المطلب تطور أداء السوق المالية السعودية للسنوات القليلة الماضية من خلال المؤشر العام للسوق "TASI" مع شرح معادلة المؤشر وخصائصه، وطريقة حساب هذا المؤشر، لنختم هذا المطلب بالتطرق إلى انعكاس الأزمة المالية العالمية على السوق السعودية.

الفرع الأول: المؤشر العام لسوق الأسهم السعودية:

تختلف المؤشرات في السوق المالية بحسب ما يرمى إليه من أهداف معلوماتية، فهناك مؤشرات مختصة بالسوق عامة، ومؤشرات خاصة بقطاعات محددة في السوق، أو نوع معين من الشركات مثل الشركات الكبيرة أو الصغيرة الحجم، ويقاس في (Tadawul All Share Index) اسمه مؤلف من الأحرف الأولى لاسم المؤشر باللغة الإنجليزية "TASI" (المؤشر العام السوق السعودية مستوى الأسعار العام للشركات مقوما بالقيمة السوقية لأسهم الحرة لكل الشركات المدرجة في السوق¹ .

ويستبعد من حساب المؤشر أي سهم غير متاح للتداول، وعليه تستبعد الأسهم المملوكة من الأطراف الآتية من حساب المؤشر:²

- الحكومة أو مؤسساتها؛

- الشريك الأجنبي إذا كان محظورا عليه البيع دون موافقة جهة إشرافية؛

- الشريك المؤسس خلال فترة الحظر؛

- من يملك % 10 أو أكثر من أسهم شركة مدرجة بالسوق المالية السعودية.

بدأ المركز الوطني للمعلومات المالية والاقتصادية بإعداد مؤشر الأسهم المحلية منذ بدء إصدار نشرات الأسهم من قبل مؤسسة النقد وذلك ابتداء من 28 فيفري 1985 ، وهذا التاريخ مهم إذ أنه 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).

¹- هيئة السوق المالية السعودية، الاستثمار في سوق الأسهم ، (<http://cma.org.sa/IA/default.html>) ، 2019/05/12.

²- السوق المالية السعودية، مؤشر تداول العام <http://www.tadawul.com.sa> ، 2019/05/12.

الفصل الثالث: مخاطر عولمة سوق المال السعودي

التغير في القيمة السوقية لأسهم جميع الشركات المتداولة في سوق الأسهم السعودية، ومن "TASI" يعكس المؤشر العام هنا فهو بمثابة ترمومتر يقيس نشاط وازدهار سوق الأسهم، وهو بالتالي يعكس الأداء العام للاقتصاد الوطني خصوصا في ما يتعلق بربحية الشركات المساهمة وازدياد ثقة الجمهور والجهات الاستثمارية بالمستقبل الاقتصادي للبلاد وكذلك توفير السيولة المالية لدى المستثمرين¹.

أولاً- حساب المؤشر العام "TASI":

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 (188 شركة سنة 2017).

القيمة السوقية لإحدى الشركات = (عدد الأسهم المصدرة للشركة) * (سعر السهم)

ومن هنا فإن القيمة السوقية وبالتالي المؤشر تعتمد على عاملين:

أ - عدد الأسهم المصدرة: وهي ثابتة بشكل عام وتتغير فقط إذا تم إصدار أو دمج أو تخفيض عدد الأسهم فقط؛

ب - سعر السهم في السوق: ويتغير خلال فترات فتح السوق للتداول (فترات التداول).

ثانياً- خصائص المؤشر العام "TASI":

يعكس المؤشر بصورة مباشرة وسريعة حركة أسعار الأسهم صعودا وهبوطا 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 جزئيا، أو اندماج الشركات؛ لا يعكس المؤشر كمية الأسهم المتاحة للتداول بشكل عام أو حجم التنفيذ اليومي.²

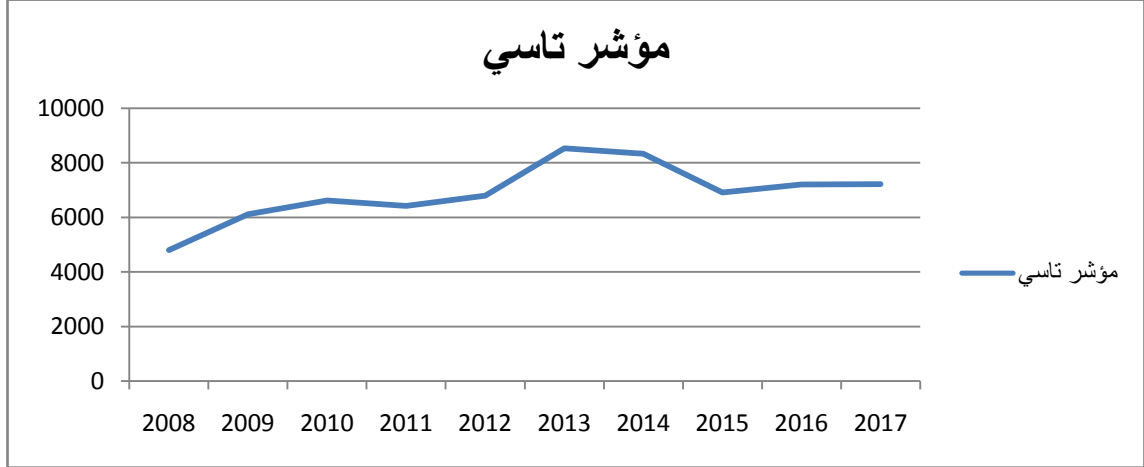
¹ - إبراهيم عبد الرحمن القاضي، مؤشر الأسهم: الماهية والأهمية والكيفية، (<http://www.alriyadh.com/2005/05/01/article61146.html>)

2019/05/12

² - نفس المرجع السابق.

الفصل الثالث: مخاطر عولمة سوق المال السعودي

شكل رقم (3-3) تطور مؤشر تاسي من سنة 2008 الى 2017



المصدر: السوق المالية السعودية، إحصائيات السوق السنوية 2017، <http://www.tadawul.com.sa>، 2019/05/16.

الفرع الثاني: الأدوات الاستثمارية السائدة في السوق :

يعتبر سوق الأوراق المالية السوق الجامع لكل ما يطرح من أوراق مالية للجمهور سواء كان ذلك أسهما (صكوك ملكية) أو أدوات دين، وهناك ثلاث أدوات للاستثمار متمثلة في الأسهم والسندات وصناديق الاستثمار:

1 - السندات: تعتبر السندات قناة تمويلية هامة تستخدمها الحكومات والشركات والمؤسسات لتوفير السيولة اللازمة لتمويل مشروعاتها وبتكلفة منخفضة نسبياً، كما أنها تقدم حماية لمحافظ المستثمرين بإعطائهم القدرة على تنويع المخاطر بتوفير أدوات استثمارية ذات مخاطر أقل وعائد دوري آمن¹.

2 - الأسهم: تمثل الأسهم ورقة ملكية في الشركة يحصل حاملها على عوائد رأسمالية من الأرباح النقدية الموزعة، التي تمثل نصيب السهم من الأرباح التي تحققها الشركة خلال فترة معينة (سنوية، نصف سنوية أو غيرها) وذلك بعد إقرار الجمعية العمومية توزيع نسبة من الأرباح المحققة لحملة الأسهم، أو من أرباح على شكل منح أسهم للشركة ذاتها، أو من الفوارق السعرية في حال البيع، ويتسم الاستثمار في الأسهم بارتفاع معدل العائد في المدى الطويل مع ارتفاع عنصر المخاطرة الذي يعني احتمال تعرض المستثمر لخسائر من رأس ماله المستثمر.

3 - صناديق الاستثمار: عبارة عن محفظة تضم مجموعة من الاستثمارات المتنوعة أو المتخصصة في نوع أو أنواع محددة (أسهم، سندات، نقد)، ويلجأ المستثمرون إلى شراء الحصص من هذه الصناديق للاستفادة من بعض المزايا التي تملكها الصناديق المتمثلة في الخبرات الطويلة في إدارة الاستثمار، بالإضافة إلى قدرة هذه الصناديق على تنويع الاستثمارات، ومن ثم تقليل المخاطر بسبب وفرة الأموال، ويعهد المستثمرون إلى الجهة

¹ - السوق المالية السعودية، الصكوك والسندات ، <http://www.tadawul.com.sa> ، 2019/05/15.

الفصل الثالث: مخاطر عولمة سوق المال السعودي

التي تدير صناديق الاستثمار باتخاذ القرارات نيابة عنهم، وبشكل عام فإن العائد على هذه الحصص يميل لأن يكون أكثر أماناً مع وجود عائد يزيد على عائد السند ويقل عن عائد السهم.¹ وإن أهم العوامل التي تدفع المستثمر للاستثمار في نوع معين من الأوراق المالية دون آخر، هو البحث عن استثمار يولد عائداً مرتفعاً، ويكون على درجة من المخاطرة يستطيع المستثمر تحملها.

¹ - هيئة السوق المالية السعودية، الاستثمار في سوق الأسهم، (<http://cma.org.sa/IA/default.html> ، 2019/05/15).

الفصل الثالث: مخاطر عولمة سوق المال السعودي

المبحث الثاني: تقييم أداء السوق المالية السعودية

يحتل سوق المال السعودي المراكز الريادية من بين الأسواق العربية سواء كان ذلك من خلال القيمة السوقية أو حجم التداول أو من حيث الشركات المدرجة وكذا عدد الصفقات.

المطلب الأول: تطور أداء السوق المالية السعودية.

الفرع الأول: أداء سوق الأسهم السعودية للفترة من 2008 إلى 2017

يوضح الجدول رقم (3.3) إحصائيات لسوق الأسهم السعودية للفترة الممتدة : من 2008 إلى 2017

الجدول رقم: (3.3) إحصائيات لسوق الأسهم السعودية للفترة الممتدة لسوق الأسهم السعودية من 2008 إلى 2017.

