

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم: العلوم الاقتصادية
العنوان:

دور السياسة الاقتصادية في تفعيل الأسواق المالية العربية

- دراسة حالة السوق المالي السعودي للفترة 2004-2015 -

مذكرة مقدّمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص: نقود ومالية دولية

إشراف الأستاذ:

إعداد الطالبتين:

*بوحبل عز الدين

➤ مانع هدى

➤ مانع سارة

أعضاء لجنة المناقشة:

رئيساً	جامعة جيجل	الأستاذ: عيان حكيم
مشرفاً ومقرراً	جامعة جيجل	الأستاذ: بوحبل عز الدين
مناقشاً	جامعة جيجل	الأستاذ: بن شوفي نور الدين

السنة الجامعية: 2015 - 2016

شكر وتقدير

الحمد لله الذي علم الإنسان بعد ظلال ووفقه بعد غفلة والصلاة والسلام على
الحبيب المصطفى محمد وعلى آله وصحبه وسلم، أما بعد حمدا لله سبحانه وتعالى والثناء عليه على
مونه في إنجاز هذا البحث المتواضع وعلى رسوله أزكى صلاة وأفضل سلام، يطيب لنا أن نعتزفه
بالفضل لأمله، فننتقد به خالص الشكر والتقدير والعرفان إلى: الأستاذ "بوحمل عز الدين" على
دعمه وتشجيعه وتوجيهاته وإرشاداته القيمة التي شملت جميع جوانب البحث، وعلى مساعدته لنا
في التغلب على كل العقبات.

كما نتقدم بشركنا إلى كل أستاذتنا في كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
وأخيرا نتقدم بالشكر والتقدير لكل الذين مدوا لنا يد العون والمساعدة والتشجيع وشاركونا
الحمد من قريب أو من بعيد وما توفيقنا إلا بالله عليه توكلنا وإليه ننتج والله ولي ذلك ومولاه،
والحمد لله رب العالمين.

الصفحة	فهرس المحتويات
VII-VI	قائمة الجداول والأشكال.....
أ-هـ	مقدمة
	الفصل الأول: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية
07	تمهيد
08	المبحث الأول: عموميات حول الأسواق المالية
08	المطلب الأول: ماهية الأسواق المالية
08	الفرع الأول: نشأة وتطور الأسواق المالية
09	الفرع الثاني: مفهوم الأسواق المالية
09	الفرع الثالث: وظائف الأسواق المالية والمتدخلون فيها
11	المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية وعملياتها.....
12	الفرع الأول: أنواع الأسواق المالية.....
16	الفرع الثاني: عمليات الأسواق المالية.....
17	الفرع الثالث: أوامر الأسواق المالية.....
19	المطلب الثالث: أدوات الأسواق المالية.....
19	الفرع الأول: أدوات سوق رأس المال.....
25	الفرع الثاني: أدوات سوق النقد.....
26	المطلب الرابع: كفاءة الأسواق المالية
27	الفرع الأول: مفهوم مؤشرات الأسواق المالية
28	الفرع الثاني: مفهوم كفاءة الأسواق المالية
31	الفرع الثالث: متطلبات كفاءة الأسواق المالية
31	الفرع الرابع: صيغ كفاءة الأسواق المالية.....
32	الفرع الخامس: علاقة التحليل الفني والتحليل الأساسي بكفاءة الأسواق المالية
36	المبحث الثاني: واقع الأسواق المالية العربية.....
36	المطلب الأول: نشأة الأسواق المالية العربية وخصائصها الأساسية
36	الفرع الأول: نشأة الأسواق المالية العربية.....
37	الفرع الثاني: الخصائص الأساسية للأسواق المالية العربية
38	الفرع الثالث: دوافع نشاء وأسباب ضعف الأسواق المالية العربية.....
40	المطلب الثاني: أداء الأسواق المالية العربية.....

40	الفرع الأول: مؤشراسواق المالية العربية.....
44	الفرع الثاني: أداء الأسواق المالية العربية خلال الفترة 2005-2015.....
46	الفرع الثالث: انفتاح الأسواق المالية العربية.....
47	المطلب الثالث: آليات وإجراءات تأهيل الأسواق المالية العربية
47	الفرع الأول: إجراءات تأهيل الأسواق المالية العربية
48	الفرع الثاني: السوق العربية الموحدة ودعائم تنشيطها
52خلاصة الفصل
	الفصل الثاني: فعالية السياسة الاقتصادية في تطوير أداء الأسواق المالية.
54 تمهيد
55المبحث الأول: ماهية السياسة الاقتصادية.....
55	المطلب الأول: مفهوم السياسة الاقتصادية.....
55	الفرع الأول: تعريف السياسة الاقتصادية
55	الفرع الثاني: أهداف السياسة الاقتصادية.....
58	المطلب الثاني: آليات السياسة الاقتصادية.....
59المبحث الثاني: ماهية السياسة النقدية.....
59	المطلب الأول: مفهوم السياسة النقدية.....
59	الفرع الأول: تعريف السياسة النقدية.....
60	الفرع الثاني: أهداف السياسة النقدية
62	المطلب الثاني: أدوات السياسة النقدية.....
63	الفرع الأول: الأدوات الكمية
64	الفرع الثاني: الأدوات الكيفية.....
65	المطلب الثالث: علاقة السياسة النقدية بالسياسة الاقتصادية
65	الفرع الأول: كمية النقود ومستوى النشاط الاقتصادي.....
65	الفرع الثاني: السياسة النقدية وسياسة التوازن الاقتصادي.....
66المبحث الثالث: ماهية السياسة المالية.....
66	المطلب الأول: مفهوم السياسة المالية.....
66	الفرع الأول: تعريف السياسة المالية.....

67	الفرع الثاني: أهداف السياسة المالية.....
67	المطلب الثاني: أدوات السياسة المالية.....
68	الفرع الأول: الإيرادات العامة
71	الفرع الثاني: النفقات العامة.....
73	الفرع الثالث: الموازنة العامة
75	المطلب الثالث: علاقة السياسة المالية بالسياسة الاقتصادية
76	المبحث الرابع: فعالية السياسة النقدية والمالية على أداء الأسواق المالية
76	المطلب الأول: فعالية السياسة النقدية على أداء الأسواق المالية
76	الفرع الأول: فعالية سعر الفائدة
78	الفرع الثاني: السياسة النقدية وسوق السندات
79	الفرع الثالث: فعالية سعر الصرف.....
79	المطلب الثاني: فعالية السياسة المالية على أداء الأسواق المالية
79	الفرع الأول: السياسة المالية وسوق رأس المال
80	الفرع الثاني: السياسة المالية وسوق السندات
81	المطلب الثالث: تأثير السياسة النقدية والمالية على أداء الأسواق المالية العربية
81	الفرع الأول: تأثير السياسة النقدية على أداء الأسواق المالية العربية
83	الفرع الثاني: تأثير السياسة المالية على أداء الأسواق المالية العربية
85	خلاصة الفصل
	الفصل الثالث: فعالية السياسة الاقتصادية في تنشيط السوق المالي السعودي
87	تمهيد
88	المبحث الأول: مفاهيم عامة حول السوق المالي السعودي
88	المطلب الأول: نشأة وتطور السوق المالي السعودي
88	الفرع الأول: لمحة تاريخية عن السوق المالي السعودي
90	الفرع الثاني: خصائص وأهداف السوق المالي السعودي
90	المطلب الثاني: الإطار التنظيمي للسوق المالي السعودي
90	الفرع الأول: الهيكل التنظيمي للسوق المالي السعودي
92	الفرع الثاني: شروط إدراج الشركات في السوق المالي السعودي.....
93	الفرع الثالث: المتعاملون في السوق المالي السعودي

93	المطلب الثالث: تطور أداء السوق المالي السعودي خلال الفترة 2004-2015.....
94	الفرع الأول: المؤشر العام للسوق المالي السعودي
96	الفرع الثاني: نشاط السوق المالي السعودي خلال الفترة 2004-2015.....
104	المبحث الثاني: السياسة الاقتصادية في المملكة العربية السعودية
104	المطلب الأول: السياسة النقدية في المملكة العربية السعودية.....
104	الفرع الأول: اتفاقية إعادة الشراء
106	الفرع الثاني: الاحتياطي القانوني.....
106	الفرع الثالث: أسعار الفائدة
107	المطلب الثاني: السياسة المالية في المملكة العربية السعودية.....
108	الفرع الأول: الإيرادات العامة
109	الفرع الثاني: النفقات العامة
110	الفرع الثالث: الموازنة العامة
112	المبحث الثالث: تأثير المؤشرات النقدية والمالية على السوق المالي السعودي
112	المطلب الأول: علاقة بعض مؤشرات السياسة النقدية بالسوق المالي السعودي
112	الفرع الأول: تأثير سعر الفائدة على أداء السوق المالي السعودي
114	الفرع الثاني: تأثير التضخم على أداء السوق المالي السعودي
116	الفرع الثالث: تأثير متوسط سعر الصرف على أداء السوق المالي السعودي.....
118	المطلب الثاني: تأثير الإنفاق الحكومي والإيرادات على السوق المالي السعودي.....
123	خلاصة الفصل
125	الخاتمة
130	قائمة المراجع

يستقطب موضوع الأسواق المالية حيزا متزايدا من اهتمام صانعي السياسة ومتخذي القرار في معظم بلدان العالم، وذلك لاتساع حجم تلك الأسواق وزيادة حجم معاملاتها وارتفاع حدة المنافسة بينها، لما تؤديه هذه الأسواق من دور مهم في حشد المدخرات وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي وزيادة وتيرة نموه، لذا أضحت التركيز عليها مطلبا عالميا انخرطت فيه البلدان المتقدمة والنامية على حد سواء، ناهيك عن الانفتاح المضطرب لاقتصاديات العالم على بعضها البعض وظهور العولمة والتجارة الالكترونية، والتي شكلت بمجملها تحديا جديدا حتم على متخذي القرار العام والخاص إدراكه والإلمام بوسائل وتقنيات الاستفادة من الفرص، وفي ذات الوقت التحوط وحماية المكتسبات من المخاطر التي تفرضها تلك التحديات.

وتعتبر الأسواق المالية في كثير من الدول العربية حديثة في حد ذاتها، وحتى الأسواق المالية العربية التي يرجع إنشاؤها لفترة ما قبل الاستقلال (تونس، المغرب، مصر) لم يبرز دورها إلى حيز الوجود ويتخذ المكان المنوط به ضمن النظم المالية المحلية إلا مؤخرا. وعلى الرغم من أن الوعي بفرص الاستثمار في الأوراق المالية أخذ بالتطور التدريجي في كافة الدول العربية إلا أنه لم يتبلور بعد في شكل قاعدة متنامية وواعية وملتزمة من المستثمرين إلا في قلة من الدول، أمام كل هذه العوائق تصبح الحاجة جد ملحة لتطوير الأسواق المالية العربية، ولتحقيق ذلك سعت الدول العربية لتكثيف جهودها لتحقيق الربط والتكامل لهذه الأسواق وفتحها على التداول الإقليمي، إضافة إلى محاولة انتهاج سياسة اقتصادية تتماشى مع الوضع الحالي، مما يمكنها من تطوير أسواقها وفتحها على العالم، حيث تعتبر هذه الأخيرة أحد أهم مكونات النظام المالي، وذلك عبر تقسيماتها المختلفة.

وقد سعت المملكة العربية السعودية جاهدة لتطوير السوق المالية من أجل مواكبة الأسواق المالية في الدول المتقدمة وذلك من خلال تحسين سياستها الاقتصادية وتوفير الظروف اللازمة لاستقطاب المستثمرين.

1- إشكالية البحث:

وعلى هذا الأساس فإن السؤال الجوهرى الذي تحاول هذه الدراسة الإجابة عليه يمكن صياغته على النحو التالي:

ما هو الدور الذي تلعبه السياسة النقدية والمالية في تفعيل الأسواق المالية العربية؟ وما هو تأثيرها على السوق المالي السعودي؟

ويترتب على هذا التساؤل التساؤلات الفرعية التالية:

- ما هي الجوانب النظرية والفنية لإقامة الأسواق المالية؟
 - ما هو واقع الأسواق المالية العربية؟
 - كيف تساهم أدوات السياسة النقدية والمالية في تنشيط الأسواق المالية العربية؟
 - ما مدى تأثير معدلات الفائدة على أداء السوق المالي السعودي؟
 - ما مدى تأثير الإنفاق الحكومي على أداء السوق المالي السعودي؟
- 2- فرضيات البحث:**

للإمام بموضوع الدراسة تم ضبط الفرضيات التالية:

- يمكن للتشريعات واللوائح المنظمة للأسواق المالية أن تنشئ سوق مالي فعال؛
 - يعود تخلف الأسواق المالية العربية إلى حداثة نشأتها مما يتطلب فترة زمنية متوسطة أو طويلة لاستكمال بناء أطرها التشريعية والتنظيمية؛
 - إن للسياسات النقدية والمالية تأثيراً في مؤشرات أداء السوق المالية العربية؛
 - تعتبر سياسة سعر الفائدة أداة فعالة ومؤثرة على أداء السوق المالي السعودي؛
 - يعتبر الإنفاق الحكومي عنصر محفز لزيادة حجم التداول في السوق المالي السعودي.
- 3- أهمية البحث:**

يستمد هذا البحث أهمية من كونه يعالج موضوعاً من المواضيع المهمة المرتبطة بالأسواق المالية، وهذا من خلال تسليط الضوء على السياسات الاقتصادية والدور الذي تلعبه باعتبارها وسيلة وآلية هامة في تنشيط السوق المالي، مركزين في دراستنا على حالة السوق المالي السعودي.

4- الهدف من البحث:

- محاولة فهم آلية عمل السوق المالي؛
- التعرف على الأسواق المالية العربية مع التطرق إلى إجراءات تأهيلها؛

- التعرف على واقع السياسات النقدية والمالية فيالدول العربية وتأثيرها على الأسواق المالية من خلال التعرف على أهم المؤشرات النقدية والمالية؛
- تبيان أي متغير من متغيرات السياسة النقدية والمالية الأكثر تأثيرا في أداء السوق المالي السعودي، والذي بدوره يكشف عن أي سياسة أكثر فعالية.

5- دوافع اختيار الموضوع:

- الأهمية الكبرى التي تلعبها الأسواق المالية؛
- كون السياسة الاقتصادية أضحت من الروافد الحديثة للسوق المالية؛
- معرفة الدور الذي تلعبه السياسة الاقتصادية في تطوير الأسواق المالية العربية ومعرفة المعوقات التي تعاني منها، وإلى أي مدى تستطيع التأثير فيها والنهوض بها.

6- منهج الدراسة:

لقد إعتدنا على المنهج الوصفي والتحليلي بناءا على التساؤلات والفرضيات التي وضعناها، حيث تعتمد الدراسة على المنهج الوصفي في الجزء النظري من خلال عرض الجوانب النظرية والفنية للأسواق المالية، الكفاءة ومؤشرات هذه الأسواق، كما تم التعرض إلى مختلف جوانب الأسواق المالية العربية، أسباب الضعف و إجراءات تأهيلها.

واتبعنا المنهج التحليلي من خلال تحليل البيانات والجداول المتاحة الخاصة بأداء السوق المالي في المملكة العربية السعودية خلال الفترة [2004-2015]، والتطرق إلى الاقتصاد السعودي من خلال التعرف على السياسة الاقتصادية المطبقة فيه ومدى تأثيرها على سوقها المالي.

7- صعوبات البحث:

لقد واجهتنا عدة صعوبات أين تمثلت في نقص المراجع المتخصصة في معالجة موضوع السياسات الاقتصادية وتأثيرها على السوق المالي السعودي بالإضافة إلى ضيق الوقت واتساع الموضوع وتشعبه.

8- هيكل الدراسة:

لتحقيق أهداف الدراسة وفي ظل الفرضيات الموضوعية لها تم تقسيم الدراسة على مقدمة وثلاثة فصول، تناول الفصل الأول مفاهيم عامة حول الأسواق المالية، ونظم بثلاثة مباحث، الأول تناول عموميات

حول الأسواق المالية وأنواعها، عملياتها وأدواتها بالإضافة إلى دراسة متطلبات كفاءتها. في حين تناول المبحث الثاني واقع الأسواق المالية العربية، بالإضافة إلى آليات وإجراءات تأهيلها.

واختص الفصل الثاني بدراسة فعالية السياسة الاقتصادية في تطوير أداء الأسواق المالية وجاء تفصيلاً بأربعة مباحث، حيث تناول الأول دراسة ماهية السياسة الاقتصادية متضمناً المفهوم والآليات، والثاني سلط الضوء على ماهية السياسة النقدية، المفهوم والأدوات، في حين تناول المبحث الثالث السياسة المالية، المفهوم والأدوات، أما المبحث الرابع فتناول فعالية السياسة النقدية والمالية على الأسواق المالية بصفة عامة والأسواق العربية بصفة خاصة.

وقد جاء العمل مركزاً في الجانب التطبيقي في الفصل الثالث على معرفة تأثير السياسة النقدية والمالية في السوق المالي السعودي، إذ تضمن هذا الفصل ثلاث مباحث تمحور الأول في دراسة عامة حول السوق المالي السعودي، أما المبحث الثاني فتناول السياسة الاقتصادية في السوق المالي السعودي، في حين تعرض المبحث الثالث إلى مدى تأثير المؤشرات النقدية والمالية على أداء السوق المالي السعودي.

وختاماً لهذه الدراسة جاءت الاستنتاجات ومن تم التوصيات التي استطاع الباحث التوصل إليها وهنا لابد من الإشارة إلى الحافز الأساسي الذي دفع الباحث للخوض في غمار هذا الموضوع على الرغم من معرفته المسبقة بالمصاعب والمعوقات التي سيواجهها، وذلك الحافز هو أهمية العلاقة ما بين المتغيرات النقدية والمالية ومؤشرات السوق المالية، ما تلعبه هذه الأخيرة من دور في تحريك النشاط الاقتصادي.

9- حدود الدراسة:

تناولنا في هذا البحث دراسة دور السياسة الاقتصادية في تفعيل الأسواق المالية العربية، إذ تم التركيز على مدى تأثير مؤشرات السياسة النقدية والمالية على أداء السوق المالي السعودي كإطار مكاني، وتم اختيار الفترة من 2004 إلى 2015 كبعد زمني.

10- الدراسات السابقة:

أ- بوكساني رشيد "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها" أطروحة دكتوراه تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006.

حيث تطرقت هذه الدراسة إلى الملامح الأساسية للأسواق المالية، ومعرفة مدى كفاءتها، إلى جانب ذلك معرفة تأثير العولمة على أدائها، كما تطرق إلى الأسواق المالية العربية، كفاءتها، سبل تفعيلها وتطويرها وقد أكد الباحث من خلال دراسته على ضرورة توفر الأطر التشريعية والتنظيمية بما يتناسب مع التشريعات والتنظيمات القانونية للأسواق المالية الفعالة من أجل تطوير هذه الأسواق، واستنتج أن عدم كفاءة الأسواق المالية العربية يعود إلى عدم توفر المعلومات.