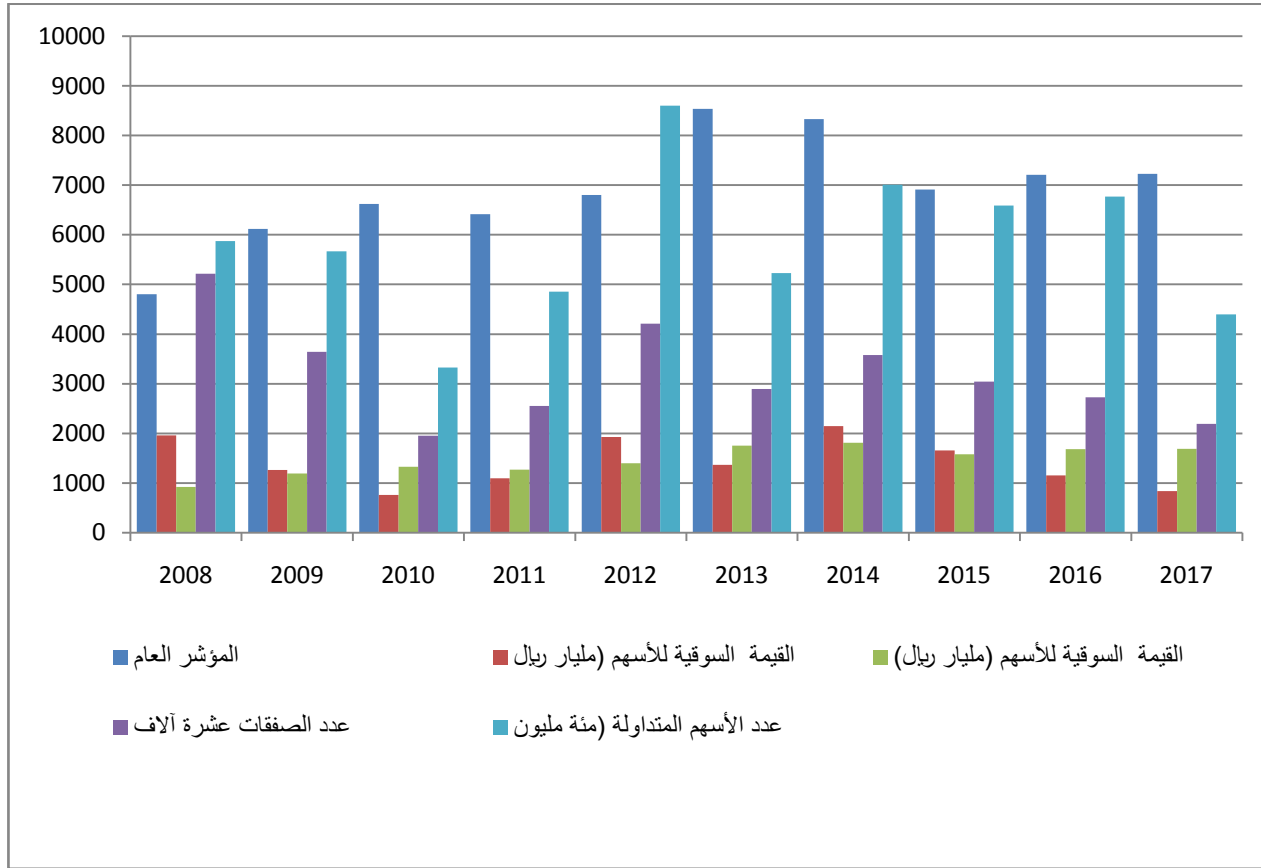
السنة	المؤشر العام (1985 = 1000)	التغير %	عدد الصفقات	التغير %	القيمة السوقية للأسهم (مليار ريال)	التغير %	قيمة الأسهم المتداولة (مليار)	التغير %	عدد الأسهم المتداولة (مليون)	التغير %
2008	4802,99	-56.5	52135.9		925	-52.5	1962.946	-	58727	-
2009	6121,76	27,5	36458.3	-30.1	1196	29.3	1264.012	-35.6	56685	-3.5
2010	6620,75	8,1	19536.1	-46.4	1325	10.8	759.184	-39.9	33255	-41.3
2011	6417,73	-3,1	25546.9	30.8	1271	-4.1	1098.836	44,7	48545	46.0
2012	6801,22	6	42105.0	64.8	1400	10.1	1929.318	75.6	86006	77.16
2013	8535,60	25.5	28967.7	-31.2	1753	25.2	1369.666	-29.0	52306	-39.2
2014	8333,30	-2.4	35761.1	23.5	1813	3.4	2146.512	56.7	70118	34.1
2015	6911,76	-17.1	30444.2	-14.9	1579	-12.9	1660.622	-22.6	65920	-6.0
2016	7210,43	4.3	27273.7	-10.4	1682	6.5	1156.986	-30.3	67729	2.7
2017	7226,32	0.2	21895.3	-19.7	1690	0.5	836.275	-27.7	43969	-35.1

. المصدر: السوق المالية السعودية، إحصائيات السوق السنوية، <http://www.tadawul.com.sa>

.2019/05/13

الفصل الثالث: مخاطر عولمة سوق المال السعودي

شكل رقم: (4.3) تمثيل بياني لإحصائيات لسوق الأسهم السعودية للفترة الممتدة لسوق الأسهم السعودية من 2008 إلى 2017.



المصدر: تم إعداده بناء على بيانات الجدول رقم (4.3)

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن:

شهدت سنة 2008 انخفاض في القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي، حيث وصلت إلى 1962946 مليون ريال بنسبة انخفاض 23.25% أما بالنسبة للمؤشر العام لسوق الأسهم السعودي فقد شهد انخفاضا بلغ 56.5% وذلك بسبب الأزمة المالية العالمية، حيث كان تأثيرها مستمر إلى غاية 2010، مما أدى إلى انخفاض في قيمة الأسهم المتداولة إلى نسبة 39.9% وكذلك بالنسبة لعدد الأسهم المتداولة فقد انخفضت إلى نسبة 41.3% بالإضافة إلى انخفاض عدد الصفقات المنفذة إلى 19.53 مليون صفقة أي ما يعادل نسبة 46,4% ، في حين تحسن المؤشر العام للسوق سنتي 2009 و 2010، لينخفض بنسبة 3.1% سنة 2011 نتيجة انخفاض في بعض مؤشرات القطاعات خاصة قطاع المصارف والخدمات، قطاع البتروكيماوية وقطاع اتصالات وتقنية المعلومات وكذا قطاع المرافق الخدمية والتطوير العقاري، وهذه الانخفاضات كانت نتيجة أحداث ما يسمى بالربيع العربي وأزمة الديون السيادية في اليونان).

لكن شهد سوق الأسهم السعودي انتعاشا منذ سنة 2011 في عدد الأسهم المتداولة، حيث وصلت إلى 48545 مليون سهم أي ما يعادل 46% وبلغت قيمة الأسهم المتداولة 1098836 مليون ريال أي ما يعادل 44.74% وكذلك عدد الصفقات فقد ارتفع إلى حدود 30.8% واستمر هذا الانتعاش إلى سنة 2012، أما فيما يخص سنة

الفصل الثالث: مخاطر عولمة سوق المال السعودي

2013 فقد شهد انخفاض في أداء السوق سواء من ناحية قيمة الأسهم المتداولة وعددها بالإضافة إلى عدد الصفقات المنفذة، ليسترجع السوق عافيته قليلا خلال سنة 2014، لكنها لم تدم طويلا حيث انخفض أداء السوق سنة 2015 واستمر إلى سنة 2016، ويرجع هذا الانخفاض إلى تسجيل 27 % من الشركات المدرجة في السوق لخسائر كبيرة نتيجة انخفاض أسعار النفط في الربع الرابع من سنة 2014. في نهاية عام 2017 م أغلق المؤشر العام لأسعار الأسهم السعودية (السوق الرئيسية) عند مستوى 7,226.3 نقطة، مقارنة مع 7,210.4 نقطة في نهاية عام 2016 م أي بارتفاع نسبته 0.2 %، وارتفعت القيمة السوقية للأسهم المصدرة في عام 2017 م بنسبة 0.5 % لتبلغ 1,689.6 مليار ريال، مقارنة بنحو 1,682.0 مليار ريال في نهاية العام السابق. وانخفض عدد الأسهم المتداولة في عام 2017م بنسبة 35.1% لتصل إلى نحو 44.0 مليار سهم مقارنة بنحو 67.7 مليار سهم في العام السابق كما انخفضت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة لتبلغ نحو 836.3 مليار ريال مقابل 1,157.0 مليار ريال في العام السابق، أي بانخفاض نسبته 27.7 % وانخفض عدد الصفقات المنفذة ليصل إلى 21.9 مليون صفقة مقارنة بنحو 27.3 مليون صفقة في العام السابق، أي بانخفاض نسبته 19.7 %.

الفرع الثاني: انعكاس الأزمة المالية العالمية على السوق السعودية:

أغلقت سوق الأسهم السعودية عامها 2008 على خسائر فادحة، جاء أغلبها في الربع الأخير من العام، وكما يبين الجدول رقم (4.3) عرف أداء سوق الأسهم السعودية تراجعاً جراء تداعيات الأزمة المالية العالمية.

الجدول رقم (3-4) يوضح تطور أداء سوق الأسهم السعودية من خلال مؤشر صندوق النقد العربي لعام 2008

سنة 2008	مؤشر السوق
الربع الأول	469.43
الربع الثاني	466.57
الربع الثالث	410.73
الربع الرابع	240.97

المصدر صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، العدد 56، 2008

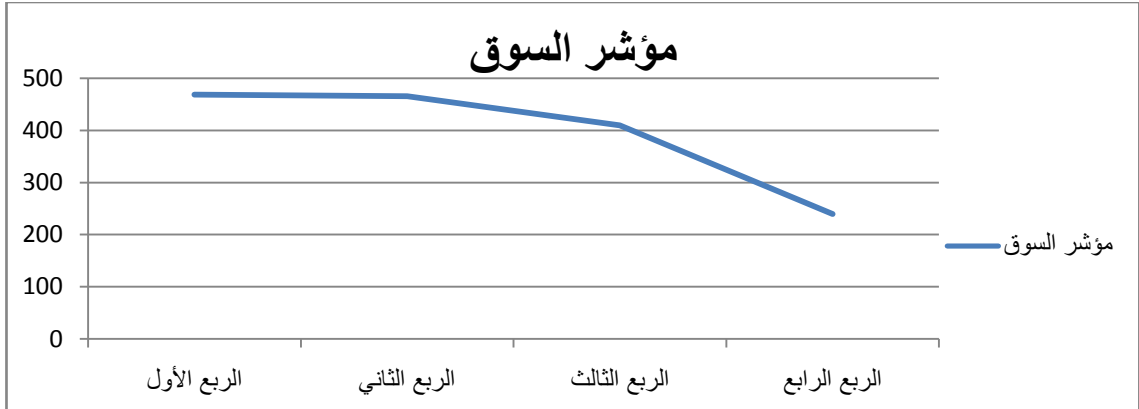
على الرغم من عدم وجود أي ارتباط مباشر للاقتصاد السعودي بصورة عامة، وقطاعاته المالية تحديداً بأزمة الرهن العقاري، إلا أن التداعيات اللاحقة للأزمة المالية العالمية كان لا بد وأن تلقي بظلالها على اقتصاديات وأسواق العالم عموماً، كما كان للتقلبات الحاصلة في أسواق المال العالمية بعض الأثر على البورصات العربية، خصوصاً 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 وأماناً مثل السندات

الفصل الثالث: مخاطر عولمة سوق المال السعودي

الحكومية، وعلى الرغم من صغر حجم تدفقات محافظ الاستثمار العالمية إلى أسواقنا المحلية إلا أنها ساهمت أخيراً في تحديد التوجه العام للبورصات العربية.

ويشار إلى أن أكبر أسواق الأسهم الإقليمية من حيث القيمة السوقية، ألا وهو سوق الأسهم السعودية، لا 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 بورصاتها، 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

الشكل رقم: (5.3) تطور أداء سوق الأسهم السعودية من خلال مؤشر صندوق النقد العربي لعام 2008



المصدر: تم إعداده بناء على بيانات الجدول رقم (4.3)

الفرع الثالث: نشاط سوق الأسهم السعودية (السوق الموازية - نمو) :

أطلقت شركة السوق المالية السعودية "تداول" السوق الموازية "نمو" في 26 فيفري 2017 وذلك بعد أن أصدرت هيئة السوق المالية قواعد التسجيل والإدراج في السوق الموازية.

ويأتي إطلاق نمو السوق الموازية ضمن خطط تطوير السوق المالية لتحقيق أهداف رؤية المملكة 2030 والتي أكدت ضرورة بناء سوق مالية متقدمة ومنفتحة على العالم مما يزيد فرص التمويل وتوفير الفرص الاستثمارية المطورة والمتنوعة لكافة المشاركين والمتعاملين في السوق المالية.²

¹ - الشيخ الداوي، الأزمة المالية العالمية، انعكاساته وحلولها، مداخلة مقدمة في إطار مؤتمر "الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي العربي والإسلامي"، جامعة الجنان، طرابلس - لبنان، 13-14 مارس 2009، ص.ص 14 - 15.

² - مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي الرابع والخمسين، www.sama.gov.sa/.../EconomicReports/AnnualReport/ ،

الفصل الثالث: مخاطر عولمة سوق المال السعودي

جدول رقم (3-5) يوضح إحصائيات السوق الموازية - نمو - لسنة 2017

القطاع		عدد الأسهم المتداولة		قيمة الأسهم المتداولة		عدد الصفقات المنفذة		القيمة السوقية	
مليون سهم	النسبة للإجمالي %	مليون ريال	النسبة للإجمالي %	ألف صفقة	النسبة للإجمالي %	مليون ريال	النسبة للإجمالي %	النسبة للإجمالي %	النسبة للإجمالي %
2.3	3.3	46.1	2.6	6.0	7.6	68.8	3.1		
4.5	6.4	133.3	7.4	5.9	7.5	104.3	4.6		
0.6	0.8	49.8	2.8	4.6	5.8	73.9	3.3		
1.7	2.4	113.8	6.3	3.0	3.8	940.5	41.7		
12.7	18.0	445.4	24.7	16.6	21.1	463.2	20.5		
25.1	35.6	596.7	33.0	23.3	29.6	483.7	21.4		
23.7	33.6	420.8	23.3	19.3	24.5	120.8	5.4		
70.6	100.0	1,805.9	100.0	78.7	100.0	2,255.2	100.0		

المصدر: السوق المالية السعودية، إحصائيات السوق السنوية 2017، <http://www.tadawul.com.sa>، 2019/05/13.

وبتحليل نشاط سوق الأسهم الموازية (نمو) حسب القطاعات في عام 2017 م، يتضح أن قطاع تجزئة السلع الكمالية كان الأنتشط ضمن القطاعات من حيث عدد الأسهم المتداولة، فقد بلغ نحو 25.1 مليون سهم تُشكل ما نسبته 35.6 % من إجمالي عدد الأسهم المتداولة. يليه قطاع التطبيقات وخدمات التقنية بنحو 23.7 مليون سهم تمثل ما نسبته 33.6 % من إجمالي عدد الأسهم المتداولة، وحل في المرتبة الثالثة قطاع الخدمات الاستهلاكية بنحو 12.7 مليون سهم أو ما نسبته 18.0 % من إجمالي عدد الأسهم المتداولة. ومن حيث قيمة الأسهم المتداولة في السوق الموازية (نمو) في عام 2017 م، احتل قطاع تجزئة السلع الكمالية المرتبة الأولى بقيمة بلغت نحو 596.7 مليون ريال تمثل 33.0 % من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة، وحل قطاع الخدمات الاستهلاكية في المرتبة الثانية بقيمة تعادل حوالي 445.4 مليون ريال تمثل 24.7 % من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة، وجاء في المرتبة الثالثة قطاع التطبيقات وخدمات التقنية بقيمة تعادل نحو 420.8 مليون ريال تمثل 23.3 % في المئة من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة.

الفصل الثالث: مخاطر عولمة سوق المال السعودي

وباستعراض أداء السوق الموازية حسب عدد الصفقات المنفذة في عام 2017 م، كان لقطاع تجزئة السلع الكمالية النصيب الأكبر بعدد 23.3 ألف صفقة تمثل 29.6 % من إجمالي عدد الصفقات المنفذة، يليه قطاع التطبيقات وخدمات التقنية بنسب 24.5 % من الإجمالي وبعده 19.3 ألف صفقة، وحل في المرتبة الثالثة قطاع الخدمات الاستهلاكية بنحو 16.6 ألف صفقة تمثل 21.1 % من الإجمالي.

وبالنظر للقيمة السوقية للأسهم المصدرة في السوق الموازية (نمو) في نهاية عام 2017م، استحوذ قطاع السلع طويلة الأجل على الحصة الأكبر بقيمة 940.5 مليون ريال تمثل 41.7 % من إجمالي القيمة السوقية للأسهم المصدرة، وحل قطاع تجزئة السلع الكمالية في المركز الثاني بقيمة 483.7 مليون ريال تمثل 21.4 % من إجمالي القيمة، تاه قطاع الخدمات الاستهلاكية بقيمة 463.2 مليون ريال تمثل 20.5 % من إجمالي القيمة.

المطلب الثاني: اثر الانفتاح المالي على مؤشرات أداء السوق:

من أجل الوقوف على أثر الانفتاح المالي على مؤشرات أداء السوق المالي السعودي وكفاءته سوف نتتبع مؤشرات أداء السوق وهي مؤشر عدد الشركات المدرجة ومؤشر القيمة السوقية (رأس المال السوقي) لدراسة تطور حجم السوق، مؤشر معدل دوران السهم ومؤشر حجم التداول لدراسة سيولة السوق المالي. وكذا مؤشر مشاركة الأجانب في السوق المالي.

الفرع لأول: حجم السوق المالي السعودي قياسا بعدد الشركات المدرجة:

يؤدي ارتفاع عدد الشركات المسجلة في البورصة إلى اتساع حجم السوق وتوسيع القاعدة الاستثمارية له وإحداث نوع من التعامل النشط على الأوراق المالية المتداولة نظرا لتوافر وتنوع الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المستثمرين، ونتيجة لهذا التعامل النشط بيعا وشراء) في ظل توفر السيولة النقدية (فإن أي خلل في التوازن في معادلة العرض (أوامر البيع) والطلب (أوامر الشراء) عادة ما تسفر عن تغير طفيف في السعر، وهو ما يعني تقليل حجم الخسائر الرأس مالية إذا ما حدثت وحماية مؤشر السوق من الانهيار.¹

كما أن زيادة عدد الشركات المدرجة يؤثر على زيادة الاستثمارات والذي من شأنه أن يزيد من كفاءة السوق في حين أن انخفاض عدد الشركات المدرجة أو نمو عددها بمعدل سلبي يؤدي إلى محدودية السوق وإمكانية حدوث اختلال في التوازن بين العرض والطلب بالإضافة إلى إمكانية حدوث تغيرات كبيرة في الأسعار وهذا ما يؤثر سلبا على درجة كفاءة السوق المالي. بالاعتماد على البيانات الموجودة في النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي يمكن رصد تطور عدد الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي من خلال الجدول التالي:

¹ - إيهاب الدسوقي، مرجع سابق. ص 162.

الفصل الثالث: مخاطر عولمة سوق المال السعودي

الجدول (3-6) تطور عدد الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2008 إلى 2017

السنوات	عدد الشركات المدرجة	معدل نمو عدد الشركات المدرجة (%)
2008	126	-
2009	135	+7,14
2010	146	+8,14
2011	150	+2,73
2012	158	+5,33
2013	163	+3,16
2014	166	+1,84
2015	171	+3,01
2016	176	+3,01
2017	188	+6,81

المصدر: من إعداد الطالبية بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي من الوابط:

www.amf.org.de/ar/amdbqrtrly 2019/05/22

يظهر من خلال الجدول (1) أعلاه ارتفاع عدد الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال مدة الدراسة ليلبلغ 188 شركة سنة 2017 بعد أن كان لا يتجاوز 126 شركة فقط سنة 2008 والذي يعد محصلة لقيود شركات جديدة والتي التزمت بشروط ومعايير القيد بالبورصة وذلك بعدما كان عدد الشركات المدرجة منخفضا بسبب الشروط الصعبة والصارمة المطلوبة لتحويل الشركات إلى شركات مساهمة مؤهلة للإدراج في السوق المالي السعودي، والتي غالبا ما كانت لا تتوفر إلا في الشركات الكبيرة سواء من حيث الحد الأدنى لرأس المال، عدد المساهمين أو مستوى الربحية خلال السنوات التي تسبق طلب الإدراج، ويظهر هذا التزايد في عدد الشركات المدرجة اتساع حجم السوق المالي السعودي خلال فترة الدراسة وزيادة قاعدته الاستثمارية وهذا ما يؤثر إيجابا على درجة كفاءته ، وبإجراء مقارنة رقمية يتبين لنا أن السوق المالي السعودي مازال بعيدا عن متوسط عدد الشركات المدرجة في الاتحاد العالمي للبورصات أما على المستوى العربي فتعتبر بورصة مصر أكبر الأسواق العربية حجما من حيث عدد الشركات المدرجة إذ ضمت سنة 2017 نحو 257 شركة يليها كل من سوق الكويت للأوراق المالية بنحو 216 شركة والبورصة الأردنية بنحو 194 شركة خلال نفس السنة.

الفرع الثاني: مؤشر القيمة السوقية:

يستعمل لقياس مدى اتساع حجم السوق ويركز معظم المحللين الاقتصاديين على أن هذا المؤشر يرتبط ارتباطا وثيقا بتعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر، فارتفاع قيمة هذا المؤشر يدل على ارتفاع مستوى السوق (كبر السوق) سواء من حيث زيادة عدد الأسهم والشركات المدرجة فيه أو ارتفاع الأسعار (أو في كليهما معا)، حيث

الفصل الثالث: مخاطر عولمة سوق المال السعودي

أنه من بين الآثار الايجابية لاتساع حجم السوق توسيع القاعدة الاستثمارية والسماح بتوزيع المخاطر على شريحة واسعة من المستثمرين. ويظهر الجدول التالي تطور القيمة السوقية (رأس المال السوقي) في السوق المالي السعودي ومعدل نموها اعتمادا على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.¹

الجدول رقم (7.3) :تطور مؤشر القيمة السوقية في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2008 -2017

السنة	القيمة السوقية (مليون ريال)	معدل نمو القيمة السوقية (%)
2008	924.528	-52,49
2009	1.195.506	+29,30
2010	1.325.392	+10,86
2011	1.270.843	-04,11
2012	1.400.342	+ 10,19
2013	1.752.855	+ 25,17
2014	1.812.890	+ 03,42
2015	1.579.06	-12.90
2016	1.681.95	+ 6.52
2017	1.689.60	+ 0.45

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي من الرابط:

www.amf.org.de/ar/amdbqrtrly ، 2019/05/22.

تشير بيانات الجدول (2) إجمالا إلى ارتفاع مؤشر القيمة السوقية في السوق المالي السعودي وهذا راجع إلى زيادة عدد الشركات المدرجة في السوق وزيادة الاستثمارات وارتفاع حجم الإصدارات الجديدة، مع وجود تراجع في قيمة هذا المؤشر سنة 2008 ب 52,49 % مقارنة بسنة 2007 ، وسنة 2011 ب 4,11 % مقارنة بسنة 2010 وهذا راجع إلى انخفاض قيمة الأسهم المتداولة في السوق المالي السعودي، كما يلاحظ أن معدل نمو القيمة السوقية الإيجابي المحقق في السنوات الأخرى غالبا ما كان متناقصا وهذا ما يدل على أنه بالرغم من تحسن مؤشر القيمة السوقية بفضل زيادة عدد الشركات المدرجة والذي يؤدي إلى اتساع حجم السوق وتحسن قدرته على تعبئة الإدخارات وتمويل الاستثمارات، إلا أن هذه الزيادة كانت بمعدل نمو متناقص بسبب انخفاض أسعار الأسهم المتداولة في السوق.