ب- دراوسي مسعود" السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي حالة الجزائر 1990-2004"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006.

حيث حاول الباحث الإلمام بالموضوع من خلال التطرق إلى أثر السياسة المالية على التوازن الاقتصادي، فقد تمكن من الوصول إلى أن الإيرادات في الجزائر تعتمد اعتماد شبه كلي على الإيرادات البترولية مما جعل الجزائر وباعتبارها دراسة الحالة تعتمد في إيرادات الميزانية على الجباية البترولية، هذا ما جعل الاقتصاد الجزائري يظل رهين التغيرات الخارجية وخاصة المتعلقة بسعر النفط وسعر الصرف.

ج- حوحو فطوم "سياسات تفعيل الأسواق المالية العربية دراسة حالة السوق المالي السعودي"، أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2015.

حاولت من خلال هذه الدراسة الإلمام بالأطر النظرية للأسواق المالية العربية وأسباب ضعفها، بالإضافة إلى التعرف على السياسات الاقتصادية متخذة السوق المالي السعودي كدراسة حالة لها.

وقد خلصت الدراسة إلى أن لمؤشرات السياسة النقدية والمالية تأثيرا على أداء السوق المالي السعودي، إلا أن هذا التأثير يرتبط بمدى قدرة المملكة على التحكم في كل مؤشر من مؤشراتهما.

وتأتي دراستنا الحالية كإضافة للدراسات السابقة، حيث سنحاول من خلالها معرفة التأثير الذي يمكن أن تحدثه مؤشرات السياسة النقدية والمالية على أداء الأسواق المالية العربية بصفة عامة وعلى أداء السوق المالي السعودي بصفة خاصة باعتباره من الأسواق الأولى الناشئة عربيا.

تمهيد:

تعتبر الأسواق المالية الوجه الحضاري لاقتصاديات الدول المتطورة، إذ ارتبط تطور هذه الأسواق بالتطور الاقتصادي والصناعي لها، فهي المؤشر الاقتصادي الذي يعبر عن مدى تطور البلد أو تخلفه، ولهذه الأسواق الدور الفعال في عملية تمويل النشاط الاقتصادي، حيث تلعب دور الوسيط بين وحدات الفائض ووحدات العجز.

ولهذا تسعى الدول العربية كغيرها من دول العالم إلى تطوير أسواقها المالية، من خلال انتهاج مجموعة من الإصلاحات لمواكبة الأسواق المالية العالمية.

المبحث الأول: عموميات حول الأسواق المالية

تبرز أهمية الأسواق المالية في كافة الدول حالياً، سواء كانت دول متقدمة أو نامية، وتتسع عمليات التعامل في هذه الأسواق نتيجة الحاجة للتمويل الذي تسهم هذه الأسواق بتوفيره من ناحية، ونتيجة لتوفير موارد مالية يتم استخدامها من خلال هذه الأسواق للحصول على عائد من ناحية أخرى.

المطلب الأول: ماهية الأسواق المالية

قبل التطرق إلى مفهوم الأسواق المالية ووظائفها لابد من التطرق في البداية إلى ظروف نشأتها وتطورها التاريخي.

الفرع الأول: نشأة وتطور الأسواق المالية

مرت فكرة الأسواق المالية في نشأتها بجملة من المراحل وهي:⁽¹⁾

المرحلة الأولى: وهي المرحلة التي تمثل بدايات مراحل تطور الأسواق المالية النقدية، والتي تتضمن وجود عدد محدود من البنوك الخاصة والصارفة.

المرحلة الثانية: وهي المرحلة التي ارتبطت بالتطور الذي تحقق في المرحلة الأولى، حيث أن ظهور البنوك والصارفة فرض الحاجة إلى ظهور السلطات النقدية المركزية (البنوك المركزية) من أجل العمل على تنظيم عمل المصارف التجارية والسيطرة عليها وتوجيهها بعد أن كانت هذه المصارف حرة في المرحلة الأولى.

المرحلة الثالثة: تميزت هذه المرحلة بظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط الأجل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية، وبنوك التنمية والاستثمارات.

المرحلة الرابعة: تميزت هذه المرحلة بتنوع وتوسع الوسائل والأدوات الجديدة المستخدمة في الأسواق المالية والنقدية، وبشكل خاص الأوراق المالية والنقدية كشهادات الإيداع القابلة للتداول وغيرها، وهذا دليل على بداية ارتباط الأسواق النقدية بالأسواق المالية واندماجها.

(1) فليح حسن خلف، الأسواق المالية النقدية، جدار للكتاب العالمي، عمان، 2006، ص 18.

المرحلة الخامسة: تضمنت هذه المرحلة استمرار الاندماج بين الأسواق المالية والأسواق النقدية، سواء كانت محلية أو دولية نتيجة زيادة العلاقات الاقتصادية بين الدول وزيادة ارتباط هذه الأسواق ببعضها البعض في الدول المختلفة.

الفرع الثاني: مفهوم الأسواق المالية

التعريف الأول: السوق المالية هي همزة وصل بين الادخار والاستثمار من خلال عدة أدوات ومؤسسات متخصصة، فهي تهيئ الفرصة للأرصدة الفائضة عن حاجة مالكيها لكي توضع في متناول أيدي الباحثين عنها⁽¹⁾.

التعريف الثاني: يقصد بالسوق المالية إذا نطق بدون تحديد إلى سوق الأوراق المالية من الأسهم والسندات ويطلق عليه مصطلح البورصات، وهناك مفهوم آخر يشمل المؤسسات المالية التي تتعامل في الاقراض طويل الأجل فقط، غير أن المفهوم المقبول للسوق المالية هو الذي يتضمن أيضا جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة بالإضافة إلى سوق النقد⁽²⁾.

التعريف الثالث: كما يعرف أيضا على أنه "السوق التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء، في المكان الذي يلتقي فيه المتعاملون بهذه الأوراق في إطار منظم وإجراءات عمل محددة"⁽³⁾.

من خلال التعاريف السابقة نلاحظ أن السوق المالي بمفهومه الضيق يتضمن فقط سوق الأوراق المالية غير أنه في الحقيقة أشمل من ذلك فهو سوق التمويلات القصيرة والمتوسطة والطويلة الأجل.

الفرع الثالث: وظائف الأسواق المالية والمتدخلون فيها

أولاً: وظائف الأسواق المالية

تقوم الأسواق المالية بمجموعة من الوظائف نذكر منها:⁽⁴⁾

(1) زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان ، 1998، ص 124.

(2) المرجع نفسه، الصفحة نفسها.

(3) Jacquillant. Bertrand, solinique. Bruno, **Marches financiers : gestion de porte feuilles et des risques**, Edition Dunad, 4^{ème} édition, paris, 2002, P 7.

(4) زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2007، ص ص 10، 09.

- تشجيع الأفراد والمؤسسات على الادخار: نتيجة ما تقدمه من فرص لتحقيق عوائد من وراء توظيف هذه المدخرات؛
- تسهيل الحصول على السيولة: تمكن الأسواق المالية من تحويل الاستثمارات من أسهم وسندات إلى سيولة جاهزة بسرعة من خلال التخلص منها بالبيع؛
- تسهيل المدفوعات: حيث أن بعض أدوات السوق المالي يمكن استخدامها كوسيلة للدفع وتسوية المعاملات أو إبراء الذمم؛
- المحافظة على الثروة وتنميتها: إن الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي لا تستهلك أو تتآكل بمرور الزمن بل إنها على العكس تولد أرباحاً وبذلك فإنها تساعد على نمو ثروة من يكتنيها؛
- تقديم المعلومات المالية: سواء للأفراد أو المشاريع التي تتعلق بالأصول المالية المختلفة المتوفرة في السوق المالي، إضافة إلى المعلومات المتعلقة بالوضع المالي للشركات وبالتالي تقل تكلفة الحصول على هذه المعلومات؛
- المساعدة في عملية التنمية: فهي تساعد على عملية التنمية من خلال توفير التمويل اللازم أو تكون في نفس الوقت مؤشر للأحوال الاقتصادية ومرآة عاكسة لما يحدث في الاقتصاد؛⁽¹⁾
- المساعدة على تنفيذ السياسات النقدية: وذلك من خلال تدخل البنك المركزي، حيث يستعمل البنك المركزي أسلوب عمليات السوق المفتوحة وهنا قد يقوم بمكافحة التضخم عن طريق سحب جزء من الكتلة النقدية من بين أيدي الجمهور والبنوك أو مكافحة الركود عن طريق ضخ السيولة في الاقتصاد.⁽²⁾

ثانياً: المتدخلون في الأسواق المالية

يتكون السوق المالي من ثلاث أركان أساسية هي:⁽³⁾

- أ- فئة المقرضين أو المستثمرين: تعتبر هذه الفئة مصدر الأموال المستثمرة في السوق المالي، وتشمل الأفراد والمؤسسات التي تزيد دخولها النقدية عن احتياجاتها الاستهلاكية فتتربح في توظيف مدخراتها في السوق المالي، إما في عمليات إقراض مباشر أو في المتاجرة بالأوراق المالية.

(1) عبد النافع الزرري، غازي فرح، الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار وائل للطباعة والنشر، الأردن، 2001، ص ص 22، 23.

(2) زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سابق، ص 10.

(3) رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المعزز للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص 11.

وقد تكون هذه الفئة بنوك تجارية متخصصة، شركات تأمين وشركات استثمار.

ب- فئة المقترضين أو المصدرين: تشمل هذه الفئة الأفراد والمؤسسات التي تقل دخولهم النقدية عن احتياجاتهم من الأموال، ويمكن الحصول على الأموال في السوق المالي إما بطريقة الاقتراض المباشر أو عن طريق إصدار الأوراق المالية، وإذا اتخذ القرض الصورة المباشرة لابد من إثبات ذلك في العقد المبرم ما بين المقرض والمقترض، أما إذا كان الإصدار غير مباشر فقد يتخذ صورة السندات أو الأسهم.

ج- الوسطاء: يقوم الوسطاء في السوق المالي بدور حلقة الوصل بين جمهور المستثمرين في الأوراق المالية من جهة والجهات المصدرة للأوراق المالية من جهة أخرى، ويقوم بدور الوسيط عادة شخص طبيعي أو معنوي بشرط أن يكون مرخصا بموجب قانون السوق المالي، وتضم فئة الوسطاء في العادة ثلاث مجموعات وهي:

ج-1- السماسر: يتولى عملية شراء وبيع الأوراق المالية لصالح عملائه مقابل عمولة كما يمكنه القيام بعمليات البيع والشراء لحسابه الخاص⁽¹⁾.

ج-2- صانع السوق: يقوم بعدة عمليات (بيع وشراء) على الأوراق المالية حتى تصبح أوامر العملاء قابلة للتنفيذ لذلك يدعى بصانع السوق، فهو يقوم بعملية السمسرة وتجارة الأوراق المالية ويتحمل مخاطرها ويختلف عن السماسرة الذين يقومون بعمليات لصالح الغير فقط دون أن يتحملون أي مخاطر.

ج-3- المتخصصون: هم أعضاء في البورصة يعملون على إيجاد أسواق عادلة ومنظمة وبالتالي فمهمتهم الأساسية الحفاظ على استقرار السوق، ويتم تعيينهم من بين السماسرة وذلك بموافقة لجنة عمليات البورصة⁽²⁾.

المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية وعملياتها

تعتبر الأسواق المالية الحيز الذي يجمع بائع الورقة المالية بمشتريها وذلك من خلال سوقها، وتتم العمليات فيها وفقا لأدوات كل أداة تكون لها علاقة بالسوق الذي تنتمي إليه.

(1) صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية (علميا، عمليا)، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000، ص 32.

(2) محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة (أسهم، سندات، أوراق مالية)، دار الجامعة للنشر والتوزيع، 2006، ص 62.

الفرع الأول: أنواع الأسواق المالية

إن هيكل السوق المالي هو مجموعة المؤسسات أو القنوات التي تتناسب فيها رؤوس الأموال الفائضة من الأفراد والمؤسسات في المجتمع وفقا لسياسة معينة، إلى من هم في حاجة إلى هذه الأموال لفترة من الوقت عن طريق الوسطاء الماليين ويشمل السوق المالي ما يلي:

أولاً: سوق رأس المال

هو ذلك السوق الذي يتم فيه تداول أدوات الاستثمار المالي طويلة الأجل كالأسهم والسندات، وتكمن أهمية هذا السوق في تشجيع الاستثمار الرأسمالي وتقدم تمويل طويل الأجل إلى مشاريع تحتاج إلى فترة طويلة وينقسم إلى:

أ- **الأسواق الحاضرة (الفورية):** هي عبارة عن تلك الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية بصورة فورية،⁽¹⁾ وهي بدورها تضم كلا من:⁽²⁾

أ-1- **السوق الأولية:** يتعامل هذا السوق في الأوراق المالية طويلة الأجل التي تصدرها المؤسسات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال، لتمويل احتياجاتها المالية، وتتمثل الإصدارات في هذا السوق في الأسهم التي تطرح عند تأسيس شركات المساهمة أو عند زيادة رأسمالها، بالإضافة إلى السندات سواء كانت صادرة عن شركات أو عن شخصية من الشخصيات الاعتبارية التي يحق لها الإصدار.

أ-2- **السوق الثانوية:** وفيه يتم تداول الأوراق المالية التي تطرح للاكتتاب للجمهور من خلال سوق الإصدار (الأولي) وفيها يلتقي العرض بالطلب، ويكون بيع الأوراق المالية بهدف الحصول على السيولة أو لإعادة الاستثمار في أوراق مالية بديلة، ويحصل المستثمرون في لأوراق المالية على نفس حقوق بائع الورقة الأصلية⁽³⁾.

(1) رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سابق، ص 21.

(2) محمد صالح الحناوي وآخرون، أسواق المال والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 2.

(3) صلاح الدين حسن السبسي، بورصات الأوراق المالية، الطبعة الأولى، عالم الكتب، القاهرة، 2003، ص 16.

وتنقسم الأسواق الثانوية إلى: (1)

- **أسواق منظمة:** وهي البورصات، والتي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية ويتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة والتي تتحدد أسعارها من خلال المزاد لأن التعامل يجري في مكان محدد.
- **أسواق غير منظمة:** يتعامل هذا السوق خارج السوق المنظمة ويتم تحديد أسعار التعامل بالتفاوض حيث أنه لا يوجد مكان محدد للتعامل وإنما يتم من خلال شبكة اتصالات وهي بدورها تنقسم إلى: (2)
 - **السوق الثالثة:** هي قطاع من السوق غير المنظمة، ويتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة، وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية في تلك الأسواق، وبيوت السمسرة هذه تكون على استعداد لشراء وبيع الأوراق المالية بأي كمية كانت، أما جمهور العملاء في هذه السوق هم المؤسسات الاستثمارية الكبرى كصناديق المعاشات... الخ.
 - **السوق الرابعة:** ويقصد بها المؤسسات الكبرى والأفراد الذين يتعاملون مباشرة فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية بطلبات كبيرة، وتعد كإستراتيجية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة واستبعادهم لتخفيض نفقات الصفقات الكبرى.
- ب- **السوق الآجلة:** هي عبارة عن تلك الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية على أساس تنفيذ مستقبلي.

ثانياً: السوق النقدية

هي مجموعة الأسواق المنظمة للتعامل في أدوات الائتمان ذي الأجل القصير، فهي سوق التعامل بين البنوك الذي يضمن تحقيق التوازن اليومي بين آجال العمليات الدائنة والمدينة للمؤسسات الائتمانية حيث تقوم البنوك بعرض فوائضها لدى هذه السوق، كما تحصل منه على القروض اللازمة استناداً على وضعية احتياطياتها لدى البنك المركزي.

(1) صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص 23.

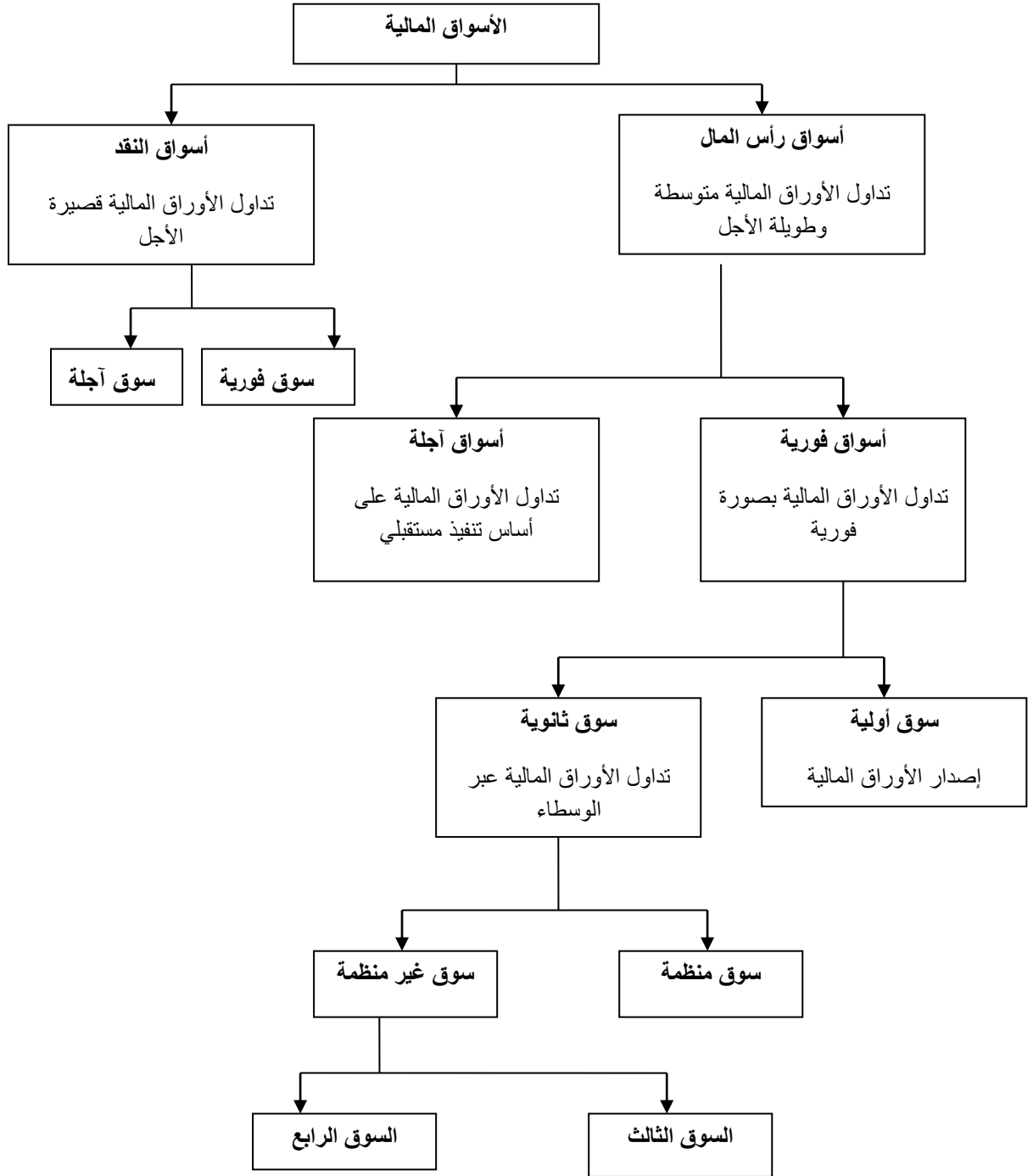
(2) عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 56.