¹ - إيهاب الدسوقي، المرجع السابق. ص 163.

الفصل الثالث: مخاطر عولمة سوق المال السعودي

الفرع الثالث: مؤشر سيولة السوق المالي السعودي:

يمكن قياس درجة سيولة السوق بالاعتماد على مؤشرين أساسيين هما:

أولاً - مؤشر حجم التداول: ويعتبر من أهم المؤشرات تعبيراً عن سيولة السوق حيث يعبر عن حجم التداول الفعلي للأسهم المكتتب بها في السوق، حيث كلما تحسن هذا المؤشر كلما كان ذلك دليلاً واضحاً على سهولة عملية تداول الأوراق المالية بيعاً وشراءً مما يحسن من كفاءة السوق واستقطاب الاستثمارات الأجنبية.¹

ثانياً - مؤشر معدل دوران السهم: ويعد هذا المؤشر من المؤشرات المهمة والمعتمدة في أغلب الدراسات المالية ويشير إلى سيولة السوق المالي أيضاً، وكذلك يشير إلى مستوى تكاليف إتمام الصفقات والمعاملات داخل السوق، بوصفه يمثل قيمة الأسهم المتداولة (أحجام التداول) مقسومة على القيمة السوقية (رأس المال السوقي) فإذا ما ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة بمعدلات أكبر من ارتفاع القيمة السوقية تعاضت قيمة هذا المؤشر ليشير بدوره إلى ارتفاع درجة سيولة السوق المالي مما يحسن من درجة الكفاءة.²

يظهر الجدول التالي تطور كل من قيمة التداول ومعدل نموها بالإضافة إلى معدل دوران السهم واللذان يؤشران على مدى سيولة السوق المالي السعودي.

الجدول رقم (8.3) تطور مؤشر السيولة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2008 - 2017

السنة	قيمة التداول (مليون ريال)	معدل نمو قيمة التداول (%)	معدل دوران السهم (%)
2008	1.962.946	-	212,3
2009	1.264.011	-35,60	105,7
2010	759.185	-39,93	57,28
2011	1.098.836	+44,73	86,46
2012	1.903.967	+73,27	136
2013	1.369.666	-28,06	78,13
2014	2.146.517	+56,71	118,4
2015	1.660.622	-22,6	1051,6
2016	1.156.986	-30,3	687,88
2017	836.275	-27,7	494,95

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي من

.2019/06/05 ، ww.amf.org.de/ar/amdbqtrly

¹ - الدعمي عباس كاظم، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 321.

² - الدعمي عباس كاظم، المرجع السابق، ص 322.

الفصل الثالث: مخاطر عولمة سوق المال السعودي

يلاحظ من الجدول (3) حدوث انخفاضات متتالية في قيمة التداول في السوق المالي السعودي بداية من 2008 وحتى 2010 والذي يقابله أيضا تراجع في معدل دوران السهم من 212,3 % سنة 2008 إلى 59,7 % سنة 2010 وهذا راجع إلى أن معدل نمو قيمة التداول أقل من معدل نمو القيمة السوقية بسبب أن الانخفاض في معدل نمو قيمة التداول كان أقل من الانخفاض الحاصل في معدل نمو القيمة السوقية كل هذا يشير إلى انخفاض مؤشر السيولة في السوق المالي السعودي خلال هذه الفترة، ليعود مؤشر القيمة السوقية للتحسن في السنوات 2011، 2012، 2014 والذي يقابله ارتفاع في معدل دوران السهم، ما عدا الانخفاض سنة 2013 والذي يقابله انخفاض في معدل دوران السهم بسبب انخفاض معدل نمو قيمة التداول مقارنة بمعدل نمو القيمة السوقية خلال هذه السنة وهذا يدل على تحسن في مؤشر السيولة في السوق المالي السعودي مقارنة بالسنوات السابقة إلا أنه إجمالاً هناك انخفاض في مؤشر سيولة السوق في نهاية فترة الدراسة بسرعة دوران 494,95، وهذا ما يؤثر سلباً على درجة كفاءة السوق المالي السعودي. وبناء على ما سبق بيانه من مؤشرات يتضح لنا وجود مؤشرات إيجابية للسوق المالي السعودي بالنسبة لتطور عدد الشركات المدرجة وتطور مؤشر القيمة السوقية إلا أن حجم السوق يبقى صغيراً مقارنة بالأسواق العالمية وبعض الأسواق العربية، كما أن أوضاع السيولة في السوق لازالت تتأثر سلباً بانخفاض أحجام وقيم التداول ومعدل دوران السهم خلال فترة الدراسة ولا شك أن لكل ذلك انعكاسات سلبية على درجة كفاءة السوق.

الفرع الرابع: مشاركة الأجانب في السوق المالية السعودية:

بدأ برنامج المستثمر الأجنبي المؤهل في يونيو 2015م، وتم تعديله في عام 2016م، كما تم تحديثه وفقاً للتغييرات التي أعلن عنها أمس. وبنهاية عام 2017م، سجلت 118 مؤسسة مالية أجنبية كمؤسسات مالية أجنبية مؤهلة كما أن تحديث قواعد الاستثمار الأجنبي في لوائحها الحالية، تأتي في إطار هدف الهيئة الاستراتيجية لتحفيز الاستثمار في السوق المالية، وهو أحد محاور برنامج هيئة السوق المالية «رؤية 2030» "الريادة المالية 2020"، الذي يستهدف تعميق السوق المالية وتعزيز دورها في تكوين رؤوس الأموال، إضافة إلى تطوير البنى التحتية وتعزيز استقرارها ورفع مستوى الحوكمة والشفافية فيها.

وتتضمن التغييرات الرئيسية في القواعد الحالية، تسهيل وتسريع إجراءات التأهيل عن طريق إلغاء متطلب مراجعة وتسجيل هيئة السوق المالية للمستثمر الأجنبي المؤهل، وتوسيع نطاق المستثمرين الأجانب المؤهلين بخفض متطلب الأصول التي يحفظها أو يديرها المستثمرون الأجانب المؤهلون من مليار دولار إلى 500 مليون دولار، فضلاً عن السماح بتأهيل المؤسسات المالية التابعة للمستثمر الأجنبي المؤهل أو مدير المحفظة الأجنبي والصناديق الاستثمارية المدارة من قبلهم دون الحاجة إلى تقديم طلبات مستقلة، وتخفيف بعض متطلبات الالتزام المستمر على المستثمر الأجنبي المؤهل.

والمستثمرون الأجانب في البورصة السعودية، خمسة أصناف من المستثمرين: اتفاقيات المبادلة، والمستثمرون المقيمون، والمستثمرون المؤهلون، والمحافظ المدارة، والشركاء الإستراتيجيون في الشركات. وأصدرت هيئة السوق المالية السعودية أمس، القواعد المعدلة المنظمة للمستثمر الأجنبي المؤهل QFI في المملكة، التي من

الفصل الثالث: مخاطر عولمة سوق المال السعودي

شأنها أن تسهل شروط التأهيل للمستثمرين الأجانب المؤهلين والمؤسسات المالية التابعة لهم ومديري المحافظ الأجانب وصناديقهم الاستثمارية التي يديرونها، كما هو موضح في الجدول التالي:¹

جدول رقم: (7.3) يمثل قيمة ونسبة الملكية حسب الجنسية ونوع المستثمر

قيمة ونسبة الملكية حسب الجنسية ونوع المستثمر – (مليار ريال)					
نوع المستثمر	القيمة		النسبة		التغير
	بنهاية ديسمبر 2016	بنهاية أغسطس 2017	بنهاية ديسمبر 2016	بنهاية أغسطس 2017	
المستثمرون الأفراد	76.2	71.7	4.5 %	4.2 %	(0.3 %)
كبار المستثمرين الأفراد	136.4	132.7	8.1 %	7.7 %	(0.4 %)
المستثمرون المتخصصون	265.2	259.0	15.8 %	15.1 %	(0.7 %)
محافظ الأفراد المدارة	4.7	4.9	0.3 %	0.3 %	--
إجمالي الأفراد	482.6	468.3	28.7 %	27.3 %	(1.4 %)
الشركات	291.5	280.7	17.3 %	16.4 %	(0.9 %)
الصناديق الاستثمارية	88.2	104.6	5.2 %	6.1 %	0.9 + %
الجهات الحكومية	662.7	697.2	39.4 %	40.6 %	1.2 + %
محافظ المؤسسات المدارة	46.9	50.0	2.8 %	2.9 %	0.1 + %
إجمالي المؤسسات	1089.2	1132.6	64.8 %	66.0 %	1.2 + %
مجموع السعوديين	1571.8	1600.9	93.5 %	93.3 %	(0.2 %)
الأفراد الخليجيون	3.0	3.0	0.2 %	0.2 %	--
الشركات الخليجية	34.4	32.9	2.1 %	1.9 %	(0.2 %)
محافظ المدارة	0.7	0.8	0.0 %	0.1 %	0.1 + %
إجمالي الخليجين	38.1	36.8	2.3 %	2.1 %	(0.2 %)
اتفاقيات المبادلة	15.3	10.2	0.9 %	0.6 %	(0.3 %)
المستثمرون المقيمون	4.6	4.3	0.3 %	0.3 %	(0.3 %)
المستثمرون المؤهلون	2.0	7.3	0.1 %	0.4 %	0.3 + %
محافظ المدارة	6.6*	2.7	0.0 %	0.2 %	0.2 + %
الشركاء الإستراتيجيون	50.2	53.6	3.0 %	3.1 %	0.1 + %
إجمالي الأجانب	72.0	78.2	4.3 %	4.6 %	0.3 + %
المجموع الكلي	1681.9	1715.8			

المصدر: أرقام، <https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/504566>، 2019/06/06.

¹ - أرقام، <https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/504566>، 2019/06/06.

الفصل الثالث: مخاطر عولمة سوق المال السعودي

يتضح من الجدول السابق مايلي:

ارتفعت القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق السعودي "تداول" بنسبة 2 % لتصل إلى 1715.8 مليار ريال بنهاية تداولات شهر أغسطس 2017، مقارنة مع نهاية تداولات شهر ديسمبر من العام 2016 حيث بلغت آنذاك 1681.9 مليار ريال.

وبخصوص المستثمرين السعوديين، فقد سجلت قيمة الأسهم المتداولة للجهات الحكومية خلال هذه الفترة ارتفاعا بـ 34.5 مليار ريال، كما ارتفعت القيمة السوقية لأسهم الصناديق الاستثمارية بـ 16.4 مليار ريال، فيما تراجع القيمة السوقية لأسهم الأفراد بـ 14.3 مليار ريال. وفي المقابل جاء ارتفاع القيمة السوقية للأسهم المتداولة للأجانب في السوق السعودي عقب ارتفاع قيمة أسهم المستثمرين المؤهلين بحوالي 5.3 مليار ريال

ثمة مؤشرات اقتصادية مهمة تيرر الازدياد الملحوظ للاستثمارات الأجنبية في سوق الأسهم السعودية، وهي المؤشرات التي تتعلق بعوامل داخلية، وأخرى خارجية، ساهمت في ارتفاع حصة المستثمرين الأجانب في أسهم الشركات المدرجة.