والسوق النقدية بمفهومها الواسع هي سوق العمليات الائتمانية قصيرة الأجل غالباً، والتي تسمح بتدخل مختلف المؤسسات النقدية متمثلة في البنك المركزي والبنوك التجارية، إلى جانب بعض المؤسسات المالية غير البنكية كذلك، كشركات التأمين والخزينة العمومية، مؤسسات التوفير والاحتياط... الخ⁽¹⁾.

والشكل التالي يوضح أنواع الأسواق المالية بشكل مفصل:

(1) حدة رايس، دور السوق النقدية في تأمين سيولة النظام المالي، مجلة العلوم الإنسانية، العدد التاسع، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2006، ص 2.

الشكل رقم (01): أنواع الأسواق المالية



المصدر: من إعداد الطالبتين.

الفرع الثاني: عمليات الأسواق المالية

تقسم العمليات التي تجري في الأسواق المالية حسب الالتزامات الزمنية المترتبة عن الصفقات المبرمة إلى:⁽¹⁾

أولاً: العمليات العاجلة

هي تلك العمليات التي تتعلق بالصفقات التي تنفذ في نفس يوم انعقادها أو مدى زمني قصير جداً، حيث يجري دفع الثمن واستلام الأوراق المالية موضوع الصفقة.

ثانياً: العمليات الآجلة

تتميز بأن دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية لا يتمان عند عقد الصفقة بل بعد فترة تعين مسبقاً تدعى موعد التصفية وتجرى هذه التصفية عادة مرة في كل شهر وذلك قبل آخر جلسة من جلسات البورصة.

ومن أهم العمليات التي يجري التعامل بها في السوق الآجلة هي:

أ- **العمليات الباتة والقطعية:** هي العمليات التي يحدد تنفيذها بموعد ثابت يسمى "موعد التسوية النهائية" حتى موعد تصفية لاحق، وهي ملزمة التنفيذ حين يحين تاريخ التصفية بسعر الحقيقي لحظة التنفيذ.

ب- **العمليات الآجلة بشرط التعويض:** هي العمليات التي تخول للمتعاملين إما بتنفيذ الصفقة في تاريخ التصفية أو الامتناع عن تنفيذها مقابل تعويض متفق عليه مسبقاً، فالبائع هنا ملزم بالقرار النهائي للمشتري، كما يجب أن تتضمن أوامر البورصة المتعلقة بالعمليات الآجلة بشرط التعويض ثلاث عناصر هي السعر، مقدار التعويض، أجل التصفية.

ج- **البيع الشرطي مع خيار البائع:** في هذا النوع من البيع يحق للبائع تنفيذ الصفقة أو التنازل عنها مقابل دفع تعويض متفق عليه للمشتري، في هذه الحالة يتمتع المشتري بمركز ممتاز بالنسبة للبائع.

(1) شمعون شمعون، البورصة (بورصة الجزائر)، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2005، ص ص 53، 54.

د- العمليات الآجلة بشرط الانتقاء: يتميز هذا النوع في أن المتعاملين لهم الخيار بموجب هذا الشرط في إبرام الصفقة في موعد التصفية بصفتهم مشتريين أو بائعين لأوراق مالية معينة متفق عليها مسبقاً، وتتركز هذه العملية الآجلة على سعرين وللمتعامل الخيار سواء الشراء بالسعر الأعلى أو البيع بالسعر الأدنى.

الفرع الثالث: أوامر الأسواق المالية

أولاً: مفهوم أوامر السوق المالي

يقصد بأمر السوق المالي التوكيل الذي يعطى لأحد الوسطاء لعقد صفقة (بيع أو شراء) للأوراق المالية (أسهم وسندات)، هذا التوكيل عادة يحرر بشكل مكتوب أو بأي وسيلة من وسائل الاتصال المتاحة (الهاتف، الفاكس، الانترنت).

إن كفاءة تنفيذ الصفقة تتحدد بمدى وضوح الأمر الصادر من الزبون، لذا عند تحرير الأمر يجب أن يتضمن الشروط التالية:

- تحديد نوع الورقة موضوع الصفقة؛
- الجهة المصدرة للورقة المالية؛
- السعر وكمية الأوراق المطلوبة؛
- في حالة السندات تحديد تاريخ الإصدار، معدل الفائدة، والأجل ونوع السند؛
- في حالة الأسهم تحديد فيما إذا كان ممتازاً أو عادياً⁽¹⁾.

ثانياً: أشكال أوامر السوق المالي

- أ- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ: بموجب هذا الأمر يحدد الزبون للوسيط السعر الذي يشتري به السهم أو سعر البيع مسبقاً، ومثل هذا السعر يمثل الحد الأدنى في البيع والحد الأعلى في حالة الشراء.
- ب- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ: هي التي يكون فيها الزمن هو الفيصل في تنفيذها وقد تكون مدة الأمر يوماً، أسبوعاً أو شهراً. وقد يكون مفتوحاً لا يوجد تاريخ محدد لتنفيذه.

(1) أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان ، 2004، ص172.

- ج- الأوامر التي تجمع بين وقت وسعر التنفيذ: وفيها يحدد الأمر السعر المعين خلال فترة زمنية معينة، وهي بذلك تجمع بين مزايا الأوامر المحددة لسعر التنفيذ، والأوامر المحددة لوقت التنفيذ⁽¹⁾.
- د- أوامر السوق: يقوم الوسيط بتنفيذ الصفقة بالأسعار السائدة في السوق، هذه الأوامر تقتضي من الوسيط أن يظهر مهارته وكفاءته وأمانته بالحصول على أفضل الأسعار سواء في حالة الشراء أو البيع، وهو أكثر شيوعاً واستخداماً في الأسواق المالية.
- هـ- الأمر بالسعر الأول (سعر الافتتاح): يلزم هذا الأمر الوسيط بتنفيذ الصفقة بأول سعر يظهر على الورقة المالية محل الصفقة.
- و- الأمر بالسعر التقريبي: يعتبر هذا السعر أكثر مرونة بالنسبة للسعر الثابت، إذ يترك الزبون الوسيط حرية تنفيذ الصفقة أعلى بقليل من السعر عند الشراء أو أدنى بقليل من السعر عند البيع.
- ن- الأمر بالسعر الأفضل: يعطي هذا الأمر المرونة والحرية بتنفيذ الصفقة لأن الأمر لا يحدد بدقة السعر في حالة البيع أو الشراء، هنا توقيت الأمر يلعب دور في تحديد السعر الأفضل⁽²⁾.
- ي- أوامر إيقاف الخسائر: إن الهدف من أمر إيقاف الخسائر يتمثل في الحد من الخسائر إذا كان السهم متجهاً للانخفاض حيث يعطي المستثمر أمر إيقاف الخسائر لشركة السمسرة ببيع السهم بالسعر الذي حدده إذا انخفضت أسعار أسهمه على نسبة معينة⁽³⁾.

(1) محمد الصيرفي، البورصات، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص 124.

(2) ارشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 173، 174.

(3) منى قاسم، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية، الطبعة الأولى، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، 2007، ص 122.

المطلب الثالث: أدوات الأسواق المالية

الفرع الأول: أدوات أسواق رأس المال

أولاً: الأسهم

إن الأسهم تشكل الرأسمال المكتتب من قبل المستثمرين والذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة، وبالتالي فإن كلا من الرأسمال المعلن والرأسمال الفعلي والرأسمالي المساهم فيه هي مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للأسهم التي اقتناها المستثمرون،⁽¹⁾ ويوجد نوعان من الأسهم هما: (2)

أ- أسهم عادية: هي وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة، تضمن حقوقاً وواجبات متساوية لمالكها وتطرح على الجمهور للاكتتاب العام في السوق الأولية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة.

أ-1- خصائص الأسهم العادية: يتمتع السهم العادي بمجموعة من الخصائص وهي: (3)

- حق الملكية، حيث يكون المساهم مالكا لجزء من موجودات الشركة وذلك بقدر نسبة مساهمته في الأسهم المعروضة، وهذا الحق يستمر حتى تصفية الشركة؛
- إن أصحاب الأسهم العادية يمتلكون حق الأولوية في الأسهم الجديدة التي يجري عرضها للاكتتاب العام؛
- يحق للمساهمين بيع جزء أو كل الأسهم التي يمتلكونها في السوق الثانوي، غير أنهم في المقابل لا يحق لهم مطالبة الشركة بقيمة هذه الأسهم قبل تصفيتها؛
- يمكن لأصحاب الأسهم العادية المشاركة في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، والتدخل في سياسات الشركة وإجراءاتها الإدارية وينفرد هؤلاء بعضوية المجلس العمومي؛
- لا يوجد للسهم العادي تاريخ استحقاق، وإنما يتم تداوله بيعا وشراء في الأسواق المالية؛
- الأسهم العادية تعطي لحاملها الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة وكذلك الحصول على حصة من صافي أصول الشركة ولكن بعد استيفاء أصحاب الحقوق الأخرى نصيبهم؛

(1) محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، مرجع سابق، ص 78.

(2) هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الصفاء، عمان، 2002، ص 92.

(3) زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سابق، ص 97.

- للسهم العادي قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية.

أ-2- أنواع الأسهم العادية: تنقسم الأسهم العادية حسب عدة معايير إلى ما يلي:⁽¹⁾

- من حيث الشكل:
 - أسهم اسمية: وتصدر باسم صاحب السهم العادي، وبالتالي فإن نقل ملكيتها يتطلب القيد في سجل الشركة المصدرة.
 - أسهم لحاملها: ليست باسم شخص معين وتنتقل ملكيتها من يد إلى يد أخرى بمجرد تداوله أو التنازل عنه لشخص آخر.
- من حيث الحصة المدفوعة:
 - أسهم عينية: وهي تمثل حصة عينية من رأس المال على شل عقار أو آلات أو معدات.
 - أسهم نقدية: وهي التي يدفع مقابل الحصول عليها مساهمة نقدية، إلى جانب الأنواع السابقة ظهرت أنواع مستحدثة من الأسهم العادية وهي:
 - الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: وهي التي ترتبط فيها التوزيعات بكمية الإنتاج أو قيمة الأرباح لقسم معين.
 - الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: وهي التي تخصم فيها التوزيعات من الإيرادات قبل احتساب الضريبة.
 - الأسهم العادية المضمونة: وهي التي تعطي لحاملها الحق في العودة على الشركة المصدرة بالتعويض فيما لو تعرض سعر بيع أسهمها في السوق إلى الانخفاض خلال فترة زمنية معينة.
- ب- الأسهم الممتازة: ويطلق عليها الأوراق المالية الهجينة حيث أنها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات فهي تشبه السندات من حيث أنها تأتي في المرتبة الثانية بعد السندات وقبل الأسهم العادية عند الحصول على العائد الدوري واستيفاء حقوق ملاكها عند تصفية الشركة، كما أنها شأنها شأن السندات يمكن أن تصدر بشروط تكفل استدعائها أو تحويلها إلى أسهم عادية بشروط معينة، وتشبه الأسهم العادية من حيث أنها مستند ملكية له قيمة اسمية وقيمة سوقية يرتبط أجله بوجود واستمرار

⁽¹⁾ فيصل محمود الشواوة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعملية)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2008، ص ص 81،82.

الشركة، كما تشبهها أيضا في أنها تعطي الحق لحاملها الحصول على عائد محدد سنويا إما بنسبة مئوية من القيمة الاسمية أو مبلغ محدد بجانب المبلغ المثبت بشهادة السهم⁽¹⁾.

ب-1- خصائص الأسهم الممتازة: يمكن إيجازها فيما يلي:⁽²⁾

- حق الأولوية في الحصول على الأرباح ونسبة محددة قبل حملة الأسهم العادية؛
- حق الأولوية في الحصول على حصيلة التصفية من الأصول وعلى القيمة الاسمية عند التصفية؛
- حق تجميع الأرباح المقررة من سنة إلى أخرى؛
- حق تحويلها إلى أسهم عادية وحق تحديد المدة الزمنية للوفاء بقيمتها الاسمية؛
- تصدر الأسهم الممتازة بقيمة اسمية مثبتة بشهادة السهم؛
- لا يحق لأصحاب الأسهم الممتازة المشاركة في التصويت أو الترشح لعضوية مجلس الإدارة أو المشاركة في المجلس العمومي أو التدخل في القرارات أو الشؤون الإدارية المختلفة؛
- السهم الممتاز ليس له تاريخ استحقاق، إلا إذا نص قرار الإصدار شروط إضافية⁽³⁾.

ب-2- أنواع الأسهم الممتازة: تقسم الأسهم الممتازة من حيث توزيعات الأرباح إلى الأنواع التالية:⁽⁴⁾

- الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح: وهي الأسهم التي تضمن لصاحبها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن السنوات السابقة التي حققت فيها الشركة أرباح غير أنها لم تقرر توزيعها.
- الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح: وهي الأسهم التي تعطي لحاملها الحق في المشاركة في الأرباح المتبقية بعد أخذ المساهمين النسبة المحددة للأسهم الممتازة من هذه الأرباح.
- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل: وهي الأسهم التي تعطي لحاملها الحق في تحويلها إلى أسهم عادية، وبالذات حين يكون العائد الذي يتحقق للأسهم العادية يفوق العائد الذي يتحقق لحملة الأسهم الممتازة.

(1) عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص 68.

(2) فيصل محمود الشواوة، مرجع سابق، ص 84.

(3) أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 172.

(4) فليح حسن خلف، مرجع سابق، ص 225.

- الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء: وهي الأسهم التي تعطي للشركة المصدرة الحق في إلزام المساهم الذي يحمل هذا النوع من الأسهم بردها للشركة بسعر محدد وعلى مدار فترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار، وغالبا ما يصدر شرط القابلية للاستدعاء مقترنا بشرط القابلية للتحويل إلى أسهم عادية، وذلك على اعتبار شرط القابلية للتحويل من صالح المساهم، في حين يعتبر شرط القابلية للاستدعاء من صالح الشركة.

ثانيا: السندات

أ- **تعريف السندات:** تعرف السندات بأنها " ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول تصدرها الشركة المساهمة العامة وتطرحها للحصول على قرض تتعهد الشركة بموجبهها بسداد القرض وفوائده وفقا لشروط الإصدار"⁽¹⁾.

ب- **خصائص السندات:** كما هو الشأن بالنسبة لبقية الأوراق المالية فإن للسندات خصائص مميزة نذكر أهمها فيما يلي:⁽²⁾

- السندات هي فئة من الأوراق المالية ذات دخل ثابت، إذ تدفع الفوائد لحملة السندات سنويا سواء حققت الشركة أرباحا أو خسائر؛
- السندات هي وثائق تمثل اتفاقا بين الشركة المصدرة (أو الحكومة) وبين المستثمرين تلتزم بمقتضاه الشركة بإرجاع قيمة القرض في فترة محددة على قسيمة السند؛
- يعتبر حامل السند دائئا بالنسبة للشركة فلا يجوز لها أن تعدل التعاقد الذي يربطه بالشركة ولا تغيير ميعاد استحقاق الفوائد؛
- لا يشترك حامل السند في الجمعية العامة للمساهمين ولا يكون لقرارات هذه الهيئات أي تأثير عليه؛
- يترتب على كون السند عبارة عن قرض يقدمه شخص للشركة اشتراك حملة السندات مع الدائنين عند إفلاس الشركة ويأتون قبل حملة الأسهم في استيفاء قيمة سنداتهم عند التصفية؛
- لا يحق لحملة السندات التدخل في الدعاوي القائمة ما بين الشركة والغير ما لم يكونوا حائزين على تأمينات خاصة.

(1) محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2005، ص 98.

(2) جبار محفوظ، الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار هومة للطباعة والنشر، ص 48، 49.

ج- أنواع السندات: يمكن تقسيم أنواع السندات إلى ما يلي:

ج-1- على أساس جهة الإصدار: نجد فيها السندات الحكومية وهي تمثل صكوك مديونية متوسطة وطويلة الأجل، تصدرها الحكومات بهدف الحصول على موارد غير تضخمية لتغطية العجز في الموازنة أو بهدف مكافحة التضخم، كما نجد سندات خاصة التي تصدرها الشركات⁽¹⁾.

ج-2- على أساس الآجال: تقسم إلى سندات قصيرة وطويلة الأجل، فالأولى هي أداة للتمويل القصير الأجل، تتداول في سوق النقد، تتمتع بدرجة عالية من السيولة لانخفاض درجة المخاطرة المرافقة لها، أما الثانية فهي تلك التي تتداول في سوق رأس المال وتصدر بمعدلات فائدة أعلى من السندات القصيرة الأجل⁽²⁾.

ج-3- على أساس المنطقة الجغرافية والأنظمة السائدة: تصنف إلى السندات المحلية والتي تصدر في الدولة التي يقيم فيها المصدر (المقترض) تحت إشراف السلطات المحلية، أما السندات الدولية فهي تصدر عن مقترض أجنبي بغرض بيعها لمستثمرين محليين وتخضع في الغالب للأنظمة والقوانين المعمول بها داخل دولة المقترض.

ج-4- على أساس شكل الإصدار: نجد فيها سندات لحامله وسندات اسمية، فالأولى تنتقل ملكيتها بمجرد الاستلام أما الثاني فهي تحمل اسم مالكها⁽³⁾.

ج-5- على أساس قابليتها للتحويل: نجد فيها القابلة للتحويل والتي تخول لحاملها في تاريخ أو تواريخ محددة آجلة حق تغييرها إلى الأسهم العادية الخاصة بالمصدر نفسه بسعر تحويل محدد مسبقاً، أو أرباح الأسهم حتى يتم التحويل فعلياً، كما نجد سندات غير قابلة للتحويل، تصدر هذه السندات في العادة بمعدل فائدة أعلى من معدل فائدة السندات القابلة للتحويل⁽⁴⁾.

(1) عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 72.

(2) محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص ص 101، 102.

(3) عبد الغفار حنفي، إستراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2007، ص 304.

(4) برايان كويل، نظرة عامة على الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الفاروق للنشر والتوزيع، مصر، 2006، ص 35.

ج-6- على أساس ضمان قرض السندات: نجد فيها سندات مضمونة وهي بدورها تنقسم إلى سندات مضمونة برهن أصول المصدر أو بضمان طرف ثالث. بالإضافة إلى سندات غير مضمونة⁽¹⁾.

ج-7- اتجاهات جديدة في السندات: والتي تتلخص في ما يلي:⁽²⁾

- سندات لا تحمل معدل كيون: تباع بخصم على القيم الاسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند الاستحقاق، كما يمكن بيعها في السوق بالسعر السائد إذا رغب حاملها في التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق.
- سندات ذات معدل فائدة متحرك: وهي نوع استحدث في بداية الثمانينات لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة مما يترتب عليها انخفاض القيمة السوقية للسندات، وعادة يحدد سعر فائدة مبدئي لهذه السندات ويعاد النظر فيه كل ستة أشهر بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة السائدة في السوق.
- سندات ذات الدخل: لا يجوز لحملة هذه السندات المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها المنشأة أرباحاً، ومع هذا فمن الممكن أن ينص في بعض العقود على أن يحصل حامل السند على الفوائد عن سنة لم تتحقق فيها أرباح من أرباح سنة لاحقة.
- السندات المشاركة: تعطي المستثمر الحق ليس فقط في الفوائد الدورية بل وفي جزء من أرباح المنظمة.

ثالثاً: المشتقات المالية:

لقد عرفها بنك التسويات الدولية على أنها عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار الأصل المالي لهذه الأصول، وتعد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري.

(1) أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار العربية للنشر والتوزيع، القاهرة، 1996، ص ص 157، 158.

(2) عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية (بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص ص 261، 262.

وتتضمن المشتقات الأنواع التالية:⁽¹⁾

1- المستقبلات Futures/forwards: هي عقود لبيع أو شراء أصل خلال أو قبل تاريخ الاستحقاق بسعر محدد في الحاضر.

2- الخيارات options: وهي عقود تعطي لمالكها الحق وليس الالتزام بالبيع (خيارات البيع option call) أو الشراء (خيار الشراء put option) وهي محددة بتاريخ استحقاق.

3- المبادلات swaps: هي عقود لتبادل العقد (cash flow) خلال أو قبل تاريخ آجال محددة على أساس قيمة الأصل أو العملة أو السند (معدل الفائدة)، كما يمكن خلق مشتقات أخرى بالتركيب والمزج بين هذه الأنواع.

الفرع الثاني: أدوات سوق النقد

من بين أدواته نجد:

أولاً: أدوات الخزنة

تمثل أوراق حكومية قصيرة الأجل يبلغ أجلها في العادة ثلاثة أشهر، وعند الاستحقاق يتحصل حائزها على القيمة الاسمية للأذن عند تقديمها للبنك المركزي، أما الفائدة فإنها تتمثل في الفرق بين قيمة الشراء وقيمتها عند الاستحقاق⁽²⁾.

ثانياً: قبولات مصرفية

تعد من أقدم الأدوات المعتمدة لتسهيل التبادل التجاري، وتعد وثائق دفع آجلة عند محاولة التجار استيراد سلع معينة من بلد آخر، فتكون هذه القبولات ضماناً على قيمة هذه السلع التي يقوم بتصديرها التجار الأجانب لحين تسليمها إلى المستوردين، وبما أن القبولات المصرفية أداة نقدية قصيرة الأجل فإن فترة تسديدها تحدد عادة ما بين 30 يوماً و 270 يوماً⁽³⁾.

⁽¹⁾ سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص 59.

⁽²⁾ محمد البناء، أسواق النقد والمال (الأسس النظرية والعملية)، دار زهراء الشرق، 1996، ص 112.

⁽³⁾ محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، مرجع سابق، ص 71-73.

ثالثا: شهادات الإيداع القابلة للتداول

يقصد بها تلك الشهادات غير الشخصية التي تصدرها المصارف التجارية، والتي يمكن لحاملها التصرف فيها بالبيع والتنازل، كما يمكن الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق المدون على الشهادة⁽¹⁾.

رابعا: قروض الأرصدة المركزية

هي عبارة عن قروض تتم بين المصارف بعضها البعض لمدة يوم على أساس ودائع هذه المصارف لدى المصرف المركزي.

خامسا: الأوراق التجارية

هي أداة دين قصيرة الأجل (الكمبيالات والسندات الأذنية) تصدرها وتبيعها البنوك الكبيرة والشركات ذات السمعة الحسنة.

سادسا: إتفاقية إعادة الشراء

هي قروض قصيرة الأجل تستدينها المصارف بضمان أذونات خزانة تمتلكها، بحيث إذا لم يتمكن المصرف المقترض من السداد في التاريخ المتفق عليه مسبقا يصبح المقرض مالكا للأذون الخزانة الضامنة للقرض⁽²⁾.

المطلب الرابع: كفاءة الأسواق المالية

إن الأسعار السوقية للأسهم والسندات في الأسواق المالية تتميز بالتقلب في قيمتها من فترة لأخرى، إذ تلعب المعلومة دورا أساسيا في تحديد سعر الورقة، إذا كان سعر الورقة الجاري يعكس تماما المعلومات التي ترد إلى السوق نقول أن السوق كفاء.

(1) أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، القاهرة، 2007، ص 60.

(2) محمود يونس، عبد النعيم مبارك، النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2003، ص 139.

الفرع الأول: مفهوم مؤشرات الأسواق المالية

أولاً: تعريف مؤشر السوق المالي

هو عبارة عن قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في السوق المالي ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة البداية، ثم تتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة رسمية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو لأسفل، حيث يعكس المؤشر الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، لذلك يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر في السوق المالي، حيث يعد من أهم المعلومات التي يحتاجها المستثمرون والمضاربون في الأوراق المالية، وكذلك لمجموعة معينة من الأسهم وذلك إزاء الأداء الفردي لسهم معين، وتستخدم مؤشرات السوق كمعايير لأداء السوق سواء في الدول النامية أو المتقدمة⁽¹⁾.

ثانياً: أنواع مؤشرات الأسواق المالية

تنفرد مؤشرات الأسواق المالية إلى مؤشرات الأسهم (وهي الأكثر استعمالاً) ومؤشرات السندات ومؤشرات العملات وغيرها، أما من حيث الوظيفة أو الهدف تنقسم المؤشرات إلى:⁽²⁾

أ- **مؤشرات عامة:** تهتم بحالة السوق ككل أي تقيس اتجاه السوق بمختلف القطاعات الاقتصادية ولذلك تحاول أن تعكس الوضعية الاقتصادية للدولة المعنية، خاصة إذا كانت العينة تتكون من جميع الأسهم المتداولة، وأن جميع القطاعات ممثلة تمثيلاً يعكس مساهمتها في الناتج الداخلي الإجمالي مثلاً، عندئذ يقال أن البورصة هي المرآة التي تعكس الوضعية الاقتصادية للبلد محل الدراسة.

ب- **مؤشرات قطاعية:** حيث تقتصر على قياس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين ومن الأمثلة على هذه المؤشرات مؤشر داو جونز، مؤشر ستاندر أند بورز وغيرها.

ج- **مؤشرات الأسواق:** إذا كانت الدولة تتوفر على سوق ثنائية تتداول فيها أسهم الشركات المتوسطة الحجم، فإنه يمكن حساب مؤشر تلك السوق، وذلك بقصد معرفة اتجاهها.

(1) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، دار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 251.

(2) منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأسواق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2001، ص 129.

ج-1- مؤشرات متداولة: إذ تجاوز عدد هذه المؤشرات التي تتداول في بورصات خاصة بها 30 مؤشر بحلول سنة 1990، وكمثال عن ذلك: Nikkei 225، Nasdaq 100.

ج-2- مؤشرات غير متداولة: وهي مؤشرات لا تتداول في البورصات مثل: مؤشرات البورصات العربية.

ثالثاً: المؤشرات الشائعة الاستخدام

تختلف المؤشرات من حيث الكيفية التي تحسب على أساسها قيمة المؤشر وتكمن هذه المؤشرات فيما يلي:

أ- مؤشر كاك 40 (CAC 40): وهو مكون من عينة لأربعين قيمة مسعرة في البورصة الفرنسية مختارة من بين أول قيم سوقية، هذا المؤشر مرجح بالأوزان حسب القيمة السوقية الكلية لكل منشأة بطريقة يعطي فيها وزن مهم لكل منشأة كبيرة، حتى يتم إزالة التذبذبات في المؤسسات الصغيرة وغير تمثيلية للاتجاه العام⁽¹⁾.

ب- مؤشر داو جونز (Dow-Jones): يعد مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعاً، إذ بدأ العمل بتسعة أسهم لتسع شركات صناعية، ثم أصبح يحتوي على 30 ورقة مالية تمثل 30% من مركز مالي (بورصة) نيويورك⁽²⁾.

ج- مؤشر ستاندر أند بورز s&p500: ويحتوي على 500 ورقة مالية تمثل 80% من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في مركز مالي (بورصة) نيويورك، 400 شركة صناعية، 40 شركة منافع عامة، 20 شركة نقل، 40 شركة في مجال المال والبنوك والتأمين⁽³⁾.

(1) Jacques Teulié patrick. Topsa calain, « finance », 2^{ème} édition, paris, 1997, p 213.

(2) مناضل عباس حسين الجواري، خضير مهدي صالح، واقع الأسواق المالية على المستويين العربي والعالمي مع تعليق قياسي، مجلة العلوم الإنسانية، العدد من 2-9، جامعة بابل، العراق، ص 70.

(3) المرجع السابق، ص 70.

الفرع الثاني: مفهوم كفاءة الأسواق المالية

فهي تمثل سرعة استجابة الأسعار في السوق بطريقة غير متحيزة للمعلومات المتاحة للمتعاملين فيه، وبذلك تصبح أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه دالة للمعلومات المتاحة⁽¹⁾.

ويعبر مفهوم كفاءة السوق عن مدى انعكاس المعلومات على الأسعار السوقية للورقة المالية بشكل كامل وسريع، كما يتضح أنه في ظل السوق الكفاء لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة في السوق، وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة العادلة للورقة المالية، وهو ما يضمن تغيراً فورياً في السعر، وبالتالي لن تتاح لأي مستثمر معلومات خاصة من شأنها أن تمنحه فرصة لتحقيق أرباح غير اعتيادية على حساب المستثمرين الآخرين، وعليه فمضمون كفاءة السوق تؤكد مفهوم الكفاءة الكاملة، ولكي تتحقق الكفاءة الكاملة ينبغي توفر الشروط التالية:

- أن تكون المعلومات في السوق متاحة للجميع ودون تكاليف؛
 - عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو الضرائب وغيرها؛
 - للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريدتها ودون شروط وبسهولة؛
 - وجود عدد كبير من المستثمرين يتمتعون بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم.
- وبالنظر إلى الشروط يتضح أنه من الصعب أن تتوافر في الأسواق المالية الكفاءة الكاملة لصعوبة تحقق هذه الشروط دفعة واحدة⁽²⁾.

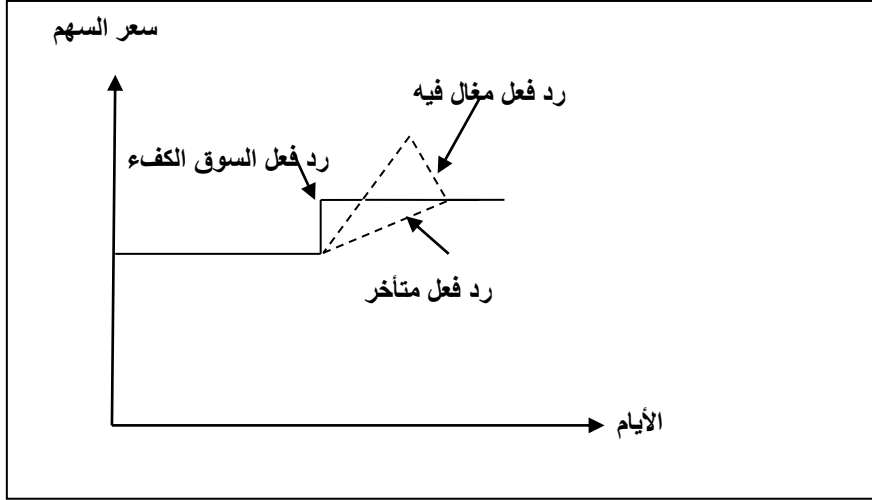
والشكل التالي يعكس مفهوم الكفاءة الكاملة والاقتصادية ويصور حركة الأسعار واستجابتها للمعلومات.

(1) رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سابق، ص 35.

(2) مريم فرخة، أمل الحياة حمدي، أثر الأزمة المالية العالمية على السوق المالية العربية دراسة حالة سوق مصر للأوراق المالية، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، علوم اقتصادية، تخصص نقود ومالية دولية، جيجل، 2013، ص 42.

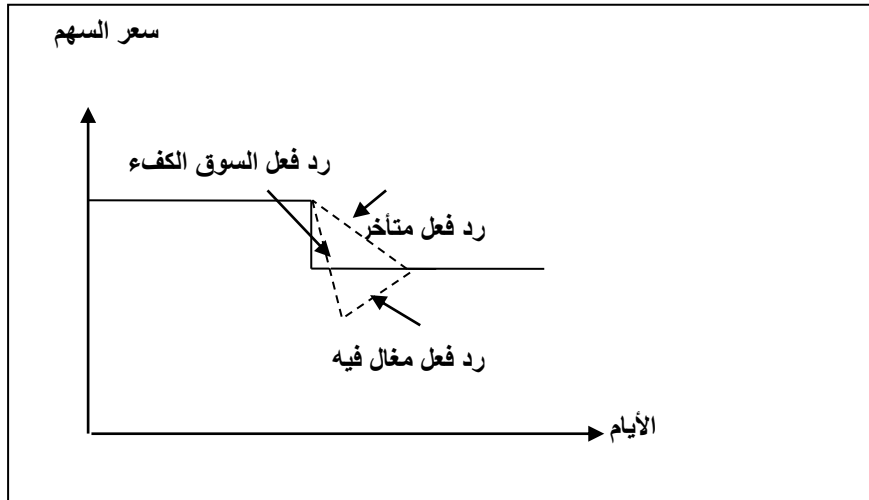
الشكل رقم (02): الكفاءة التامة والكفاءة الاقتصادية

الشكل رقم (أ): رد فعل السوق بعد وصول معلومات جيدة



المصدر: من إعداد الطالبتين.

الشكل رقم (ب): رد فعل السوق بعد وصول معلومات غير جيدة



المصدر: من إعداد الطالبتين.

يوضح الشكل رقم (أ) سعر سهم معين في السوق المالية وحركته بعد ورود معلومات جديدة سارة للسوق، فإذا كان السوق كامل الكفاءة فإن صدور أي معلومات ستؤدي إلى ارتفاع السعر مباشرة إلى السعر الحقيقي وهو ما يوضحه الخط المتقطع.

أما الشكل (ب) يوضح الكفاءة الاقتصادية للسوق المالي حيث أن الأمر يحتاج إلى بعض الوقت حتى يتطابق سعر السوق مع السعر الحقيقي للسهم ما يعني وجود فجوة زمنية بين صدور المعلومة واستجابة الأسعار لها بالارتفاع حتى يبلغ السعر الحقيقي، وهذا ما يعرف برد الفعل المتأخر.

الفرع الثالث: متطلبات كفاءة الأسواق المالية

تحقق السوق المالية هدفها في التخصيص الكفء للموارد المتاحة وتوجيه الموارد إلى أكثر المجالات ربحية من خلال توافر سمتين أساسيتين لكفاءة السوق هما:⁽¹⁾

- **الكفاءة الداخلية:** ترتبط هذه السمة بتكلفة المعاملات لذلك يطلق عليها كفاءة التشغيل، ويقصد بها قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملين تكلفة عالية للسمسرة، ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (صناع السوق) فرصة لتحقيق هامش ربح كبير.

- **الكفاءة الخارجية:** تسمى كذلك بكفاءة التسعير وهي سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق- دون فاصل زمني كبير- وأن لا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، بذلك يصبح التعامل في السوق بمثابة منافسة عادلة، فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أحدهم تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين.

الفرع الرابع: صيغ كفاءة الأسواق المالية

تعتبر كفاءة السوق المالي مفهوما نسبيا وليس مطلقا، حيث تعكس جميع المعلومات المتاحة التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية وبالتالي أسعار السوق تتغير بسرعة استجابة للمعلومات الواردة، مما يستحيل فيه تحقيق أرباح غير اعتيادية، ومن هنا تتباين الكفاءة وتتخذ عدة مستويات بناء على المعلومات المتاحة حيث تظهر ثلاث صيغ أو مستويات لكفاءة السوق هي:

أولاً: المستوى الضعيف لكفاءة السوق

وتكون المعلومات التاريخية المعروفة لدى الجميع (المتعلقة بأسعار الأسهم وحجم التعامل الذين كانا سائدين في الماضي) هي وحدها التي تقرر مستويات الأسعار السائدة حالياً، كما أنها لا تحتوي على

(1) المرجع السابق، ص 44.

معلومات مفيدة للتنبؤ بالأسعار المستقبلية، لأنها قد استنفدت طاقتها ونفعتها في تقرير الأسعار السائدة حالياً⁽¹⁾.

ثانياً: المستوى شبه قوي لكفاءة السوق

ويطلق عليها أيضاً صفة فرضية السوق المتوسطة، ونقتضي بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور من المعلومات التي تنشر عن الشؤون الدولية أو الظروف الاقتصادية في الدولة، أو ظروف الصناعة أو المنشأة. حيث أن هذا المستوى هو المستوى الرقمي السائد في الأسواق المالية المتقدمة إذ أن معظمها سوق ذات كفاءة من المستوى شبه القوي⁽²⁾.

ثالثاً: المستوى القوي لكفاءة السوق

في هذا المستوى تعكس الأسعار السائدة في السوق المالية جميع أنواع المعلومات التاريخية والمنشورة والخاصة أو أية معلومات أخرى غير منشورة ولكنها ذات العلاقة بالأسهم والشركات وبالأوضاع الاقتصادية والسياسية وغيرها، وبذلك فإن المستثمرين والوسطاء الذين لهم علاقات وطيدة بالشركات والمؤسسات والمشاريع تجعلهم يحصلون على معلومات خاصة أو غير منشورة لا يستطيعون الاستفادة منها في تحقيق أرباح غير عادية عما يحققه أي من المتعاملين الآخرين في السوق بما فيهم المستثمرين العاديين الذين لا تتوفر لديهم فرص الوصول إلى تلك المعلومات الخاصة، وذلك لأن الأسعار السائدة في لحظة ما تعكس جميع المعلومات بما فيها تلك المعلومات الخاصة وبشكل مستمر⁽³⁾.

الفرع الخامس: علاقة التحليل الفني والتحليل الأساسي بكفاءة الأسواق المالية

أولاً: التحليل الفني

يعرف التحليل الفني بأنه الأسلوب الذي يمكن من خلاله التنبؤ بالاتجاهات المحتملة للسوق في المستقبل، من خلال التغيرات التاريخية لأسعار الأسهم وعوائدها خلال فترة زمنية، فالمحلل الفني يقوم

(1) زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سابق، ص ص 205، 206.

(2) مريم فرخة، أمل الحياة حمدي، مرجع سابق، ص 45.

(3) زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سابق، ص 203.