ويعكس هذا الازدياد الملحوظ في صافي عمليات الشراء التي تشهدها سوق الأسهم السعودية من قبل المستثمرين الأجانب، حجم الثقة المتزايدة في الإصلاحات الاقتصادية التي تقوم بها البلاد، كما أنه في الوقت ذاته يعكس حجم الارتياح التام تجاه النتائج المالية الإيجابية التي حققتها الشركات السعودية خلال العام 2017، كما أن هذا الازدياد الملحوظ في الاستثمارات الأجنبية المتدفقة إلى سوق الأسهم السعودية يعكس حالة التفاؤل بشأن قرار «فوتسي راسل» ، والذي يتعلق بمدى ترقية سوق الأسهم السعودية إلى مصاف الأسواق العالمية الناشئة من عدمها¹.

¹ - أرقام، <https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/504566> ، 2019/06/06

الفصل الثالث: مخاطر عولمة سوق المال السعودي

المبحث الثالث: الآثار المترتبة على انفتاح السوق أمام المستثمرين الأجانب:

تواجه الدول النامية وعلى رأسها السعودية في ظل انفتاح أسواق رأس المال القائمة فيها على الأسواق العالمية، وقيامها بتحرير حساباتها الرأسمالية أمام حركة رؤوس الأموال العديد من التحديات التي تفرض عليها تكاليف كبيرة، وتجعل من إمكانية تعرضها لأزمات مالية حادة أمر ممكن وهذا في ظل الإصلاحات والتغييرات التي قامت بها الهيئة المالية السعودية من التسهيلات التي قدمتها من أجل جذب المستثمرين الأجانب.

المطلب الأول: أهم إنجازات هيئة السوق المالية خلال عام 2017 م لتحقيق رؤية المملكة 2030 :¹

تعمل هيئة السوق المالية على عدد من المبادرات تحت برنامج الريادة المالية 2020 وبرنامج تطوير القطاع المالي وتتمثل أهم الإنجازات التي حققتها الهيئة خلال عام 2017 م والآثر المتوقع من تلك الإنجازات فيما يلي:

- 1- تعديل المدة الزمنية لتسوية صفقات الأوراق المالية المدرجة في السوق السعودية إلى $2+T$ من أجل المواءمة مع أفضل الممارسات الدولية تمهيداً للانضمام إلى المؤشرات العالمية، ورفع كفاءة حماية المتعاملين في السوق المالية.
- 2- إنشاء سوق مالية موازية بهدف إتاحة قنوات جديدة للتمويل، وزيادة الفئات المستهدفة للإدراج، وتعميق السوق المالية.
- 3- إتاحة إقراض الأسهم والبيع على المكشوف بغرض زيادة المنتجات الاستثمارية والمواءمة مع ممارسات الأسواق الدولية.
- 4- تحول الشركات المدرجة ومؤسسات السوق لتطبيق معايير التقارير المالية الدولية IFRS ، من أجل رفع مستوى الشفافية في السوق المالية وتنمية الثقة بالتقارير والقوائم المالية، وإيجاد جهة مكافئة لما لدى الأسواق المالية الدولية.
- 5- الانضمام إلى قائمة المتابعة في مؤشر إم إس سي أي (الأسواق الناشئة MSCI) بهدف زيادة جاذبية السوق المالية للمستثمرين الأجانب.
- 6- إنشاء كيان تنظيمي للرقابة على مكاتب المراجعة التي تراجع أعمال الشركات المدرجة بغرض رفع مستوى الشفافية في السوق المالية وتنمية الثقة بالتقارير والقوائم المالية، وإيجاد جهة مكافئة لما لدى الأسواق المالية الدولية.
- 7- اعتماد لائحة الاندماج والاستحواذ المحدثة وقائمة المصطلحات المستخدمة لتسهيل عمليات الاندماج والاستحواذ وتنظيم وتطوير السوق المالية، وسعيًا إلى جعل بيئة السوق المالية أكثر استقراراً.

¹ - مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي الرابع والخمسين ، www.sama.gov.sa/.../EconomicReports/AnnualReport/ ،

الفصل الثالث: مخاطر عولمة سوق المال السعودي

- 8- تحفيز نشاط إدارة الأصول بتخفيض متطلبات تراخيص الإدارة للفتح المجال أمام الأشخاص ذوي المهارة والخبرة للعمل في إدارة الأصول، وتطوير صناعة إدارة الأصول في المملكة، وتعزيز استثمارات قطاع رأس المال الجريء والملكية الخاصة، وفتح المجال أمام الأشخاص ذوي المهارة والخبرة للعمل في إدارة الأصول.
- 9- السماح للمستثمرين الأجانب غير المقيمين بالاستثمار المباشر في السوق الموازية (نمو) ضمن فئات المستثمرين المؤهلين من أجل إتاحة الاستثمار في هذه السوق لفئات إضافية من المستثمرين كما يسهم في تسهيل استثمار المستثمرين الأجانب في السوق المالية.
- 10- المساهمة في تقدم المملكة في مؤشر حماية المستثمرين الأقلية من المركز (63) إلى المركز (10) لزيادة جاذبية السوق المالية للمستثمرين المحليين والدوليين.
- 11- فصل مركز الإيداع إلى كيان قانوني وشركة مستقلة لزيادة كفاءة أعمال الأوراق المالية كأحد المتطلبات للانضمام لمؤشرات الأسواق العالمية.
- 12- إطلاق نظام حماية المستثمر الإلكتروني لمعالجة الشكاوى والبلاغات لزيادة مستوى السرعة والكفاءة في معالجة الشكاوى والبلاغات عبر مسار إلكتروني يربط بين الهيئة وجميع المتعاملين في السوق المالية.
- 13- تنظيم الدعوى الجماعية في منازعات الأوراق المالية لتعزيز آليات تعويض المستثمرين وتيسير إجراءات التقاضي للمتعاملين في السوق المالية بما يكفل حصول المتضررين على تعويضاتهم بأسرع وقت وبأيسر آلية ممكنة.
- 14- تعديل قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة وقواعد الإدراج لتسهيل إجراءات الطرح مما يعمق السوق المالية تماشياً مع برنامج هيئة السوق المالية (الريادة المالية) 2020 .
- 15- اعتماد القواعد المنظمة للمنشآت ذات الأغراض الخاصة من أجل تطوير السوق المالية، وتنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبتها والتعامل بها، وتنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها.
- 16- تبني مبادرة "مختبر التقنية المالية". مواكبة التغيرات المستمرة في الأسواق العالمية وتطبيق أفضل المعايير والممارسات الدولية المناسبة، وسعياً من الهيئة إلى تطوير منتجات جديدة ودعم صناعة التقنية المالية في السوق المالية.
- 17- تفعيل إلزامية التصويت الإلكتروني في الجمعيات العمومية للشركات لرفع نسبة المشاركة في الجمعيات العمومية وزيادة الحوكمة.
- 18- إنشاء أكاديمية مالية متخصصة في تدريب وتأهيل منسوبي القطاع المالي بغرض رفع مستوى التأهيل للمشاركين في السوق المالية تماشياً مع أحد البرامج الرئيسية.

الفصل الثالث: مخاطر عولمة سوق المال السعودي

المطلب الثاني: الآثار المترتبة عن انفتاح سوق المال السعودي.¹

فلا شك ان فتح السوق للمستثمرين الأجانب له ايجابيات كثيرة، إذا ما أحسنت هيئة سوق المال إدارته بصياغة القواعد التنظيمية ومراقبه السوق لسد الثغرات المحتمل أن تشوهه أو تضعف أداءه :

• **فيما يتعلق بالاقتصاد السعودي:** من المرجح أن يحصل اقتصاد المملكة العربية السعودية على دفعة مزدوجة من هذه الخطوة. أولاً، فإن تدفق رأس المال الأجنبي يعزز الناتج المحلي الإجمالي، ويدفع باتجاه تنويع الإيرادات غير النفطية التي من شأنها ضمان نمو مستمر. وثانياً، فإن الاقتصاد المتنوع بشكل جيد ومنتامي سيساعد في معالجة ارتفاع مستوى البطالة، خاصة بين الشباب في البلاد. كما ذكر في وقت سابق، زاد صندوق النقد الدولي من توقعات 2015 للنمو من 4.1% إلى 4.6%، متوقعا من التنويع الاقتصادي العمل على دفع عجلة النمو.

• **فيما يتعلق بمؤشر تداول (TASI) وسوق رأس المال الإجمالي في المملكة:** إن المؤشر سيصبح بوابة التدفق للأموال الأجنبية بقيمة ~ 50 مليار دولار إلى البلاد، مما يعزز موقعه لإدراجه في مؤشر الأسواق الناشئة MSCI. على الرغم من أن مثل هذا الإدراج من غير المرجح أن يتم قبل عام 2016، فإن مؤشر TASI سيشكل حوالي ثلاثة إلى خمسة في المئة من مؤشر الأسواق الناشئة MSCI عندما يدرج في نهاية المطاف. إن هذه الخطوة أيضاً ستزيد التداول ونشاط الاكتتابات في السوق السعودي، وسوف تؤدي أيضاً إلى إنتاج أعلى جودة في بحوث الأسهم في المنطقة.

• **فيما يتعلق بالشركات السعودية:** معظم الشركات السعودية الكبيرة يتوافر لديها النقد بشكل كبير، وبالتالي فإن الحصول على تمويل إضافي لن يكون الفائدة الكبرى لهم. بدلاً من ذلك، فإن هذه الشركات ستستفيد من نشاط المساهمين وتحسين معايير الحوكمة والمحاسبة للشركات التي من المحتمل أن يتم تنفيذها لتلبية المعايير العالية المتوقعة من قبل المستثمرين الأجانب. هذه الشركات سوف تستفيد أيضاً من تلقي التوجيه والخبرة من المستثمرين من ذوي الخبرة على الصعيد العالمي فيما يخص التشغيل وكذلك القضايا الإستراتيجية. للشركات متوسطة الحجم، تدفق رؤوس الأموال الأجنبية يؤدي إلى انخفاض تكاليف التمويل وتحسين التقييم. وعلاوة على ذلك، العمل مع المستثمرين العالميين سوف يسمح للشركات في المملكة العربية السعودية بالتفكير بشكل عالمي، وسوف تساعدهم على تنفيذ خطط التوسع الدولية الخاصة (إقليمية أو عالمية) بطريقة أفضل.

• **فيما يتعلق بالمستثمرين:** إن هذه الخطوة تعطي المستثمرين الفرصة التي طال انتظارها للوصول إلى أكبر اقتصاد في دول مجلس التعاون الخليجي والشرق الأوسط. اقتصاد يتمتع باحتياطات خارجية ضخمة وجودة منخفضة المخاطر الائتمانية السيادية، وسوق ناشئة تتمتع بإمكانات نمو كبيرة، كل ذلك يجعل من المملكة العربية السعودية وجهة جذابة خاصة للمستثمرين الأجانب. بالإضافة إلى ذلك، ومن خلال مؤشر تداول، فإنه

¹ - أرقام، <https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/504566>، 2019/06/06.

الفصل الثالث: مخاطر عولمة سوق المال السعودي

سيتم منحهم إمكانية الوصول إلى الشركات الرائدة في الصناعات، مثل بنك سامبا، السعودية للصناعات الأساسية، المجموعة السعودية للاستثمار الصناعي، وشركة ينبع الوطنية للبتروكيماويات. لا تتمتع هذه الشركات بما لديها من إمكانيات ضخمة فقط، ولكن لدى معظم الشركات السعودية أيضا معايير حوكمة أفضل للشركات بالمقارنة مع أقرانهم في الشرق الأوسط.