بوضع الأسس لمراقبة تحركات السهم خلال فترة زمنية في حالة عدم وجود معلومات أساسية عن أداء الشركة واتجاهات المستقبل، لتقييم العرض والطلب المتوقع.

يؤدي التحليل الفني وظيفته بدراسة التشكيلات التي يتخذها الرصد البياني داخل خرائط المتابعة اليومية لحركة سعر السهم في السوق، ومن ثم استنتاج شكل الحركة التالية لذلك السعر حيث يركز التحليل الفني على بيانات السوق المنشورة ويركز على العوامل الداخلية عن طريق تحليل التحركات في السوق (1).

أ- أسس التحليل الفني:

- يركز التحليل الفني أساساً على أسعار الأسهم السوقية خلال فترة زمنية معينة، ومن خلال سلاسل زمنية لحركة الأسعار وحجم التداول، يمكن التنبؤ بنقط المقاومة الجديدة والتغير المحتمل في الأسعار السوقية؛

- التحليل الفني أداة أساسية في السوق المالي غير الكفاء، باستخدام البيانات والمعلومات عن الأسهم المتداولة المتاحة في السوق والتي يمكن للمضاربيين والمستثمرين تحليلها للوصول إلى نتائج متوقعة بشأن قيمة الأسهم ومستقبلها صعوداً وهبوطاً؛(2)

- يركز التحليل الفني على التنبؤ بالتحركات السعرية قصيرة الأجل، وبذلك يقدم خدمة مهمة وهي التوصية بتحديد التوقيت المناسب لعمليات الشراء والبيع للأسهم عموماً؛(3)

- يعتمد التحليل الفني على تحليل دورات أسعار الأسهم، فالأسهم تميل إلى التحرك في دورات من الإرتفاع والانخفاض لتصل إلى مستويات جديدة من التوازن، وبتحليل العرض والطلب والأسعار والكميات يمكن توقع مستويات الأسعار؛

(1) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2008، ص 318.

(2) منى قاسم، مرجع سابق، ص 223.

(3) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص 318.

- توافر المعلومات المتاحة عن السوق، سواء لحظية (على شاشة التداول) أو يومية أسعار فتح وإغلاق أو أسبوعية ملخص السوق للقطاعات التي تتداول أسهمها في السوق⁽¹⁾.

ب- مزايا وعيوب التحليل الفني:⁽²⁾

ب-1- المزايا:

- سهولة وسرعة تطبيق أدواته، فبمجرد تحديد الوسيلة أو القاعدة الفنية التي سيعتمد عليها المحلل في التنبؤ بالأسعار، يصبح تطبيقها آلياً، دون الحاجة إلى تجميع وتحليل معلومات عن الاقتصاد أو عن الصناعة أو المنشأة التي تتطلب وقتاً وجهداً وفيراً؛
- المعلومات التي يحتاجها المحلل عن الأسعار والصفقات تتاح يومياً وبانتظام من خلال التقارير المالية التي تظهر في الصحف المتخصصة.

ب-2- العيوب: إذا كان التحليل الفني له مزايا فإنه لا يخلو من العيوب:

- المحلل الفني لا يمكنه التنبؤ بالأحداث المستقبلية، بل عليه أن ينتظر حتى تقع الأحداث ويرى بعينه التحول في حركة الأسعار ثم يتخذ القرار، يضاف إلى ذلك ما أثبتته الواقع أن المستثمر الذي يتبع أسلوب التحليل الفني، ينذر أن يحقق عائداً غير عادياً على استثماراته؛
- المحللون الفنيون يخلقون بأنفسهم التوقعات التي يعتقدون في إمكانية حدوثها.

ثانياً: التحليل الأساسي

- أ- تعريف: يقصد به تحليل الظروف المحيطة بالمنشأة سواء تمثلت في الظروف الاقتصادية أو الصناعية التي تنتمي إليها المنشأة، أو ظروف المنشأة ذاتها ويتطلب هذا التحليل كوادراً مؤهلة للقيام به. فهو يقوم بدراسة مؤشرات وبيانات الشركة بهدف الاستثمار الطويل الأجل⁽³⁾.

(1) منى قاسم، مرجع سابق، ص 223.

(2) منير إبراهيم هندي، مستقبل أسواق رأس المال العربية (مخاطر ومحاذير)، توزيع منشأة المصارف، الإسكندرية، 1995، ص

15.

(3) منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 74.

فالتحليل الأساسي يظهر مركز الشركة المالي الحقيقي، ومدى قوة أدائها، كما يساعد على اختيار الأسهم ذات القيمة العالية وعلى معرفة القيمة الحقيقية للسهم⁽¹⁾.

ب- **خصائص التحليل الأساسي:** ويمكن إيجازها فيما يلي:⁽²⁾

- التحليل الأساسي يعترف بالشكل (الصيغة) الضعيف لفرضية السوق الكفاء التي تقتضي بأن قيمة الورقة في أي لحظة تعكس البيانات التاريخية، ولكن قد لا يتفق مع الشكل شبه القوي والقوي لفرضية كفاءة السوق والتي تركز على المعلومات التاريخية والحالية والخاصة؛
- التحليل الأساسي ينصرف نحو المستقبل في إجراءاته، كما أنه يركز على تحديد القيمة الإجمالية (المحورية) للورقة المالية.

(1) منى قاسم، مرجع سابق، ص 201.

(2) محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص 288.

المبحث الثاني: واقع الأسواق المالية العربية

تواجه معظم الدول النامية بما فيها الدول العربية، مشكلة عدم توفر رأس المال الكافي بالشروط والتكاليف المناسبة لتمويل التنمية، وقد ظهر هذا المشكل لسببين هما إما للشح النسبي في الموارد المالية أو نتيجة العجز في وسائل وأدوات تجميعها، ونتيجة لذلك فقد بدأت العديد من الدول العربية منذ ثمانينات القرن الماضي في تحولات هيكلية تهدف إلى الاعتماد على السوق لسد احتياجاتها التمويلية ما أدى إلى ظهور بورصات داخل الوطن العربي.

المطلب الأول: نشأة الأسواق المالية العربية وخصائصها الأساسية

لقد شهدت الدول العربية في عقد الثمانينيات والتسعينيات موجة واسعة في إقامة البورصات شملت أغلب الدول العربية وفي بعض الأحيان حتى داخل المدن الرئيسية بها.

الفرع الأول: نشأة الأسواق المالية العربية

تزايد اتجاه الدول العربية خلال النصف الثاني من عقد الثمانينيات وحقبة التسعينيات من القرن السابق إلى التحول نحو اقتصاد السوق، مع تزايد الإختلالات الاقتصادية وعدم استقرار البنية الاقتصادية الكلية، وتفاقم مشكلات المديونية الخارجية بها، وفي إطار تحولها إلى اقتصاد السوق تبنت مختلف الدول العربية برامج إصلاحية شاملة، خاصة فيما يتعلق بالجانب التحويلي لاقتصادياتها، بحثاً منها عن تحقيق نتائج إيجابية وإحداث تنمية اقتصادية، من خلال اعتماد الطريقة المعاصرة في التمويل بالوساطة المالية عن طريق إنشاء الأسواق المالية،⁽¹⁾ حيث تم تصنيف هذه الأسواق إلى ثلاث مجموعات، فالمجموعة الأولى تشمل الأسواق المتطورة على المستوى العربي، والمجموعة الثانية تشمل الأسواق التي هي في إطار الإصلاح، والمجموعة الثالثة تضم الأسواق التي هي بصدد الإنشاء. والجدول التالي يوضح تواريخ ظهور هذه الأسواق.

(1) مريم فرخة، أمل الحياة حمدي، مرجع سابق، ص 104.

الجدول رقم 01: تواريخ إنشاء بعض الأسواق المالية العربية

السوق	تاريخ التأسيس
بورصة الإسكندرية، القاهرة	1883، 1998
بورصة القيم المنقولة للدار البيضاء	1929
سوق الأوراق المالية بتونس	1937
سوق الكويت للأوراق المالية	1971
سوق عمان المالي	1977
سوق البحرين للأوراق المالية	1987
السوق السعودي للأوراق المالية	1983
سوق مسقط للأوراق المالية	1981
سوق الخرطوم للأوراق المالية	1982
بورصة بيروت	1985
سوق بغداد للأوراق المالية	1992
بورصة الجزائر	1999
سوق فلسطين للأوراق المالية	1995
سوق الدوحة للأوراق المالية	1997
سوق أبو ظبي للأوراق المالية	2000
سوق دبي المالي	2000
سوق الأوراق المالية الليبي	2006

المصدر: من إعداد الطالبتين.

الفرع الثاني: الخصائص الأساسية للأسواق المالية العربية

تتشترك الأسواق المالية العربية في جملة من الخصائص أهمها ما يلي:⁽¹⁾

- عدم مواكبة الأسواق المالية في بعض الدول العربية للتطورات المستمرة في الأسواق المالية الدولية؛

(1) عتيقة وصاف، سهام عاشور، مكانة الأسواق المالية في الاقتصاديات العربية وعوامل رفع كفاءتها، الملتقى الدولي "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات و المؤسسات" دراسة حالة الجزائر و الدول النامية، بسكرة، يومي 21-22 نوفمبر، 2006، متاح على الموقع:

- كثرة إصدار القرارات وتعدد القوانين ذات العلاقة دون انسجامها واختلاف الجهات القائمة على تنفيذها؛
- فرض قيود على الاستثمار الأجنبي، وعدم وضوح القواعد والنظم لكل من السوق الأولية والثانوية؛
- غياب الابتكار والتجديد في أدوات الاستثمار والادخار؛
- ضيق نطاق السوق ومحدوديتها؛
- انخفاض معدلات الادخار نتيجة لضعف دخل الفرد؛
- قلة الانفتاح على الخارج لعدم وجود أنظمة استثمار مفتوحة على كامل الدول العربية؛
- هجرة رؤوس الأموال العربية إلى الخارج؛
- ضعف الدور الرقابي وذلك بإصدار القواعد المنظمة لتداول الأوراق المالية؛
- نقص الشفافية والإفصاح.

الفرع الثالث: دوافع إنشاء وضعف الأسواق المالية العربية

أولاً: دوافع إنشاء الأسواق المالية العربية

ومن دوافع إنشاء الأسواق المالية العربية نذكر: (1)

- فشل سياسات الاستدانة والاقتراض الخارجي في حل المشاكل المالية المرتبطة برؤوس الأموال بسبب التكاليف العالية للتمويل، وهو ما دفع الحكومات العربية المتعاقدة إلى تبني سياسات تحفز عملية الادخار المحلي من خلال توجيه المدخرين نحو الأسواق المالية؛
- حاجة الحكومات في أغلب الدول العربية إلى إصدار السندات الحكومية وأدوات الخزينة لتمويل عجز الموازنة؛
- ارتفاع حجم الفوائض المالية التي حققتها الدول النفطية؛
- تبني أغلب الدول العربية لبرامج إصلاح تسعى إلى التأكيد على أهمية دور القطاع الخاص ودعمه من خلال برامج الخصخصة وتعديل القوانين المتعلقة بإنشاء شركات مساهمة؛

(1) حوحو فطوم، سياسات تفعيل الأسواق المالية العربية "دراسة حالة السوق المالي السعودي"، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2014-2015، ص 75.

- النجاحات الكبيرة التي حققتها الدول الناشئة التي ارتكزت على الأسواق المالية في تحقيق تنميتها إضافة إلى نجاح برامج الإصلاح فيها، الأمر الذي دعمها لتحقيق معدلات نمو مرتفعة وأصبحت بذلك مغرية لرؤوس الأموال الباحثة عن فرص لتعظيم أرباحها.
- وتكتسي عملية إنشاء أسواق مالية عربية فاعلة داخل الوطن العربي أهمية بالغة خاصة في ظل التطورات العالمية المتمثلة في توسيع عمليات التحرير والانفتاح، وتبرز هذه الأهمية في:
- 1- تعول الحكومات العربية على الأسواق المالية في إنجاز عمليات الخصخصة من خلال طرح أسهم الشركات العامة للتداول والاكتتاب.
 - 2- تساهم الأسواق المالية بشكل أساسي في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها نحو مختلف القطاعات الاقتصادية.
 - 3- لاغنى عن أسواق مالية عربية وذات كفاءة عالية ومتكاملة مع بعضها لاستعادة الأموال العربية المهاجرة.

ثانياً: أسباب ضعف الأسواق المالية العربية

- هناك عوائق حالت دون إقامة السوق المالية العربية وتوظيف رؤوس الأموال العربية المستثمرة في الخارج نذكر أهمها فيما يلي:⁽¹⁾
- عدم وجود ثقة متبادلة بين الدول العربية نظراً لوجود الخلافات السياسية بين معظم تلك الدول، أضف إلى ذلك عدم وضوح وثبات السياسات الاقتصادية والمالية للدول العربية، مما أدى إلى انخفاض التعامل الاقتصادي والمالي بشكل كبير بين بعض الدول وانعدامه تقريبا بين البعض الآخر، كما أن افتقار معظم الدول العربية إلى سياسة ثابتة وقوية قد قلل من الضمانات المقدمة للمستثمر العربي ضد بعض المخاطر كالتأميم والضرائب وغيرها من الحواجز المعيقة لحرية حركة رؤوس الأموال فيما بين هذه الدول؛
- ضعف القطاع المالي في الدول العربية، إذ مازالت المؤسسات البنكية والمالية العربية تقوم بعمليات تقليدية لا أكثر، كما أن هناك عدم تنسيق بين المؤسسات المالية لمختلف الدول العربية وذلك للتباين الكبير فيما بينها؛

(1) جبار محفوظ، البورصة وموقعها في أسواق العمليات المالية، مرجع سابق، ص 139-141.

- عدم وجود إطارات كفاءة وبالعدد الكافي، ليس فقط لتسيير وتنشيط السوق المالية العربية وإنما لتنشيط وتحسين تسيير بعض المؤسسات المختصة الضرورية لإقامة السوق المالي؛
- عدم وجود عملة عربية قوية مستقرة يمكن استعمالها في كافة المعاملات فيما بين الدول العربية؛
- عدم وجود بنوك للمعلومات تختص في تزويد القطاعات المالية العربية بالبيانات الضرورية لعملائها، سواء تلك المعلومات الخاصة بالقطاع المالي لكل دولة عربية على حدة أو تلك التي تخص الأسواق المالية العالمية.

المطلب الثاني: تطور أداء الأسواق المالية العربية

بالرغم من أن الأسواق المالية العربية قد حققت خلال الأعوام الماضية نتائج مشجعة جدا وأن الأجهزة المصرفية في الأقطار العربية تمكنت من تقوية قاعدتها الرأسمالية، إلا أنه ذلك الوضع لا يزال في مراحله الأولى بالمقارنة مع الأسواق المالية المتقدمة.

الفرع الأول: مؤشرات الأسواق المالية العربية

أولاً: مؤشر صندوق النقد العربي

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

وتستمد الصيغة الرياضية في حساب مؤشر الصندوق على رقم باش القياسي المتسلسل، والصيغة العامة للمؤشر هي: ⁽¹⁾

- عندما تكون $i > 1$

$$X_i = (M_i/B_i) \times 100$$

⁽¹⁾ صندوق النقد العربي، المنهجية العامة لاحتساب مؤشر صندوق النقد العربي، متاح على الموقع:

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

عندما تكون: $M_i = B_i$ ، $x_i = 100$ ، $i=1$

حيث:

X_i : المؤشر عند الفترة i .

B_i : القيمة السوقية عند فترة الأساس، أي عندما تكون $i=1$ (الفترة الأولى).

M_i : القيمة السوقية لمكونات المؤشر عند الفترة i .

M_{ad} : القيمة السوقية المعدلة (تعدل لاستيعاب آثار إضافية أسهم جديدة للمؤشر، أو حقوق الإصدار،

أو الإصدارات الجديدة من الأسهم، وحذف الأسهم).

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

والقيمة السوقية لكل سهم $P_i * n_i$.

حيث:

P_i : آخر سعر تم تداول السهم به في الفترة i .

n_i : عدد الأسهم المكتتب بها في نهاية الفترة i .

القيمة السوقية المعدلة (M_{ad}): يتم حسابها كما يلي:

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

حيث: L_i : القيمة السوقية للإصدارات الجديدة من الأسهم للفترة i .

R_i : القيمة السوقية لحقوق الإصدار عن الفترة i .

M_i : القيمة السوقية لأية أسهم جديدة قد يتم إضافتها إلى المؤشر خلال الفترة i .

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

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

ثانياً: مؤشرات بعض الأسواق المالية العربية

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

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

$$\sum_{i=1}^n [(price j / bace j) \times correctorj] \times Multiplier$$

n: هي عدد الأسهم المشتركة في المؤشر.

Price j: هو سعر السهم الحالي.

Bace j: سعر الأساس وهو سعر إقفال السهم في تاريخ التأسيس.

Corrector: المصحح لاحتساب أثر توزيعات الأرباح وتوزيعات السهم وهي التي تصحح كالاتي:

توزيعات الأرباح: المصحح = السعر - الأرباح.

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

Multiplier: المؤشر الوزني: المعادلة العامة للمؤشر الوزني تحسب كالاتي:

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

$$B_i = (B_{i-1}) (M_i / M_{i-1})$$

(1) حوحو فطوم، مرجع سابق، ص 111.

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

X_i : المؤشر عند وحدة محددة، خلال الإطار الزمني أ.

B_i : القيمة السوقية ليوم الأساس خلال الإطار الزمني أ، حيث $(i=1)$ في يوم الأساس في بداية أول إطار زمني، وأيضا $B_1 = M_1$ ، وكما أن قيمة المؤشر ستعادل G_i .

(B_{i-1}) : القيمة السوقية في يوم الأساس في الإطار الزمني قبل يوم الأساس الزمني الحديث.

M_i : القيمة السوقية في الإطار الزمني الحالي أ.

M_i : القيمة السوقية السابقة مباشرة قبل حدوث أي عامل يستوجب تصحيح في القيمة السوقية ليوم الأساس.

G : مضاعف المؤشر العالمي، وهذا لا يتغير حيث يتم تثبيته على 100، وقد يختلف عن مضاعف المؤشر العالمي لمؤشر السعري (يساوي 100).

2- مؤشر البورصة المغربية Masi:

يتم حساب مؤشر الدار البيضاء وفقا للطريقة التالية:⁽¹⁾

$$I = 1000 \frac{\sum_{i=1}^n f_{it} F_{it} Q_{it} C_{it}}{B_0 k_t}$$

t : الزمن المحسوب فيه المؤشر.

n : عدد الأسهم العادية في المؤشر.

Q_{it} : عدد الأسهم أ في الزمن t .

C_{it} : سعر السهم أ في الزمن t .

B_0 = رأس المال في زمن الأساس.

F_{it} = السعر المعوم للسهم أ.

⁽¹⁾ المرجع السابق، ص 112.

$fi.t =$ الحد الأقصى للسهم i .

$K =$ معامل تصحيح الرسملة في اليوم.