• **فيما يتعلق بفئات الأصول الأخرى:** تهدف هذه الخطوة الحالية إلى الانفتاح في سوق الأسهم. ومع ذلك، إذا نجحت هذه الخطوة، فإن ذلك قد يدفع الحكومة لفتح حتى سوق السندات (أو الصكوك) لهؤلاء المستثمرين. على الرغم من أن مثل هذه الخطوة التابعة ستستغرق وقتا طويلا قبل تنفيذها، فإن انفتاح سوق الصكوك المحلية تمنح المستثمرين الأجانب الفرصة بالوصول إلى الشركات التي باعت ما قيمته 42 مليار ريال (11.2 مليار دولار)

عموما، إذا ما نفذت هذه الخطوة بشكل جيد، سيكون لها آثار إيجابية كبيرة ليس فقط على المملكة، ولكن أيضا بالنسبة لجميع البلدان الأخرى في دول مجلس التعاون الخليجي والشرق الأوسط، ومع ذلك، فإن المستثمرين يراقبون عن كثب مثل هذا الإعلان منذ وضع صانع القرار في المملكة مثل هذه الخطط في الماضي في الحسبان. لذا، من المهم أن تقوم هيئة سوق المال بوضع خطة بدء تنفيذ محددة جيدا مع مواعيد وجداول زمنية فعلية لتخفيف مخاوف المستثمرين، وتنفيذ ما سيكون تغييرا بارزا في الطريقة التي تعمل بها أسواق رأس المال في العالم العربي.

المطلب الثالث: المخاطر المحتملة لعولمة سوق المال السعودي:

مما سبق نخلص إلى أن عولمة سوق المال السعودي سيكون له مخاطر وهي كالاتي:

- فتح أسواقها المالية المحلية للمستثمرين الأجانب قد يعرضها لتقلبات الاقتصاد العالمي ما يدفع هؤلاء المستثمرين إلى الإسراع في الكسب اليومي والخروج المفاجئ والسريع من السوق، مما يخلف دمارا للاقتصاد المحلي.
- إن تحرير التعامل في الخدمات المالية سيؤدي إلى إيجاد نوع من المنافسة غير المتكافئة مع المؤسسات المالية الأجنبية لأن المؤسسات المالية الأجنبية هي أكثر كفاءة من المؤسسات المالية العربية، وبالتالي تستطيع السيطرة تدريجيا على القطاعات المالية والمصرفية المحلية.
- إن تواجد المؤسسات المالية الأجنبية في السعودية سيمكنها من التجارة في الخدمات المالية لصالحها، وقد تسحب النقد الأجنبي المتاح داخل المملكة إلى دولها الأم و المؤسسات المالية الأجنبية تعيد المتاجرة به في الخارج لأنها سمحت في ضوء العولمة المالية لأصحاب المدخرات المحلية أن يخرجوا بها للاستثمار في أي بلد من بلدان العالم، أو تستخدمه في تمويل غير استثماري كالمضاربة لأن عمليات التحرير المحلي والدولي تسهل نشاط المضاربات من خلال إلغاء العديد من القيود التي كانت

الفصل الثالث: مخاطر عولمة سوق المال السعودي

تعد من قيامها، وظهور الابتكارات المالية التي يتم التعامل بها على مدار الساعة في مختلف أسواق العالم.

- تتميز أسواق المال الدولية بعدم الثبات والتذبذب، الأمر الذي يؤدي إلى انهيار هذه الأسواق المالية نظرا لعدم تناسق المعلومات والبيانات وانتظامها وهو ما يلحق أضرارا بالاقتصاد بكامله.
- إن تحرير التجارة الدولية في الخدمات المالية وإتاحة الفرصة للمؤسسات المالية الأجنبية لتقديم خدماتها في السوق المحلي، قد يؤدي لخسائر لها انعكاس سلبي على السياسات الكلية للدولة نتيجة غياب الرقابة المالية بسبب التحرير المالي أو عدم التكامل المالي مع الدول الخليجية.
- يؤدي التحرير المالي إلى إلغاء أو تخفيض الدعم الممنوح للصناعات الوليدة الذي كان يقدم من المؤسسات المالية المحلية، مما يؤثر سلبا على أهداف التنمية في المملكة العربية السعودية.
- قد تشكل المؤسسات المالية الأجنبية احتكارا في مجال التجارة في الخدمات المالية اعتمادا على خبرتها الواسعة في الموضوع أمام المؤسسات السعودية التي تفتقر لهذه الخبرة.

الفصل الثالث: مخاطر عولمة سوق المال السعودي

خلاصة الفصل الثالث:

يعتبر سوق المال السعودي من أبرز الأسواق المالية العربية سواء من حيث حجم التداول أو عدد الشركات المدرجة أو السيولة وغيرها من المؤشرات، بالرغم من تأثر أداء سوق المال السعودي نتيجة الأزمة المالية العالمية سنة 2008، ثم شهدت تحسن لم يدم طويلا حيث تأثر بأحداث الربيع العربي وأزمة السيادية في اليونان سنة 2011. ثم تحسن الأداء سنتي 2012 و2013 لكن تأثر مجددا بانخفاض أسعار البترول في الربع الأخير من 2014 و2015 ليتحسن في السنوات الأخيرة، نتيجة عمل هيئة السوق المالية على عدد من المبادرات تحت برنامج الريادة المالية 2020 وبرنامج تطوير القطاع المالي الذي نجح في تطوير ذاته وتحقيق ما يطمح إليه من وراء الانفتاح المالي وتحدي مخاطر العولمة المالية.

الفصل الثالث: مخاطر عولمة سوق المال السعودي

الخاتمة العامة:

تمثلت إشكالية البحث في ماهية مخاطر عولمة سوق المال وأثارها على سوق المال السعودي ، باعتبار أن السوق المالية ذات أهمية كبرى للنشاط الاقتصادي نتيجة لظهور العولمة المالية والانفتاح على أسواق المال العالمية، مما يطرح أمامها جملة من المخاطر قد تؤدي بها الى أضرار بالغة. و بالتالي لا بد من عدم الاستهانة بآثار العولمة المالية سواء الايجابية أو السلبية، فقد أصبح تطوير الأسواق المالية أمراً بالغ الأهمية بالنظر إلى الدور الذي يلعبه السوق المالي في جذب رؤوس الأموال من أصحاب الفائض المالي وتحويلها إلى أصحاب العجز المالي الذين لديهم الرغبة في الاستثمار.

وقد تبين من خلال استعراض هذا البحث وانطلاقاً من التساؤلات والفرضيات المطروحة في المقدمة العامة لهذه الدراسة، وبعد تحليلنا للموضوع ومناقشته في ثلاثة فصول ما يلي:

- أن السوق الأسواق المالية أداة مهمة في تنشيط التنمية الاقتصادية وذلك من خلال الدور الذي تقوم به من تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو مختلف الاستثمارات المناسبة حيث تعتبر مصدر من مصادر التمويل الجديدة بقسميها سوق النقد وسوق رأس المال وذلك من خلال تنوع الأدوات المالية المتداولة في هذه السوق وظهور أدوات جديدة وحديثة مما يساعد هذا في قيام سوق مالية فعال، وهو ما يؤكد الفرضية الأولى.
- تعني العولمة حرية انتقال وحركة رؤوس الأموال والسلع والخدمات والأيدي العاملة والاستثمارات والمعلومات عبر الحدود الوطنية والإقليمية دون قيود تذكر، هذا وقد ساعدت عدة عوامل على ظهورها منها تزايد درجات التكامل الاقتصادي العالمي، الاتجاه نحو التحرير المالي، وحرية انتقال رؤوس الأموال، التقدم التكنولوجي وانخفاض تكلفة النقل والاتصالات، والتي جاءت لتثبيت الفرضية الثانية.
- صحة فرضية أن بإمكان السوق المالي السعودي أن يستفيد من العولمة المالية ويتجنب مخاطرها وتطوير كفاءتها وتحسين أدائها من خلال الاستفادة من تجربة الأسواق المتطورة ، وخاصة بعد برنامج الريادة لتحقيق رؤية المملكة 2030 من أجل الاستثمارات الأجنبية من خلال الانضمام إلى قائمة المتابعة في مؤشر إم إس سي أي (الأسواق الناشئة MSCI) كخطوة أولى.

ومن خلال ما سبق أمكننا التوصل إلى تسجيل جملة من النتائج والتوصيات نوردها في شكل نقاط أساسية.

أولاً: النتائج:

- كلما كان السوق المالي متطورا كلما انعكس ذلك بصورة جلية على تطور و تنمية اقتصاد ذلك البلد أي أن العلاقة طردية بينهما.
- تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة المعلومات السائدة في السوق، ولا بد من تمتع الأسواق المالية بمستوى من الكفاءة كي تتمكن من تأدية دورها؛
- تعتبر العولمة المالية عملية لا مناص منها تفرض قبولها عالميا بالشروط والآليات التي يتم التعامل بها حاليا مما لا شك فيه أن للعولمة المالية عدة مزايا كما لها الكثير والكثير من المخاطر و الانعكاسات على جميع اقتصاديات دول العالم.
- فالعولمة المالية تحدث جملة من المخاطر و الانعكاسات السلبية على المتغيرات الاقتصادية الكلية والاستقرار الاقتصادي خاصة في حالة حدوث حركات فجائية في رؤوس الأموال القصيرة الأجل، كما أنها قد تعرض النظام المصرفي لأزمات حادة بفعل دخول الأموال الفذرة، و لمضاربات جنونية، و لهروب الأموال الوطنية و توجيهها نحو الخارج، و كذا التقليل من السيادة الوطنية في مجال تطبيق السياسات النقدية و المالية، و لعل سألحسن نموذج عن ما وقع بفعل تأثير العولمة المالية و ما سببته من مخاطر تجربة النمر الآسيوية.
- تأثر أداء سوق المال السعودي نتيجة الأزمة المالية العالمية سنة 2008، ثم شهدت تحسن لم يدم طويلا حيث تأثر بأحداث الربيع العربي وأزمة السيادية في اليونان سنة 2011. ثم تحسن الأداء سنتي 2012 و 2013 لكن تأثر مجددا بانخفاض أسعار البترول في الربع الأخير من 2014 و 2015 ليتحسن في السنوات الأخيرة.
- و بالتمعن في ما أحدثته العولمة المالية يمكن القول أنه بالنسبة لسوق المال السعودي فإنه لا يمكنه أن يأخذ العولمة المالية بكاملها أو أن تتركها بكاملها، إذ يجب عليه البحث عن البدائل الممكنة من أجل التعامل معها، فمن حق كل دولة اختيار البدائل التي تناسب ظروفها و مشاكلها الخاصة، و بحيث يكون الهدف من تبني العولمة المالية تعظيم المنافع و التخفيض من المخاطر، كما يكون لها أثر تنموي ينعكس إيجابا على متغيرات الاقتصاد الكلي، كزيادة معدلات الاستثمار، و زيادة الإنتاجية، و التخفيض من معدلات البطالة، و التخفيض من حجم المديونية الخارجية، بالإضافة إلى زيادة معدلات النمو الاقتصادي
- معرفة المؤسسات السعودية لأسواقها المحلية وعلاقتها القوية مع عملائها سيوفر لها ميزة تنافسية.
- عمل هيئة السوق المالية على عدد من المبادرات تحت برنامج الريادة المالية 2020 وبرنامج تطوير القطاع المالي الذي نجح في تطوير ذاته وتحقيق ما يطمح إليه من وراء الانفتاح المالي وتحدي مخاطر العولمة المالية.