والجدول التالي يبين مؤشرات بعض الأسواق المالية العربية:

الجدول رقم (02): يوضح مؤشرات بعض الأسواق المالية العربية

اسم المؤشر	السوق المالي
BSE	سوق بحرين للأوراق المالية
CMA	سوق مصر
ASE	سوق الأردن
KSE	سوق الكويت للأوراق المالية
BSI	بورصة بيروت
MASI	بورصة القيم المنقولة للدار البيضاء
MSM	سوق عمان المالي
AL-QUDS	سوق فلسطين للأوراق المالية
CBQ	سوق الدوحة للأوراق المالية
CNFEI	السوق السعودي للأوراق المالية
BVMT	سوق الأوراق المالية بتونس
NBAD	سوق الإمارات

المصدر: من إعداد الطالبتين.

الفرع الثاني: أداء الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2005-2015)

الجدول رقم (03): أداء الأسواق المالية العربية (2005-2015)

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
مؤشرات الأداء	413.3	237	328.7	166.2	196.3	204.7	181.97	182.15	210.75	160.38	124.82
المؤشر المركب للسندوق (نقطة)	1289.6	888.1	1338.6	769.6	903.427	983.8	877	918.6	1132.2	1205.9	1255.2
القيمة السوقية (مليار دولار)	1665	1623	1550	1542	1495	1441	1460	1463	1466	1494	1504
عدد الشركات المدرجة											

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية لصندوق النقد العربي 2005-2015.

من خلال الجدول فيما يخص الأداء الكلي للأسواق المالية العربية واصلت الأداء الجيد في عام 2005 عقب الأداء التصاعدي للأسواق خلال العامين السابقين، مستفيدة من عدة عوامل أبرزها الزيادة الكلية في السيولة المحلية الناجمة عن استمرار الارتفاع في الإيرادات النفطية.

أما في سنة 2006 فإن الأداء الكلي للأسواق المالية العربية قد انخفض والنتائج عن تنفيذ إصلاحات هيكلية ورقابية في هذه الأسواق بغرض تصحيح مسار حركة أسعار الأسهم منذ أواخر العام.

والملاحظ في سنة 2007 أن المؤشر المركب للصندوق قد ارتفع نتيجة قيام بعض الدول العربية بإرساء قواعد التعاون مع هيئات أسواق المال في الدول الأعضاء في المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال الإيوسكو (IOSCO) وذلك بما يتعلق بتبادل الخبرات الفنية لدعم وتطوير الجهات الرقابية في الدول العربية، و فيما يتعلق بالقيمة السوقية فقد ارتفعت على غرار السنة السابقة، أما الشركات المدرجة فقد استمرت في الانخفاض لتبلغ 1550 شركة.

إلا أنه في عام 2008 عاود المؤشر المركب للصندوق الانخفاض والنتائج عن مواصلة الجهات التنفيذية والرقابية في كافة أسواق المال العربية العمل على تطوير الأطر الرقابية والتنظيمية والتشريعية لهذه الأسواق، أما القيمة السوقية وعدد الشركات المدرجة فإنها قد استمرت في الانخفاض.

لقد تفاوت التأثير بين الأسواق المالية العربية بالأزمة المالية العالمية وفقا لدرجة ارتباطها بالأسواق العالمية، ففيما يتعلق بأداء هذه الأسواق خلال سنة 2009 فقد كان متفاوتا، حيث واصلت هذه الأسواق في الأشهر الأولى تراجعها الذي بدأته خلال النصف الثاني من عام 2008، ومع بداية النصف الثاني من 2009 بدأت هذه الأسواق بالتعافي، حيث تأثر هذا الارتفاع (التعافي) للأسواق المالية العربية بأزمة مشكلة ديون شركات دبي في الأشهر الأخيرة من عام 2009، وبخصوص الشركات المدرجة لهذه السنة فالملاحظ أنها عرفت انخفاضا وهو ناتج عن شطب عدد من الشركات لدى البورصة المصرية.

لقد أدى التحسن في أداء الأسواق المالية العربية خلال سنة 2010 إلى استمرار المنحنى التصاعدي التدريجي لمؤشرات أداء هذه الأسواق ويعكس هذا التحسن تعافيا من تأثيرات الأزمة المالية العالمية، لتأتي سنة 2011 والتي شهدت فيها غالبية الأسواق المالية العربية اضطرابات حادة خلال العام، هذا الأمر أدى إلى تراجع مؤشرات البورصات العربية بشكل ملحوظ ومتسارع، لكن سرعان ما تحسنت بعض مؤشرات هذه الدول باستثناء تلك التي عرفت دولها اضطرابات سياسية.

لقد عرف الربع الأول من سنة 2012 تحسنا ملموسا في أداء غالبية هذه الأسواق مع استمرار الميل إلى الارتفاع حتى الربع الأخير من نفس السنة ويستمر الحال حتى نهاية سنة 2014 التي بدأت فيها المؤشرات السعريّة لغالبية هذه الأسواق تحقيق انخفاض خلال الربع الرابع، وذلك على إثر التراجع الحاد في مستويات أسعار النفط العالمية، لتأتي سنة 2015 والتي شهدت تباينا في أدائها متأثرة من جهة باستمرار حالة عدم الوضوح في اتجاه أسعار النفط العالمية وبحالة عدم الاستقرار التي شهدتها الأسواق المالية العالمية والناشئة والعملات الأجنبية من جهة أخرى.

الفرع الثالث: انفتاح الأسواق المالية العربية

إن تطور الأسواق المالية العربية يقاس بمدى انفتاحها وقدرتها على جذب الاستثمارات الأجنبية، والذي يتفاوت من دولة لأخرى.

أ- السوق المصرية: بموجب القانون رقم 95 لسنة 1992 سمح للأجانب بالاستثمار في الأسهم والسندات المتداولة في السوق المصرية، كما وقعت على اتفاقية تحرير الخدمات المالية في عام 1997، ومن هنا كانت ملزمة على إزالة كافة القيود أمام مشاركة الأجانب في سوق المال.

ب- بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء: يسمح للأجانب بالاستثمار فيها إذ لا تفرض شروط معينة تحد من استثمار الأجانب في الأوراق المالية للشركات المغربية، إنما هناك امتيازات تمنح لهم كالإعفاء من الضريبة على الأرباح بالنسبة لأسهم وسندات الدين، أما بالنسبة لشركات الوساطة الأجنبية وقيامها بعمليات التداول في البورصة فإن القانون لا يسمح لها بذلك إلا إذا قامت بفتح فرع لها في المغرب⁽¹⁾.

ج- بورصة بيروت: إن أسهم المصارف اللبنانية تكون موزعة بين ثلاث شرائح، إذ نجد الشريحة "B" والتي يحق للأجانب تملكها، إلا أنه لا يتم تداولها إلا بعد موافقة مصرف لبنان، أما الشريحة "C" المدرجة في البورصة والمحددة بـ 30% كحد أقصى من مجموع أسهم المصرف، والتي يمكن تملكها وتداولها بحرية على أن لا تتجاوز حصة تملك الفرد الواحد منها 5%.

(1) شدى جمال خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأوراق العربية لرأس المال، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، مصر، 2008، ص

د- سوق البحرين للأوراق المالية: يتضمن المرسوم رقم 10 لعام 1999 السماح لمواطني دول مجلس التعاون الخليجي بتملك وتداول ما نسبة 100% من رؤوس الأموال الصادرة والمدفوعة للمشروعات المساهمة العامة المسجلة لدى سوق البحرين للأوراق المالية، كما أجاز هذا القانون للمستثمرين الآخرين من غير مواطني مجلس التعاون بتملك ما نسبته 49% من رؤوس أموال الشركات.

هـ- سوق عمان المالي: يسمح للأجانب بالاستثمار في البورصة بنسبة تصل إلى 49% ويجوز لوزير التجارة والصناعة أن يرفع نسبة تملك الأجانب إلى 65% إذا ما كانت هناك مصلحة تقتضي ذلك، كما خول القانون لمجلس الوزراء رفع نسبة المساهمة للأجانب في بعض الأنشطة لتصل إلى 100% من المشاريع التي تسهم في تنمية الاقتصاد بشرط أن لا يقل رأس المال عن 500 ألف ريال عماني.

و- سوق الدوحة للأوراق المالية: يسمح لمواطني دول مجلس التعاون الخليجي بالاستثمار في أسهم الشركات في قطاع الخدمات والصناعة بنسبة 25%، كما يسمح للأجانب عامة بالاستثمار في شركتين هما اتصالات قطر والسلام العالمية للاستثمار كما سمح للأجانب لاحقاً بالاستثمار في أسهم الشركات الأخرى من خلال صناديق الاستثمار⁽¹⁾.

المطلب الثالث: آليات وإجراءات تأهيل الأسواق المالية العربية

الفرع الأول: إجراءات تأهيل الأسواق المالية العربية

إن هناك مجموعة من العوامل اللازمة لتنشيط الأسواق المالية العربية والارتقاء بها إلى مستوى الأسواق العالمية:

- توجيه اهتمام أكبر بالسوق الأولية وذلك من خلال العمل على تسهيل إجراءات إنشاء المشروعات والشركات ذات الأثر الإيجابي على الاقتصاد القومي، وذلك بمنحها مزايا وإعفاءات ضريبية وجمركية وضمان توزيع أسهمها على عدد أكبر من المدخرين الأفراد؛⁽²⁾

(1) المرجع السابق، ص 120.

(2) خليل الهندي، أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية (المفهوم القانوني للسوق المالية ومدى علاقتها بالنظام المصرفي)، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس (لبنان)، 2000، ص 259.

- توحيد أسواق المال الثانوية العربية، كخطوة أولى وفتح باب الاستثمار أمام جميع المواطنين العرب من خلال شراء الأسهم، أما الخطوة الثانية فتشمل فتح الأسواق العربية أمام التكتلات المالية للمساهمة في الشركات العربية بما يضمن حرية انتقال رؤوس الأموال العربية؛
- أهمية تطوير التشريعات وتحديثها وإدخال المرونة عليها بما يقود إلى خلق المناخ الملائم للاستثمار، وتمكين الأسواق المالية والمصارف العربية من التطوير وتبني التكنولوجيا الجديدة؛
- دعم تطوير الهياكل المؤسسة للأسواق وخاصة ما تعلق بجانب الوساطة المالية، وإتاحة الفرصة للمصارف للقيام بذلك الدور بالاعتماد على ما يتوفر لديها من موارد وكفاءات فنية وشبكات فروع واسعة؛⁽¹⁾
- ضرورة تشجيع الاتجاه نحو الاستثمار في شركات المساهمة ما يحفز المستثمرين على اللجوء للاستثمار في أسهم هذه الشركات بما يشجع الشركات المساهمة المغلقة على التحول إلى شركات مساهمة عامة؛
- ضرورة عمل المستثمر على تعميق الوعي الاستثماري والوعي الادخاري وهذا يتطلب ضرورة تنمية وتطوير الإعلام الاستثماري العربي بمختلف وسائل التوعية والاتصال؛⁽²⁾
- خلق اللغة في السوق من خلال حماية حقوق المستثمرين ضد عمليات المضاربة وتوحيد مبدأ الإفصاح والشفافية؛
- إن مواجهة مشكلة صغر حجم البورصات يحتاج إلى حزمة من الحلول حيث يمكن مواجهته بالدعوة لإدماج الشركات الصغيرة وفتح الشركات المغلقة العائلية وتحديد الحد الأدنى لرأسمالها، أما مواجهة مشكلة انخفاض عدد الأسهم الجيدة فيمكن معالجته من خلال ربط الأسواق العربية وفتحها للتداول الإقليمي؛
- توفير آليات جديدة لربط البورصات العربية بشبكة للمعلومات المالية تساعد المستثمرين والمقترضين والوسطاء الماليين على اتخاذ قرارات تداول الأوراق المالية بكفاءة عالية؛
- وضع ضوابط على التدفقات الرأسمالية تتوافق مع آليات السوق لمواجهة تحديات العولمة المالية⁽³⁾.

(1) صلاح الدين حسن السبسي، قضايا اقتصادية معاصرة، دار الوسام للطباعة والنشر، لبنان، 1998، ص 148.

(2) خليل الهندي، أنطوان الناشف، مرجع سابق، ص ص 260، 261.

(3) صلاح الدين حسن السبسي، مرجع سابق، ص 149.

الفرع الثاني: السوق العربية الموحدة ودعائم تنشيطها

أولاً: السوق العربية الموحدة

سعى اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية إلى تحقيق التعاون والربط بين الأسواق العربية لرأس المال وهذا من خلال مرحلتين:⁽¹⁾

المرحلة الأولى: امتدت منذ عام 1992 إلى 1997، تركزت الجهود على تبادل تسجيل الأوراق المالية للشركات العربية بين أسواق رأس المال الأعضاء، إلا أن الدراسات قد أثبتت صعوبة تبادل التسجيل نظراً لاختلاف شروط الإدراج وكذا القوانين المنظمة للاستثمار بين تلك الدول، كل هذه العقبات وغيرها وقفت حائلاً أمام تبادل قيد أسهم الشركات العربية بين البورصات أعضاء الإتحاد، إذ قامت الأمانة العامة للإتحاد بدراسة مقارنة بين شروط الإدراج في البورصات العربية لمحاولة إيجاد نقاط تقارب فيما بين هذه الشروط.

واستناداً لذلك تم وضع شروط عامة لإدراج الشركات في أكثر من سوق، إلا أن مسؤولي البورصات فضلوا الإبقاء على الشروط المستقلة لكل بورصة وتعميم الدراسة على الأسواق المالية العربية لتتطلع عليها الشركات الراغبة في إدراج أسهمها.

المرحلة الثانية: شهدت هذه المرحلة أول تجربة للربط بين الأسواق المالية العربية حيث تم التوقيع على اتفاقية للتعاون الثنائي بين سوق الكويت للأوراق المالية والهيئة العامة لسوق المال في مصر في 1996 بهدف زيادة وتنمية التعاون المشترك فيما بينهما وتشجيع الاستثمار في مجال الأوراق المالية وتذليل الصعوبات التي تعترضه.

واقترضت هذه الاتفاقية والتي انضمت إليها بورصة بيروت في نفس السنة بأن يعمل كل من السوق والهيئة وبورصة بيروت على تسهيل شروط وإجراءات طرح الأسهم المتداولة في كل منها وإدراجها في السوق المناظر له في الدولة الأخرى والعمل على تنظيم عمليات التداول والنقاص في كل منها، علاوة على تبادل المعلومات وتنظيم عمليات الإفصاح عن البيانات المالية الخاصة بالشركات المدرجة في البورصات أطراف الاتفاقية.

(1) شذا جمال الخطيب، مرجع سابق، ص 109.

من جهة أخرى سعى صندوق النقد العربي إلى إنشاء سوق مالية ونقدية عربية موحدة وكان هذا خلال الاجتماع الثالث لمحافظي البنوك المركزية العربية التي تم انعقاده في عمان، وقد اتخذ هذا الاجتماع بمشاركة الأمانة العامة لجامعة الدول العربية التوصيات التالية:⁽¹⁾

- ضرورة إنشاء جهاز توجيهي وترشيدي لبورصات الأوراق المالية القائمة في بعض الدول العربية يكون على شكل اتحاد لبورصات الأسواق المالية في هذه الدول؛
- تشكيل لجنة ثمانية من محافظي البنوك المركزية العربية أو من ينوب عنهم بالاشتراك مع ممثلين من الأمانة العامة الفنية للمجلس الاقتصادي العربي وصندوق النقد العربي واتحاد المصارف العربية لدراسة أوضاع الأسواق المالية العربية القائمة وأساليب تطويرها؛
- الإعداد لتنفيذ مخطط عملي شامل لتطوير الأسواق المالية العربية وتحقيق الربط فيما بينها على الأمد الطويل.

ثانياً: دعائم تنشيط السوق العربية الموحدة

هناك دعائم أساسية لتنشيط السوق العربية الموحدة وهي:⁽²⁾

- فتح المجال أمام المبادرات الفردية والقطاع الخاص والمؤسسات في الدول العربية وتهيئة المناخ اللازم لتشجيعهم والمشاركة في النشاط الاستثماري؛
- ضرورة العمل على إيجاد الأطر التشريعية المرنة والتي تتلاءم مع المستجدات والمتغيرات العالمية؛
- تنويع أدوات الاستثمار المالي مما يزيد من فرص الاختيار أمام المتعاملين وفق مصالحهم واتجاهاتهم مما يجذب المزيد من المستثمرين؛
- تطوير وتحديث البنية الأساسية والعمل على استخدام التطورات الحديثة في مجال الاتصالات وخاصة شبكة الانترنت.

(1) حسني علي خريوش وآخرون، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص 292، 293.

(2) ياسر محمد جاد الله، سيد إبراهيم عبد الفضيل، الأفق المستقبلية لأداء الأسواق المالية العربية في ظل العولمة الاقتصادية، المؤتمر العلمي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، أيام 6-8 مارس، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007، ص ص 49، 50.

- ضرورة العمل في ظل تكتل عربي أو إقليمي وتهيئتها لجذب الاستثمارات لتحسين السياسات الاقتصادية والاجتماعية والاهتمام بالموارد التمويلية المختلفة وتدنية معدلات التضخم وتحرير الاقتصاديات العربية من كافة الاختلالات الهيكلية والقيود والإجراءات الإدارية واستكمال برامج الخصخصة؛
- توجيه الاستثمار إلى الأنشطة التي تنتج بغرض التصدير؛
- إعداد قاعدة بيانات شاملة وحديثة عن كافة المؤشرات الاقتصادية وإنشاء مكاتب لترويج الفرص الاستثمارية في كافة الدول العربية؛
- ضرورة إنشاء منطقة استثمار عربية موحدة بهدف جذب رؤوس الأموال العربية بالخارج؛
- إنشاء سوق نقدية عربية موحدة تمكن البنوك والمصارف العربية من العمل داخل اقتصاديات الدول العربية دون معوقات؛
- ضرورة الربط بين الأسواق المالية وتطويرها مرتبط بتحرير الاستثمار فيما بينها من كل الحواجز والتعقيدات بغية الوصول إلى سوق مالية عربية موحدة؛
- تنظيم أو ترتيب إصدارات الأوراق المالية لصالح الحكومات والشركات العربية في الدول المساهمة وذلك بشكل منفرد أو بالتعاون مع مؤسسات مالية عربية أخرى.

خلاصة الفصل:

تبرز أهمية الأسواق المالية باعتبارها أحد أهم مصادر التمويل في عصرنا الحالي، من خلال دورها في توفير التمويل للشركات بشروط وتكاليف مقبولة ما يوفر لها القدرة على الاستمرار والنمو والتوسع، هذا من جهة ومن جهة أخرى تقوم الأسواق المالية بالعديد من الوظائف التي من شأنها رفع معدلات النمو الاقتصادي ودفع عجلة التنمية والتخصيص الأمثل للموارد المالية المتاحة ودعم برامج الخصخصة.

ورغم تمتع الأسواق المالية العربية بإمكانيات كبيرة تمكنها من تطوير اقتصادها وامتلاك أسواق مالية متطورة، إلا أنها تختلف فيما بينها سواء من حيث الظروف البيئية أو السياسية أو حتى الاقتصادية، فبالرغم من الجهود المبذولة لتطوير أسواقها والاستفادة من إمكانياتها إلا أنها لم تتمكن من محاربة النقائص التي تتميز بها من جهة ومن جهة أخرى الظروف السياسية التي أصبحت أكبر عائق تعاني منه هذه الدول.

ومن خلال تطرقنا لأسواق المال العربية نستنتج أنه ولقيام أسواق مالية يجب توفر مقومات رئيسية حتى تحقق الهدف الذي أنشأت من أجله، والمتمثلة في المناخ الاستثماري الملائم ومتطلبات أساسية على المستوى الكلي.

تمهيد:

إن الهدف من سياسات التنمية في دول العالم المتقدم والنامي على حد سواء هو الاستقرار الاقتصادي، وباعتبار السياسة الاقتصادية منهج متبع في التعامل داخل مجال نشاط السلع والخدمات بالدولة هنا تعتمد إما سياسة السوق المفتوحة أو سياسية الاقتصاد الموجه، فالسلطات العمومية تتخذ قرارات قصد توجيه النشاط في الاتجاه المرغوب فيه.

كما تلعب أدوات السياسة الاقتصادية دورا هاما وفعالا في تطوير الأسواق المالية وهي تمثل العنصر الأساسي لمكونات النظام المالي.

المبحث الأول: ماهية السياسة الاقتصادية

ترتكز قيادة السياسة الاقتصادية على البحث الدائم في سبيل إضفاء الجدوى والنجاعة على أداء الاقتصاد من أجل الاستجابة إلى الطموحات والتوجهات المرسومة ضمن مخططات واستراتيجيات التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

المطلب الأول: مفهوم السياسة الاقتصادية

تشكل السياسة الاقتصادية منظومة متكاملة بين الأدوات المستخدمة لتفعيل النشاط الاقتصادي والمالي على مختلف المستويات الشاملة والقطاعية والإقليمية للاقتصاد الوطني.

الفرع الأول: تعريف السياسة الاقتصادية

يقصد بالسياسة الاقتصادية كل ما يتعلق باتخاذ القرارات الخاصة بالاختيار بين الوسائل المختلفة التي يملكها المجتمع لتحقيق أهداف اقتصادية واجتماعية معينة والبحث عن أفضل الطرق الموصلة إلى تحقيق هذه الأهداف⁽¹⁾.

كما يعرفها البعض بأنها مجموعة الإجراءات الحكومية التي تحدد معالم البيئة الاقتصادية التي تعمل في ظلها الوحدات الاقتصادية الأخرى⁽²⁾.

ويتضح من خلال التعريفين السابقين أن السياسة الاقتصادية هي مجموعة من القواعد والإجراءات التي تقوم بها الدولة، وتحكم قراراتها نحو تحقيق أهداف اقتصادية خلال فترة زمنية محددة، كما أنها مجموعة من الأهداف والأدوات الاقتصادية والعلاقات المتبادلة.

الفرع الثاني: أهداف السياسة الاقتصادية

يمكن اعتبار أي سياسة اقتصادية فعالة إن استطاعت تحقيق الأربعة أهداف المشار إليها في ما يصطلح عليه بـ "مربع كالدور"، وهي الأهداف الأساسية الأربعة لأية سياسة اقتصادية، قام بتصميمها

(1) دراوسي مسعود، السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي "حالة الجزائر (1990-2004)"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، الجزائر، 2006، ص 43.

(2) المرجع نفسه، الصفحة نفسها.

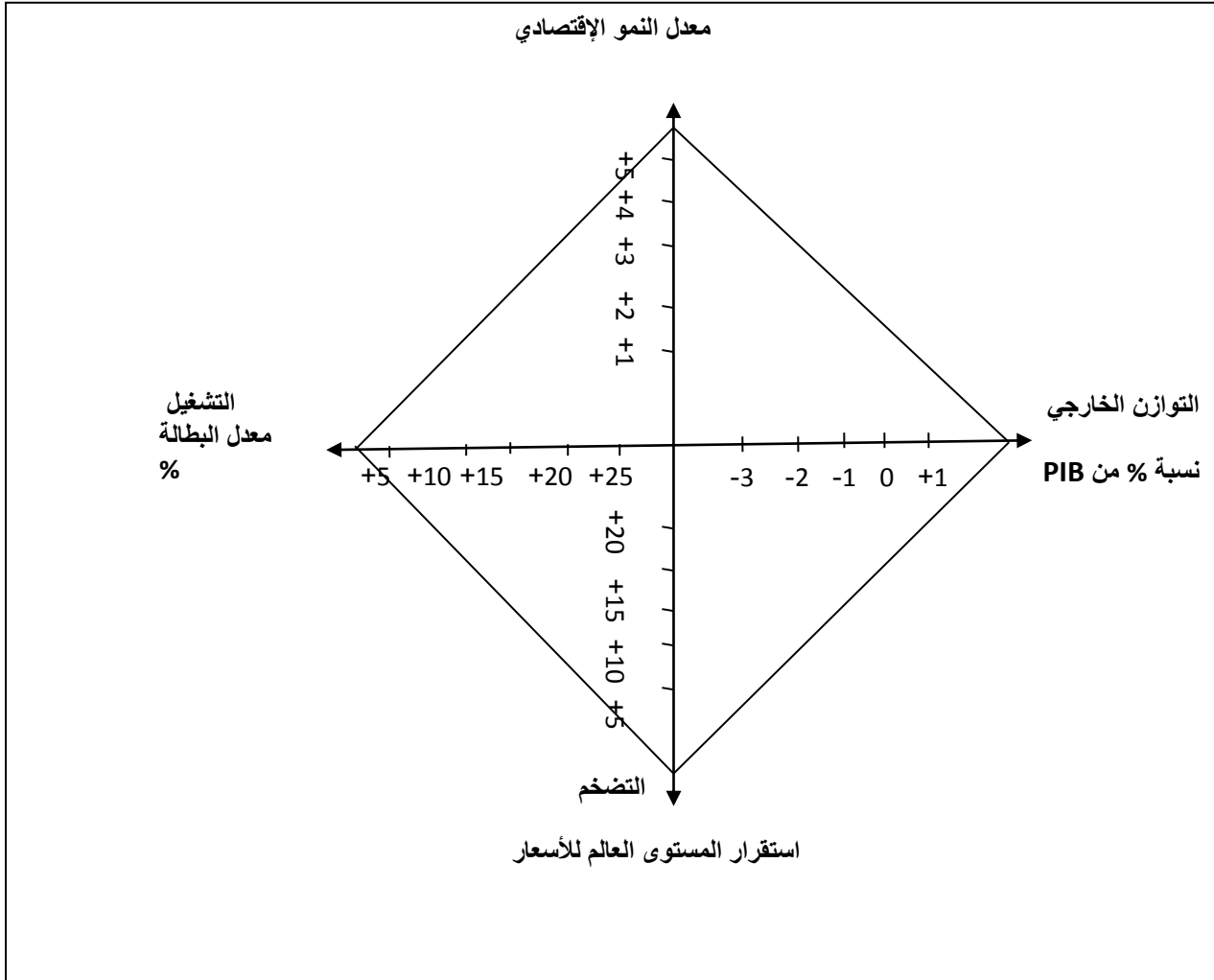
الاقتصادي نيكولاس كالدور سنة 1960، وأصبحت تعرف بـ "المربع السحري" الذي هو عبارة عن رسم تخطيطي رباعي الرؤوس، يحتوي الأهداف الأربعة الأساسية للسياسة الاقتصادية وهي: (1)

- معدل النمو الاقتصادي: ويقاس بمعدل النمو في الناتج المحلي الخام (PIB بالمئة)؛
- معدل البطالة (التشغيل الكامل): ويقاس باستعمال النسبة المئوية للبطالة من مجموع السكان النشطين؛
- استقرار المستوى العام للأسعار: ويقاس بالنسبة المئوية للتضخم؛
- استقرار الحسابات الخارجية: ويقاس بالنسبة المئوية لرصيد ميزان المدفوعات إلى الناتج الداخلي الخام (PIB)؛

(1) محمد راثول ، صلاح الدين كروش، تقييم فعالية السياسة النقدية في تحقيق المربع السحري لكالدور في الجزائر للفترة (2000 - 2010)، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 166، 2014، ص92.

والشكل التالي يلخص لنا هذه الأهداف:

الشكل رقم (03): المربع السحري لكالدور



المصدر: محمد راثول، صلاح الدين كروش، تقييم فعالية السياسة النقدية في تحقيق المربع السحري لكالدور في الجزائر خلال الفترة (2000-2010)، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 166، 2014.

وعليه، تبعا لخصائص المربع يمكننا قياس أثر السياسات الاقتصادية وهذا يربط المحاور المكونة له مع بعضها البعض، فإن كان معدل النمو الاقتصادي مرتفعا، وكان هناك استقرار في المستوى العام للأسعار، وكانت هناك بطالة منخفضة بالإضافة إلى كون رصيد ميزان المدفوعات الخارجي موجبا، فإن واجهة المربع مهمة جدا، وتوحي بأمثلية سير الاقتصاد الوطني. ومن تم فإن الوصل بين القمم الأربع يشكل المربع السحري لكالدور، بحيث كلما اتجهت هذه القمم إلى داخل المربع السحري على طول المحاور، أصبح

الوضع الاقتصادي أكثر صعوبة. وهو بالتالي يمثل لنا الوضعية الاقتصادية للبلد على امتداد سنوات مختلفة، من خلال امتداد قمم المربع واتساع مساحته (1).

المطلب الثاني: آليات السياسة الاقتصادية

لتحقق السياسة الاقتصادية جملة أهدافها السابقة الذكر تطبق مجموعة من الآليات تتمثل في: (2)

- **سياسة الضبط:** تتعلق سياسة الضبط بالمحافظة على التوازن العام بخفض التضخم، المحافظة على توازن ميزان المدفوعات، استقرار العملة، البحث عن التشغيل الكامل، هذا بالمفهوم الضيق، أما بالمفهوم الواسع فتعني مجموعة من الاجراءات الهادفة إلى المحافظة على النظام الاقتصادي في وضعه مثل تقليص الضغوط الاجتماعية، وكل السياسات المضادة اللازمة.

- **سياسة الإنعاش:** يهدف الإنعاش إلى اعادة اطلاق الآلة الاقتصادية باستخدام عجز الميزانية، تحفيز الاستثمار، الأجور والاستهلاك. وهي مستوحاة من الفكر الكينزي، وأحيانا يمكن التمييز بين الإنعاش عن طريق الاستهلاك (إنعاش الاقتصاد عن طريق الاستهلاك يتميز بالقدرة على التحرك بسرعة، ويتم ذلك عبر التخفيض في ضرائب القيمة المضافة ومساعدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة)، والإنعاش عن طريق الاستثمار (وذلك بتحسين مناخ وظروف الاستثمار ومراجعة مجال التحفيزات الجبائية واتخاذ تدابير تحفيزية للاستثمار).

- **سياسة اعادة هيكلة الجهاز الصناعي:** وتعتبر عن سياسة اقتصادية تهدف إلى تكييف الجهاز الصناعي مع تطور الطلب العالمي، وتتميز بإعطاء أولوية للقطاعات المصدرة وتفضيل التوازن الخارجي كمعامل محفز للنشاط الاقتصادي والتشغيل.

- **سياسة الانكماش:** وهي سياسة تهدف إلى تقليص ارتفاع الأسعار عن طريق وسائل تقليدية مثل الاقتطاعات الإجبارية من الدخل، تجميد الأجور، مراقبة الكتلة النقدية وعادة تؤدي هذه السياسة إلى تقليص النشاط الاقتصادي.

(1) المرجع السابق، ص93.

(2) بلعق.م، بوشعور.ر، ماهية السياسة الاقتصادية وضرورة استقلالية السلطة النقدية، الملتقى الدولي "السياسات الاقتصادية في الجزائر"، واقع وأفاق، تلمسان، يومي 29-30 ديسمبر، 2004، ص3.

- سياسة التوقف ثم الذهاب: وهي سياسة تم اعتمادها في بريطانيا وتتميز بالتناوب المتسلسل لسياسة الإنعاش ثم الانكماش حسب آلية كلاسيكية تعكس بنية الجهاز الإنتاجي.

المبحث الثاني: ماهية السياسة النقدية

تعتبر السياسة النقدية بمثابة حجر الزاوية في بناء السياسة الاقتصادية للدولة شأنها في ذلك شأن السياسة المالية، إذ أن لها تأثير على حالة الاقتصاد الوطني، كما أن لها دور فعال في تحقيق كل أهداف السياسة الاقتصادية، وذلك من خلال استخدام الأدوات المتاحة للبنك المركزي.

المطلب الأول: مفهوم السياسة النقدية

تعد السياسة النقدية أحد أشكال سياسات الاستقرار التي تنتهجها الدول من أجل مكافحة الإختلالات الاقتصادية المختلفة التي صاحبت التطور الاقتصادي، وكون السياسة النقدية تمثل الجانب النقدي للسياسة الاقتصادية فإن ذلك يتطلب درجة عالية من التنسيق مع أدوات السياسة الاقتصادية الأخرى.

الفرع الأول: تعريف السياسة النقدية

لقد اختلف الاقتصاديون حول إعطاء تعريف محدد للسياسة النقدية فنجد الاقتصادي " كانت Kant " عرفها بأنها "مجموعة الوسائل التي تتبعها الإدارة النقدية لمراقبة عرض النقد بهدف بلوغ هدف اقتصادي معين كهدف الاستخدام الكامل" (1).

أما الاقتصادي " شاو Shaw " فقد عرفها بأنها " أي عمل واع تقوم به السلطات النقدية لتغيير حجم النقد أو التأثير على كلفة الحصول عليه " (2).

كما تعرف على أنها: " تلك الإجراءات التي تستخدمها الدولة للتأثير في عرض النقود لإيجاد التوسع أو الانكماش في حجم القوة الشرائية للمجتمع " (3).

(1) أكرم حداد، مشهور هداول، النقود والمصارف، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمان، 2010، ص 183.

(2) المرجع نفسه، الصفحة نفسها.

(3) بلعزور بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006، ص

ومن التعاريف السابقة نخلص إلى أن السياسة النقدية هي مجموعة الإجراءات والأحكام التي تتبعها الدولة بغرض التأثير والرقابة على الائتمان بما يتفق وتحقيق مجموعة أهداف السياسة الاقتصادية.

الفرع الثاني: أهداف السياسة النقدية

تهدف السياسة النقدية في مجملها وبشكل نهائي إلى تحقيق الاستقرار النقدي والاقتصادي، لذلك تعمل السلطات النقدية جاهدة لتحقيق هذه الأهداف.

أولاً: الأهداف الأولية للسياسة النقدية

نظراً لتنوع الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية، استلزم الأمر تحديد أهداف أولية، وهي عبارة عن متغيرات تستخدم للتأثير على الأهداف الوسيطة. وتتكون من: (1)

أ- **مجمعات الاحتياطات النقدية:** تتضمن هذه المجمعات ما يلي:

أ-1 **القاعدة النقدية:** والتي تتكون من النقود المتداولة لدى الجمهور التي تضم الأوراق النقدية، النقود المساعدة ونقود الودائع، والاحتياطات المصرفية فتشمل ودائع البنوك لدى البنك المركزي، وتضم الاحتياطات الإلزامية والنقود الحاضرة في خزائن البنوك.

أ-2 **احتياطات الودائع الخاصة:** تتمثل في الاحتياطات الإجمالية مطروحة منها الاحتياطات الإلزامية والودائع في البنوك الأخرى.

أ-3 **الاحتياطات غير المقترضة:** وهي تتمثل في الاحتياطات الإجمالية مطروحة منها الاحتياطات المقترضة (كمية القروض المخصومة).

ب- **ظروف سوق النقد:** تحتوي على الاحتياطات الحرة وهي تمثل الاحتياطات الفائضة للبنوك لدى البنك المركزي مطروحة منها الاحتياطات التي اقترضتها البنوك من البنك المركزي وتسمى صافي الاقتراض كذلك معدل الأرصدة البنكية وأسعار الفائدة في سوق النقد التي يمارس البنك المركزي عليها رقابة شديدة. ويعتبر الهدف الأولي الأفضل هو ذلك الذي يتصف بالتأثر والتجاوب بسرعة مع تغيير الأدوات النقدية المستعملة.

(1) صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية، الطبعة الأولى، دار الفجر للنشر والتوزيع، الجزائر، ص ص 124، 125.

ثانياً: الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية

هي عبارة عن تلك المتغيرات النقدية التي يمكن عن طريق مراقبتها وإدارتها الوصول إلى تحقيق بعض أو كل الأهداف النهائية.

أ- **سعر الفائدة:** لقد احتفظت سعر الفائدة بمكانة هامة في تنفيذ السياسة النقدية كونها تستعمل كوسيلة لتحقيق أهدافها النهائية على أساس أن مراقبة سعر الفائدة يسهل التأثير على حجم الكتلة النقدية ومعدل الصرف بالإضافة إلى أنها تؤثر على مستوى النشاط الاقتصادي حيث أن الافتراضات الاستثمارية والأصول المالية تعتمد عليها بشكل كبير⁽¹⁾.

ب- **سعر الصرف:** تعمل بعض الدول على ربط عملاتها بعملات قوية قابلة للتحويل والحرص على استقرار صرف عملاتها مقابل تلك العملات لأن استقرار هذا المعدل (سعر الصرف) يشكل ضماناً لاستقرار البلاد اتجاه الخارج، لكن اتخاذ معدل الصرف كهدف وسيط يظهر العديد من العيوب لأن أسواق الصرف غير منتظمة فهي تتعرض للتقلبات، لذلك فإن الاقتصاديات الواسعة والمتنوعة التي تتميز بانفتاح قليل على الخارج والتي ترتبط بشريك اقتصادي أساسي، لا يمكن لها أن تركز جميع أهدافها الوسيطة للسياسة النقدية على سعر الصرف⁽²⁾.

ج- **المجمعات النقدية:** هي عبارة عن مؤشرات إحصائية لكمية النقود المتداولة، وتعكس قدرة الأعوان الماليين المقيمين على الإنفاق، بمعنى أنها تضم وسائل لدى هؤلاء الأعوان، ووسائل التوظيف التي يمكن تحويلها بيسر وبسرعة دون مخاطر الخسارة في رأس المال في وسائل الدفع، ويرتبط عدد هذه المجمعات بطبيعة الاقتصاد ودرجة تطور الصناعة المصرفية والمنتجات المالية، وتعطي هذه المجمعات معلومات للسلطات النقدية عن وتيرة نمو السيولة⁽³⁾.

د- **استهداف التضخم:** تعد هذه السياسة من المفاهيم الحديثة نسبياً لتطوير أسلوب إدارة السياسة النقدية من قبل البنوك المركزية من خلال التركيز على معدل التضخم، وتتمثل هذه السياسة في إعلان صريح من قبل السلطة النقدية هو تحقيق مستوى محدد لمعدل التضخم خلال فترة زمنية محددة، وبالتالي فإن السياسة النقدية هنا تكون مركزة على معدل التضخم مباشرة كاستهداف وسيط لها، إضافة إلى ذلك فإن فعالية سياسة

(1) المرجع السابق، ص ص 126، 127.