ثانياً: التوصيات:

من أجل مجابهة مخاطر عولمة الأسواق المالية يجب على المملكة العربية السعودية العمل على:

- المحافظة على نوع من الاستقرار الاقتصادي فيما يتعلق بالمتغيرات الكلية و أهمها معدلات النمو، معدلات التضخم، معدلات الفائدة، معدلات الاستثمار...الخ.
- عدم الانعزال عن النظام العالمي، بل عليها أن تستفيد من مزايا النظام، وتعديل أوضاعها بما يزيد من فائدتها من المتغيرات الاقتصادية الدولية وتستفيد من قدرتها النسبية والتنافسية.
- الحفاظ على الاستقرار السياسي، حيث تقل أهمية العوائد بالنسبة للمستثمر إذا لم يتوفر الاستقرار السياسي في البلد المعني.
- تحسين الإطار القانوني و التنظيمي للأسواق المالية في هذه البلدان، من أجل كبح الحركة السريعة لرؤوس الأموال الدولية، و وضع حد للعمليات ذات الطبيعة المضاربية البحتة.
- ربط البورصات الناشئة فيما بينها، وإدماجها ضمن سوق مالية موحدة
- توسيع السوق وتنويع أدوات الاستثمار وتعزيز نشاط الأدوات المالية من أجل جذب الاستثمارات الأجنبية.
- تحسين البيئة التنظيمية من خلال تبني منهجية الإفصاح التنظيمية، والعمل على التطوير المستمر للوائح التنفيذية وتعزيز التنسيق والتعاون مع الجهات الحكومية ذات العلاقة بشأن مسائل السوق المالي.
- تعزيز حماية المستثمرين من خلال رفع مستوى الحوكمة وتحسين متطلبات الإفصاح المالي ورفع مستوى الوعي والثقافة الاستثمارية للمشاركين في السوق، ورفع مستوى الالتزام بنظام السوق المالي ولوائحه التنفيذية من خلال الرقابة والتوعية الفعالة، وتبني سياسات رادعة.
- تعزيز تطوير السوق المالي من خلال تنمية الكوادر البشرية وتشجيع إصدار الصكوك وأدوات الدين من أجل تعميق السوق المالي لتعزيز دوره في الاقتصاد الوطني.
- مواكبة التقدم التكنولوجي الهائل في الصناعة المصرفية بنقل التكنولوجيا والمهارات المتوفرة في المصارف الأجنبية.
- تقديم الخدمات المالية والمصرفية بجودة أعلى، بالإضافة إلى توفير مجموعة متنوعة من الخدمات المالية .

أولاً: الكتب

أ- الكتب باللغة العربية

- 1 إبراهيم سلطان، محمد صالح الحناوي، جلال العيد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002.
- 2 للدعمي عباس كاظم، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010 .
- 3 أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية -تحليل وإدارة- دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2004.
- 4 إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000 .
- 5 أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، القاهرة، 2007 .
- 6 ثامر كامل محمد الخزرجي، ياسر علي إبراهيم المشهداني، العولمة وفجوة الأمن في الوطن العربي، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، الأردن، 2004 .
- 7 جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصة والأسواق، مطبعة دار هومة، الجزائر، 2002.
- 8 جمال جويدان الجمل، الاسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2002.
- 9 حسن أحمد عبيد، مقدمة في اقتصاديات النقود و البنوك، دار النهضة العربية، القاهرة، 2007.
- 10 حسين بني هاني، الأسواق المالية-طبيعتها-تنظيمها-أدواتها المشتقة، دار الكندي، عمان، 2002.
- 1 زياد فريد، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 1998.
- 2 زينب حسين عوض الله، الاقتصاد الدولي: العلاقات الاقتصادية والنقدية الدولية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2004 .
- 3 زينب حسين عوض الله، اقتصاديات النقود والمال، الدار الجامعية، مصر، 1994.
- 4 زياد فريد، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 1998.
- 5 سمر كوكب الجميل، الاتجاهات الحديثة في مالية الأعمال الدولية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2000 .
- 6 شذا جمال الخطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، عمان، دار مجدلاوي، 2008.
- 7 شمعون شمعون، بورصة الجزائر، جامعة الجزائر للنشر، الجزائر، 1993.

- 8 صلاح الدين حسين السيبي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتاب للنشر والتوزيع، مصر، 2003.
- 9 طارق عبد العال حماد، "المشتقات المالية"، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2001.
- 10 عبد الرحمن خليفة، فضل الله محمد إسماعيل، في الايدولوجيا والحضارة والعولمة، مكتبة سيتان المعروفة للطبع والنشر والتوزيع، 2001 .
- 11 عبد الرزاق محمد الدليمي، العلاقات العامة والعولمة، دار جريز للنشر والتوزيع، الأردن، 2005 .
- 12 عبد السلام أبو قحف، العولمة :حاضرات الأعمال، حالات عملية وحلول مشكلات، مطبعة ومكتبة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2002 .
- 13 عبد الغفار حنفي، رسيمة قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، مصر، 2005.
- 14 عبد الله غالم، العولمة المالية والأنظمة المصرفية العربية، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2014.
- 15 عبد المجيد الصالحين وآخرون، العولمة من منظور شرعي، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2002.
- 16 عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية (منظماتها-شركاتها-تداعياتها)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006 .
- 17 عبد المطلب عبد الحميد ، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع القاهرة، 2001.
- 18 عبد النافع الزردي وغازي فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، 2001.
- 19 عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن ، 2008.
- 20 عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، مصر، 2001 .
- 21 فؤاد أبو ستيت، التكتلات الاقتصادية في عصر العولمة، الدار المصرية اللبنانية للنشر، 2004 .
- 22 خابل محمد صفوت، الدول النامية والعولمة، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2004 .
- 23 كاكا مولا هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء، عمان، 2003.
- 24 مايكل بيكيت، قسم الترجمة بدار الفاروق، كيف تعمل البورصة؟، دار الفاروق للنشر والتوزيع، القاهرة، 2006.
- 25 محسن احمد الخضيرى، العولمة :مقدمة في فكر واقتصاد وإدارة عصر اللادولة، مجموعة النيل العربية للنشر، مصر، 2000 .
- 26 محمد الصريفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008.
- 27 محمد سويلم، إدارة البنوك والبورصات -الأوراق المالية- جامعة منصور، مصر، 1997.
- 28 محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العيد، الاستثمار في الأسهم والسندات ، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003.
- 29 محمد عمر الحاجي، ظاهرة العولمة الاقتصادية، دار المكتبي للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، 2001 .
- 30 محمد عوض عبد الجواد وعلي ابراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة(أسهم، سندات، أوراق مالية)، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2006.

- 31 محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، الطبعة الثانية، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
- 32 معروف هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 33 منير ابراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1997.
- 34 منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة معارف الاسكندرية، 1999.
- 35 خج عبد الله الحميدي، نظم المعلومات الإدارية، دار وائل، الأردن، 2005.
- 36 خزيه عبد المقصود محمد مبروك، التكامل الاقتصادي العربي وتحديات العولمة مع رؤية إسلامية، دار الفكر الجامعي للنشر، الإسكندرية، 2007.

ب الكتب باللغة الأجنبية

- 1 Frank K. Reilly & Keith C. Brown, **Investment Analysis and Portfolio Management**, 7th Ed, (South-Western College, USA, 2003)
- 2 Daniel le prince, **la mondialisation au-delà des mythes**, édit la découverte and syros, paris, 2000
- 3 Philippe Hugon, **économie politique internationale et mondialisation**, - édition economica, 1997
- 4 Henri Bourguinat, **Finance international**, édition presses universitaire de France, 1992
- 5 Frédéric Teulon, **les marchés des capitaux, Bourses, marché monétaire**, -¹ - édition de seuil, 1997. **marché des changes**, produit dérivé,

ثانيا: الرسائل الجامعية والأطروحات

- 1 أحمد منير النجار، عولمة الأسواق المالية وأثرها على تنمية الدول النامية مع الإشارة للسوق المالي الكويتي، مداخلة مقدمة إلى المؤتمر العلمي الرابع: الريادة والإبداع - استراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، جامعة فيلادلفيا، الأردن، يومي 16-17/03/2005.
- 2 بن عمر بن حاسين، **فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية-** مذكرة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012-2013.
- 3 رشيد بوآساني، **معوقات أسواق المال العربية و سبيل تفعيلها**، مذكرة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005/2006.
- 4 صفيان حلوفي، **أثر العولمة المالية على أداء الأسواق المالية الناشئة حالي كوريا الجنوبية واندونيسيا**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، 2010/2011.
- 5 عبد الرحمان بن عيسى، **دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة الأسواق المالية**، رسالة ماجستير غير منشورة، تخصص مالية ومحاسبة، قسم العلوم التسيير، جامعة المدية .، الجزائر، 2008-2009.

6 هلال درحمن، المحاسبة التحليلية: نظام معلومات للتسيير ومساعد على اتخاذ القرار في المؤسسة الاقتصادية - دراسة مقارنة- ، أطروحة دكتوراه دولة غير منشورة، (العلوم الاقتصادية)، جامعة الجزائر، 2004 .

ثالثا: البحوث و المنتقيات

1 أسيا مرابط، العولمة وآثارها الاقتصادية على الجهاز المصرفي، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحول الاقتصادية- واقع وتحديات -كلية العلوم الإنسانية والعلوم الاجتماعية، شلف، 15 ديسمبر 2004.

2 الشيخ الداوي، الأزمة المالية العالمية، انعكاساته 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.

3 الطيب حمد النيل عبد المنعم محمد، العولمة وآثارها الاقتصادية على المصارف- نظرة شمولية-، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحول الاقتصادية- واقع و تحديات-، كلية العلوم الإنسانية والعلوم الاجتماعية، الشلف، 14- 15 ديسمبر 2004 .

4 بلقاسم زايري، هواري بلحسن، أثر تحرير الخدمات المالية على النظام المصرفي في الجزائر، الملتقى الوطني حول المنظومة البنكية في ظل التحولات القانونية والاقتصادية، بشار 24- 25 أبريل 2006

5 ساعد مرابط وأسماء بلميهوب، العولمة المالية و تأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة ، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات و المؤسسات، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية يومي: 21 و 22 نوفمبر 2006.

6 عبد الوهاب رميدي، علي سماي، العولمة المالية وآثارها على اقتصاديات الدول النامية، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات-دراسة حالة الجزائر و الدول النامية-، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، بسكرة، 20- 21 نوفمبر 2006 .

7 مصطفى عبد اللطيف، سليمان بلعور، تحديات العولمة المالية للمصارف العربية واستراتيجيات مواجهتها مع الإشارة إلى القطاع المصرفي الجزائري، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحول الاقتصادية :واقع وتحديات، شلف، 14 و 15 ديسمبر 2004 .

8 تعيمة برودي، عبد القادر بلعربي، تيار عولمة الأسواق المالية إلى أين؟، الملتقى الدولي:سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات و المؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، بسكرة، 21-22 نوفمبر 2006.

9 وهيبية بن داودية، جميلة مديوني، واقع الجهاز المصرفي العربي وتحديات العولمة المالية، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحول الاقتصادي واقع و تحديات-، كلية العلوم الإنسانية والعلوم الاجتماعية، شلف، 14 - 15 ديسمبر 2004 .

رابعاً:المجلات

- 1 عزاوي عمر، خيرة الزاوي، تأثير العولمة المالية على الأسواق المالية ، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، مجلة الباحث، العدد 18، سبتمبر 2012.
- 2 صالح مفتاح وفريدة معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 7، 2009.
- 3 مساعد النمر، تداول، مجلة تداول لسوق الأسهم السعودية، المملكة العربية السعودية، العدد 12 ، 2005،

خامساً: مواقع الانترنت

- 1 -السوق المالية السعودية، إحصائيات السوق السنوية، <http://www.tadawul.com.sa>
- 2 هيئة السوق المالية السعودية،<http://cma.org.sa/IA/default.html>
- 3 إبراهيم عبد الرحمن القاضي، مؤشر الأسهم :الماهية والأهمية والكيفية،
<http://www.alriyadh.com/2005/05/01/article61146.html>
- 4 صندوق النقد العربي www.amf.org.de/ar/amdbqrtrly
- 5 مؤسسة النقد العربي السعودي،التقرير السنوي الرابع والخمسين،
www.sama.gov.sa/.../EconomicReports/AnnualReport/
- 6 أرقام، <https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/504566>

فهرس الجداول:

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
69	عدد الأسهم المتداولة للقطاعات الخمسة عشر لعام 2008	(1.3)
70	عدد الأسهم المتداولة للقطاعات العشرين لعام 2017	(2.3)
79	إحصائيات لسوق الأسهم السعودية للفترة الممتدة لسوق الأسهم السعودية من 2008 إلى 2017.	(3.3)
81	تطور أداء سوق الأسهم السعودية من خلال مؤشر صندوق النقد العربي لعام 2008	(4.3)
83	إحصائيات السوق الموازية -نمو- لسنة 2017	(5.3)
84	تطور عدد الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2008 إلى 2017	(6.3)
86	تطور مؤشر القيمة السوقية في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2008 -2017	(7.3)
87	تطور مؤشر السيولة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2008 - 2017	(8.3)
89	قيمة ونسبة الملكية حسب الجنسية ونوع المستثمر	(8.3)

فهرس الأشكال:

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
06	مكونات الأسواق المالية	(1-1)
70	توزيع عدد الأسهم المتداولة للسوق السعودية حسب القطاعات الخمسة عشر لعام 2017.	(1.3)
71	توزيع عدد الأسهم المتداولة للسوق السعودية حسب القطاعات العشرين لعام 2017.	(2.3)
77	تطور مؤشر تاسي من سنة 2008 الى 2017	(3.3)
80	تمثيل بياني لإحصائيات لسوق الأسهم السعودية للفترة الممتدة لسوق الأسهم السعودية من 2008 إلى 2017.	(4.3)
82	تطور أداء سوق الأسهم السعودية من خلال مؤشر صندوق النقد العربي لعام 2008	(5.3)

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتوى
	ملخص
	كلمة شكر
	إهداء
	مقدمة عامة
	الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية
02	تمهيد
03	المبحث الأول: نظرة عامة حول الأسواق المالية
03	المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية خصائصها ووظائفها
03	الفرع الأول: تعريف السوق المالية
04	الفرع الثاني: خصائص الأسواق المالية
05	الفرع الثالث: وظائف الأسواق المالية
06	المطلب الثاني: تقسيمات الأسواق المالية
07	الفرع الأول: الأسواق النقدية
08	الفرع الثاني: سوق رأس المال
11	المطلب الثالث: متطلبات قيام الأسواق المالية و طبيعة عملياتها
11	الفرع الأول: متطلبات قيام السوق المالي
12	الفرع الثاني: الوسطاء المتعاملون في السوق المالية
13	الفرع الثالث: العمليات في السوق المالية:
15	المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالية
16	المطلب الأول: أدوات الملكية (الأسهم)
16	الفرع الأول: الأسهم العادية
17	الفرع الثاني: الاتجاهات الجديدة للأسهم العادية.
18	الفرع الثالث: الأسهم الممتازة
19	المطلب الثاني: أدوات الدين (السندات)
20	الفرع الأول: السند الحكومية
20	الفرع الثاني: السندات المضمونة بأصول الشركة
20	الفرع الثالث: سندات الهيئات المحلية

فهرس المحتويات

20	الفرع الرابع: سرنات الشركات المساهمة
21	المطلب الثالث: المشتقات المالية
21	الفرع الأول: العقود المستقبلية.
22	الفرع الثاني: العقود الاختيارية.
23	الفرع الثالث: عقود المبادلات .
23	الفرع الرابع: العقود الآجلة.
24	المبحث الثالث: كفاءة الأسواق المالية
24	المطلب الأول: المعلومات في السوق المالية
24	الفرع الأول: مفهوم المعلومات
25	الفرع الثاني: خصائص المعلومات
25	الفرع الثالث: مصادر المعلومات
26	الفرع الرابع: أثر المعلومات على السوق المالية
27	المطلب الثاني: مفهوم ومتطلبات كفاءة السوق المالية
27	الفرع الأول: تعريف كفاءة السوق المالية
28	الفرع الثاني: الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية
29	الفرع الثالث: مقومات السوق الكفاء
30	المطلب الثالث : الصيغ المختلفة لكفاءة الأسواق المالية
30	الفرع الأول: الصيغة ضعيفة الكفاءة
30	الفرع الثاني: الصيغة متوسطة القوة
31	الفرع الثالث: الصيغة القوية
32	خلاصة الفصل الأول
33	الفصل الثاني: الإطار النظري للعولمة المالية
34	تمهيد
35	المبحث الأول: ماهية العولمة
35	المطلب الأول: مفهوم العولمة و نشأتها
35	الفرع الأول: مفهوم العولمة
36	الفرع الثاني: نشأة العولمة
38	المطلب الثاني: العوامل المؤدية للعولمة
38	الفرع الأول: تزايد درجات التكامل الاقتصادي العالمي
38	الفرع الثاني: التطور الصناعي في الدول الناشئة وزيادة تكاملها مع السوق

فهرس المحتويات

	العالمي
38	الفرع الثالث: الاتجاه نحو التحرير المالي و حرية انتقال رؤوس الأموال
39	الفرع الرابع: التقدم التكنولوجي وانخفاض تكلفة النقل والاتصالات
39	المطلب الثالث: خصائص العولمة ، أهدافها وأنوعها
39	الفرع الأول: خصائص العولمة
40	الفرع الثاني: أهداف العولمة
41	الفرع الثالث: أنواع العولمة
42	المطلب الرابع: آثار العولمة
42	الفرع الأول: الآثار السلبية للعولمة
43	الفرع الثاني: الآثار الإيجابية للعولمة
44	المبحث الثاني: عولمة الأسواق المالية ومظاهرها
44	المطلب الأول: مفهوم العولمة المالية ، خصائصها و أسسها
44	الفرع الأول: مفهوم العولمة المالية ومؤشراتها
46	الفرع الثاني: خصائص العولمة المالية
46	الفرع الثالث: أسس العولمة المالية
48	المطلب الثاني: مراحل العولمة المالية والعوامل المساعدة على تسارع وتيرتها
48	الفرع الأول : المراحل التي مرت بها العولمة المالية
50	الفرع الثاني: العوامل المساعدة على تسارع وتيرة العولمة المالية
51	المطلب الثالث: العولمة المالية في إطار الإتفاقية العامة لتحرير تجارة الخدمات (GATS)
52	الفرع الأول: تزايد أهمية الخدمات المالية
52	الفرع الثاني: مبررات تحرير التجارة في الخدمات المالية
52	الفرع الثالث: الاتفاقية العامة لتحرير تجارة الخدمات الـGATS
53	الفرع الرابع: جوانب أخرى متعلقة بالاتفاقية العامة لتحرير تجارة الخدمات الـGATS
54	المطلب الرابع: التحرير المالي و مظاهر عولمة الأسواق المالية
54	الفرع الأول: مفهوم التحرير المالي، أهدافه ومستوياته
55	الفرع الثاني: مظاهر عولمة الأسواق المالية
57	المبحث الثالث: آثار العولمة المالية
57	المطلب الأول: آثار العولمة المالية على الجهاز المصرفي

فهرس المحتويات

57	الفرع الأول: التحول إلى البنوك الشاملة
57	الفرع الثاني: تنوع النشاط المصرفي والاتجاه إلى التعامل بالمشتقات المالية
58	الفرع الثالث: ضرورة الالتزام بمقررات لجنة بازل
58	الفرع الرابع: احتدام المنافسة في السوق المصرفية
58	الفرع الخامس: مشاكل تعرض المصارف للأزمات
59	المطلب الثاني: الآثار الإيجابية للعولمة المالية
60	المطلب الثالث: المخاطر الناجمة عن العولمة المالية
60	الفرع الأول: المخاطر الناجمة عن التقلبات الفجائية في رأس المال
61	الفرع الثاني: مخاطر التعرض لمضاربات مدمرة
61	الفرع الثالث: مشاكل هروب الأموال الوطنية للخارج
62	الفرع الرابع: مشكلة السيادة الوطنية في مجال السياستين النقدية والمالية
63	الفرع الخامس: تزايد مخاطر أنشطة غسل الأموال
64	خلاصة الفصل الثاني
65	الفصل الثالث: مخاطر عولمة سوق المال السعودي
66	تمهيد
67	المبحث الأول: السوق المالية السعودية
67	المطلب الأول: نشأة وتطور السوق المالية السعودية.
67	الفرع الأول: نبذة تاريخية عن السوق
68	الفرع الثاني: خصائص السوق السعودية
72	المطلب الثاني: الإطار التشريعي والتنظيمي للسوق السعودية
72	الفرع الأول: نظام السوق المالية
73	الفرع الثاني: البنية التنظيمية للسوق السعودية
74	الفرع الثالث: اللوائح التنفيذية للسوق السعودية
75	المطلب الثالث - المؤشر العام للسوق "TASI" و الأدوات الاستثمارية السائدة فيه
75	الفرع الأول: المؤشر العام لسوق الأسهم السعودية
77	الفرع الثاني: الأدوات الاستثمارية السائدة في السوق
78	المبحث الثاني: تقييم أداء السوق المالية السعودية
78	المطلب الأول: تطور أداء السوق المالية السعودية
79	الفرع الأول: أداء سوق الأسهم السعودية للفترة من 2008 إلى 2017
81	الفرع الثاني: انعكاس الأزمة المالية العالمية على السوق السعودية

فهرس المحتويات

82	الفرع الثالث: نشاط سوق الأسهم السعودية (السوق الموازية - نمو)
84	المطلب الثاني: أثر الانفتاح المالي على مؤشرات أداء السوق
84	الفرع لأول: حجم السوق المالي السعودي قياسا بعدد الشركات المدرجة
85	الفرع الثاني: مؤشر القيمة السوقية
87	الفرع الثالث: مؤشر سيولة السوق المالي السعودي
88	الفرع الرابع: مشاركة الأجانب في السوق المالية السعودية
91	المبحث الثالث: الآثار المترتبة على انفتاح السوق أمام المستثمرين الأجانب
91	المطلب الأول: أهم إنجازات هيئة السوق المالية خلال عام 2017 م لتحقيق رؤية المملكة 2030
93	المطلب الثاني: الآثار المترتبة عن انفتاح سوق المال السعودي
94	المطلب الثالث: المخاطر المحتملة لعولمة سوق المال السعودي
96	خلاصة الفصل الثالث
98	الخاتمة العامة .
102	قائمة المراجع .
108	فهرس الجداول والأشكال