(2) صالح مفتاح، مرجع سابق، ص 128.

(3) المرجع نفسه، الصفحة نفسها.

استهداف التضخم تتعلق بمدى إمكانية السلطة النقدية للتحكم في المعدل المستهدف كهدف أساسي للسياسة النقدية في المدى الطويل (1).

ثالثاً: الأهداف النهائية للسياسة النقدية

للسياسة النقدية أهداف متعددة تختلف درجة أهميتها من دولة إلى أخرى حسب طبيعة المذهب والنظام الاقتصادي المتبع، والوضع الاقتصادي السائد، ودرجة تقدم المجتمع ومستويات تطوره الاقتصادي، لذلك فالأهداف المراد تحقيقها عن طريق السياسة النقدية في دولة متقدمة تختلف عن تلك المراد تحقيقها في دولة نامية، ففي المجموعة الأولى من الدول عادة ما تهدف للحفاظ على الاستقرار الاقتصادي والنقدي وضمان السيولة للاقتصاد الوطني، أما في البلدان النامية التي تعاني من إختلالات هيكلية وعدم وجود استقلال نقدي في ظل اضطراب اقتصادي وعموما تكمن هذه الأهداف في تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار، العمالة الكاملة، تحقيق معدل عال من النمو، توازن ميزان المدفوعات والتي تم التطرق إليها سابقاً (2).

المطلب الثاني: أدوات السياسة النقدية

إن تحقيق أهداف السياسة النقدية، يتطلب الأمر الاعتماد على مجموعة من الوسائل والأدوات والتي ليس بالضرورة يمكن أن تحقق كل الأهداف، إذ أن هذه الأدوات تتباين من اقتصاد إلى آخر، حيث تخضع لدرجة التناسق في الجهاز المصرفي وكذلك قوة ومتانة الاقتصاد وتكامله. ومن أكثر الأدوات المستعملة تأثيراً على الكتلة النقدية المتداولة في المجتمع بما يخدم توجهات السياسة الاقتصادية الكلية هي الأدوات الكمية.

(1) صالح صالح، أدوات السياسة النقدية والمالية الملائمة لترشيد الصيرفة الإسلامية، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 1-5، جامعة فرحات عباس، الجزائر، 2010، ص 8.

(2) محمد أحمد زيدان، سياسة إستهداف التضخم كآلية الحد من التضخم في بلدان مجلس التعاون الخليجي، ورقة مقدمة للقاء السنوي السابع عشر لجمعية الاقتصاد السعودي، التكامل الاقتصادي الخليجي: الواقع والمأمول خلال الفترة 26-28 ماي 2009، المملكة العربية السعودية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، الجزائر، 2009، ص 4.

الفرع الأول: الأدوات الكمية

وتتمثل فيما يلي: (1)

أولاً: سياسة معدل إعادة الخصم: يعتبر من أقدم الأدوات التي لجأ إليها البنك المركزي في التأثير على السيولة والائتمان، ففي حالة التضخم يرفع البنك معدل إعادة الخصم ليحد من قدرة البنوك على التوسع في الائتمان بغية مجابهة الأوضاع التضخمية، أما في حالة إنباع البنك المركزي لسياسة توسعية فإنه يقوم بخفضه، حتى يتيح للبنوك خصم ما لديها من أوراق تجارية أو الاقتراض منه للتوسع في منح الائتمان.

ثانياً: سياسة السوق المفتوحة: وتعني دخول البنك المركزي للسوق النقدية من أجل تخفيض أو زيادة حجم الكتلة النقدية، ففي حالة معاناة الاقتصاد من ظاهرة التضخم يتدخل البنك المركزي بما في حوزته من أوراق مالية للبيع، ومن تم يقوم بامتصاص الفائض من الكتلة النقدية، أما في حالة الكساد فيتدخل لتشجيع الائتمان وتوفير السيولة اللازمة للأداء الاقتصادي وذلك بطرح المزيد من السيولة في سوق التداول مقابل الأوراق المالية والتجارية (الشراء).

ثالثاً: معدل الاحتياطي النقدي القانوني: إن تدخل البنك المركزي بهذه السياسة (الأداة)، يقتضي ضرورة قيام البنوك التجارية بالاحتفاظ بنسبة معينة من الودائع لديه، وهذا الاحتفاظ يختلف عن الرصيد السائل الذي تبقى البنوك التجارية لمواجهة طلبات السحب المحتملة من طرف المودعين، لذلك يعتبر بمثابة خط الدفاع الأول للبنك والمتعاملين.

يستعمل البنك المركزي هذه الأداة لإحداث التوازن النقدي المحلي، ففي حالة التضخم يرفع نسبته أما في حالة الكساد يخفضها حتى يسمح للبنوك التجارية التوسع في منح الائتمان.

وهناك مجموعة من الشروط الواجب توفرها لتحقيق فعالية معدل الاحتياطي القانوني وهي (2):

- عدم وجود تسرب نقدي؛
- عدم وجود طرق أخرى أمام البنوك للحصول على موارد نقدية خارج البنك المركزي؛
- مدى استجابة ومرونة القطاعات الإنتاجية لتلك التغيرات المطبقة من قبل السلطات النقدية؛
- التأثير على سعر الفائدة؛

(1) بلعزور بن علي، مرجع سابق، ص 122-126.

(2) بسام الحجار، الاقتصاد النقدي والمصرفي، الطبعة الثانية، دار المنهل اللبنانية، بيروت، 2009، ص 183.

- وعاء الاحتياطات شامل لكل أنواع الودائع.

الفرع الثاني: الأدوات الكيفية

هي مجموعة الإجراءات التي يتم عن طريقها توجيه الائتمان إلى أنواع معينة من الاستثمارات المطلوبة ومن أكثر هذه الأدوات استعمالا وشيوعا ما يلي: (1)

أولاً: تأطير القروض: هي إجراء تنظيمي يفرض ويطبق على البنوك التجارية، بهدف تحديد حجم القروض المقدمة من طرف البنوك إلى الزبائن، فعلى البنوك احترام نسبة معينة عند الارتفاع السنوي للقروض الممنوحة، وفي حالة تجاوز النسبة يلجأ البنك المركزي لفرض عقوبات على البنك المتجاوز.

ثانياً: التنظيم الانتقائي للقروض: عبارة عن مجموعة الإجراءات التي تهدف إلى تسهيل الحصول على أنواع خاصة من القروض أو مراقبة توزيعها أحياناً، وهي عادة تأخذ شكل سقف لقرض مخصصة لأهداف معينة وحسب هذه الإجراءات يجب على المقترضين أن يساهموا بجزء من أموالهم الخاصة في التمويل، ويتمثل الهدف الأساسي لهذه الحدود العليا في التأثير على اتجاه القروض ومنه توجيه الموارد الاقتصادية إلى الاستخدامات المرغوب فيها.

ثالثاً: وضع حد أقصى لسعر الفائدة: قد تتنافس البنوك التجارية بغرض زيادة ودائع العملاء، فتمنح فوائد على الودائع الجارية أو تتنازل عن شرط مرور فترة زمنية لسحب الودائع الآجلة، وقد يؤدي هذا إلى ارتفاع أسعار الفائدة ارتفاعاً كبيراً، لذا فإن البنك المركزي قد يضع حداً أعلى للفوائد التي تمنح على الودائع الجارية إذ لا يجب على البنوك التجارية أن تتخطاه، كما أن هذا الحد قابل للتغيير حسب الظروف الاقتصادية فينخفض في حالة الرواج ويرتفع في حالة الكساد (2).

رابعاً: الإقناع الأدبي: هو أداة يسعى من خلالها البنك المركزي إقناع البنوك التجارية باتباعها لسياسة معينة دون الحاجة إلى إصدار تعليمات رسمية أو استخدام أدوات الرقابة القانونية، وتتوقف فعالية ونجاعة هذه السياسة على خبرة ومكانة البنك المركزي ومدى تقبل البنوك التجارية التعامل معه وثقتها في إجراءاته (3).

(1) عبد الله البحيري، أثر العولمة على فعالية السياسة النقدية "دراسة حالة الجزائر"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2005، ص 67.

(2) عبد النعيم مبارك، أحمد الناقة، النقود والصرافة والنظريات النقدية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص 153.

(3) بلعزور بن علي، مرجع سابق، ص 130.

المطلب الثالث: علاقة السياسة النقدية بالسياسة الاقتصادية

يمكن إبراز هذه العلاقة من خلال ما يلي:

الفرع الأول: كمية النقود ومستوى النشاط الاقتصادي

إن الزيادة في كمية النقود من خلال التوسع في الإصدار النقدي تؤثر على الأسعار وهذا حسب الفكر الكلاسيكي في حالة التشغيل الكامل، أما في حالة عدم وجود تشغيل كامل فإن هذا يعني أن زيادة في الطلب بسبب زيادة المعروض النقدي يؤدي إلى زيادة المعروض من السلع، مما يعني أن تأثير كمية النقود في الأسعار يكون في حالة التشغيل الكامل فقط، وهذا حسب ما يراه "كينز"، أما "فريدمان" فيعترف بوجود العديد من الآثار للسياسة النقدية للنشاط الاقتصادي سواء في الأجل القصير أو الطويل، فعند زيادة وسائل النقد المتاحة فإن ذلك يؤدي إلى انخفاض معدل الفائدة ما يؤدي كذلك إلى ظاهرة الاكتناز وزيادة حدتها، ويمكن أن تتواصل حتى في ظل ثبات أسعار الفائدة وبالتالي فإن التغير في كمية النقود هو المؤشر الرئيسي لطلب الإنتاج والأسعار.

وبهذا يمكن القول بأن زيادة كمية النقود تلعب دور المحرك للنشاط الاقتصادي خاصة في حالة الركود الاقتصادي (أي حالة عدم التشغيل الكامل)، كما يمكن أن تلعب دورا في إيقاف التيارات التضخمية عن طريق السياسة النقدية⁽¹⁾.

الفرع الثاني: السياسة النقدية وسياسة التوازن الاقتصادي

في أي سياسة اقتصادية ينبغي تحديد أهداف معينة، كما يجب تحقيق معدل إندماج مقبول للاقتصاد الوطني في المحيط الدولي الذي يظهر في بعض المؤشرات مثل توازن ميزان المدفوعات، استقرار معدل الصرف، وإحداث هذه التوازنات المرغوب فيها فإن السياسة النقدية تؤثر على ذلك بتغذية الاقتصاد بالسيولة اللازمة، وتؤثر بصفة مباشرة على عناصر الاقتصاد الحقيقي وخاصة الإنتاج والأسعار، فزيادة الأسعار الناتجة عن السياسة النقدية التوسعية ستولد ضغوطا اتجاه زيادة الأجور النقدية، وهذا يؤدي إلى زيادة الطلب

(1) صالح مفتاح، مرجع سابق، ص 104.

على النقود وارتفاع أسعار الفائدة وبالتالي انخفاض الاستثمار ومن ثم انخفاض مستوى الناتج الحقيقي في الأمد القصير (1).

المبحث الثالث: ماهية السياسة المالية

تعتبر السياسة المالية أهم أداة من أدوات التخطيط الاقتصادي الحديث، إذ تسعى إلى تحقيق الأهداف الاقتصادية، الاجتماعية و السياسية، وهذا بإتباع سياسة توسعية أو انكماشية حسب ما تقتضيه الظروف الاقتصادية السائدة.

المطلب الأول: مفهوم السياسة المالية

من أجل دراسة السياسة المالية ودورها في النشاط الاقتصادي، يستوجب أولاً دراسة مفهوم السياسة المالية وأهدافها.

الفرع الأول: تعريف السياسة المالية

اشتق مصطلح السياسة المالية أساساً من الكلمة الفرنسية " fisc " وتعني حافظة النقود أو الخزنة (2).

وعرفها عبد المطلب عبد الحميد بأنها: " مجموعة من القواعد و الأساليب والإجراءات والتدابير التي تتخذها الدولة لإدارة النشاط المالي لها بأكبر كفاءة ممكنة، لتحقيق مجموعة من الأهداف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية خلال فترة زمنية معينة" (3).

كما تعرف على أنها: "تلك السياسات والإجراءات المدروسة والمعتمدة المتصلة بمستوى ونمط الإنفاق الذي تقوم به الحكومة من ناحية ومستوى وهيكل الإيرادات التي تحصل عليها من ناحية أخرى" (4).

(1) سالم توفيق النحفي، أحمد فتحي عبد المجيد، السياسات الاقتصادية الكلية والفقر مع إشارة خاصة إلى الوطن العربي، الطبعة الأولى، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، 2008، ص 166.

(2) طارق الحاج، المالية العامة، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 1999، ص 201.

(3) عبد المطلب عبد الحميد، النظرية الاقتصادية تحليل جزئي وكلي للمبادئ، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2000، ص 426.

(4) philip .A.klein, **the managment of market**, oriented economics a comparative perspective wadswor, the publishing company, belmont california ,1973. P176.

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن السياسة المالية هي أداة الدولة في التأثير على مجمل النشاط الاقتصادي بغية تحقيق أهداف اقتصادية، اجتماعية وسياسية، أي استخدام بعض النشاطات الحكومية في تطوير الاقتصاد القومي من خلال استخدام الإيرادات والنفقات العامة إضافة إلى القروض العامة للدفع بعجلة الاقتصاد الوطني وتحقيق النمو والاستقرار الاقتصاديين.

الفرع الثاني: أهداف السياسة المالية

تهدف السياسة المالية إلى تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية من خلال استخدام الإيرادات والنفقات العامة من طرف الحكومة، ومن أهدافها: (1)

- التأثير على العمالة باتجاه الاستخدام الكامل للموارد؛
- التأثير على التنمية باتجاه زيادة كفاءة الموارد المتاحة، حجم الموارد الممكن استخدامها؛
- التأثير على حجم الدخل والثروة والضمان الاجتماعي؛
- تحقيق الاستقرار الاقتصادي وتجنب الهبوط في النشاط الاقتصادي والتخفيف من حدة الرواج؛
- توفير الموارد المالية للأهداف الاقتصادية وغير الاقتصادية للدولة؛
- المحافظة على قيمة النقود من خلال إجراءات مالية كالاعتماد على الموارد المحلية مما يؤدي إلى استقرار المستوى العام للأسعار؛
- تساهم السياسة المالية بتأثيرها في الدورة الاقتصادية عن طريق تكيف نفقاتها وفق الوضع الاقتصادي القائم.

المطلب الثاني: أدوات السياسة المالية

إن الدولة في سعيها لتخطيط سياستها المالية اللازمة لتحقيق أهداف المجتمع، لا بد أن تستخدم في تكامل وتناسق تام بين كافة أدوات السياسة المالية، والتي تنقسم إلى ثلاثة أدوات وهي: النفقات العامة، الإيرادات العامة والميزانية العامة.

(1) حوحو فطوم، مرجع سابق، ص 163.

الفرع الأول: الإيرادات العامة

أولاً: مفهوم الإيرادات العامة

أ- تعريف الإيرادات العامة: تعرف الإيرادات على أنها "عبارة عن جميع الأموال النقدية، والعينية، والمنقولة، والعقارية التي ترد إلى الخزينة العامة للدولة"⁽¹⁾.

كما تعرف على أنها: "الأموال التي تحصل عليها الحكومة سواء بصفقتها السيادية أو من أنشطتها وأملكها الذاتية، أو من مصادر خارجية عن ذلك سواء كانت قروضا داخلية أو خارجية، أو مصادر تضخمية لتغطية الإنفاق العام خلال فترة زمنية معينة. فقد تبدلت النظرة إلى الضرائب والقروض وأصبحت تتخذ في كثير من الأحيان وسيلة لا مجرد الحصول على إيراد مالي للموازنة العامة للدولة فحسب بل لتحقيق غايات وأهداف اقتصادية واجتماعية"⁽²⁾.

ب- خصائص الإيرادات العامة: يمكن إبراز خصائصها فيما يلي: ⁽³⁾

- الصفة النقدية للإيرادات العامة؛
- الدولة هي المكلفة والملزمة بتحصيل الإيرادات؛
- ترد هذه الأموال إلى الخزينة العامة للدولة؛
- تهدف هذه الإيرادات إلى تغطية النفقات.

ثانياً: أنواع الإيرادات العامة

إذا كان الإيراد العام يختلف من حيث المصدر ومن حيث شكله، فإنه يمكن التمييز بين مختلف الإيرادات العامة من حيث عنصر الإيجار في الحصول عليها وتأخذ ثلاث أشكال إما الشكل الاقتصادي، السيادي أو الائتماني.

⁽¹⁾ محمود الكفراوي، السياسة المالية والنقدية في ظل الاقتصاد الإسلامي "دراسة تحليلية مقارنة"، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 1997، ص 437.

⁽²⁾ المرجع نفسه، الصفحة نفسها.

⁽³⁾ توافق صفية، قريني فاطمة الزهراء، دور السياسة المالية في تحفيز الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية دولية، جامعة جيجل، 2013، ص 15.

أ- الإيرادات الاقتصادية: هي تلك الإيرادات التي تحصل عليها الدولة بصفتها شخص اعتباري قانوني يملك ثروة ويقدم خدمات عامة، وهي إيرادات ناجمة عن تأجير العقارات العائدة لها، فوائد القروض وأرباح المشروعات⁽¹⁾.

أ-1- إيرادات أملاك الدولة (الدومين): يطلق لفظ الدومين على ممتلكات الدولة أيا كانت طبيعتها، عقارية أو منقولة، وأيا كان نوع ملكية الدولة عامة أو خاصة⁽²⁾. وتنقسم إلى: (3)

أ-1-1- الدومين العام: هو كل ما تملكه الدولة من أملاك مخصصة للنفع العام والذي يخضع للقانون العام مثل الموانئ، الجسور، الطرق، المطارات... الخ.

أ-1-2- الدومين الخاص: هو كل ما تملكه الدولة ملكية خاصة، والذي يخضع لأحكام القانون الخاص، فهو لا يخصص للمنفعة العامة، إضافة إلى أنه يدر إيرادات ولهذا يعتبر مصدر مالي مهم للدولة.

أ-2- الثمن العام: هو مبلغ يدفعه بعض الأفراد مقابل انتفاعهم ببعض الخدمات العامة التي تقدمها الحكومة، بمعنى آخر هو تلك المبالغ التي تحصل عليها الدولة بعد تقديمها لخدمات عامة تعود على الأفراد بمنفعة خاصة حيث يمكن تحديد المنتفع بها مثل خدمات البريد، الكهرباء، المياه... الخ. فهو يدفع اختياريا حيث لا يدفعه إلا من ينتفع بالخدمة العامة⁽⁴⁾.

ب- الإيرادات السيادية: وتتمثل في الإيرادات التي تحصل عليها الدولة جبرا من الأفراد لما لها من حق السيادة وتتمثل في الضرائب والرسوم⁽⁵⁾.

ب-1- الضرائب: هي عبارة عن اقتطاع نقدي جبري تفرضه الدولة على المكلفين وفقا لقدراتهم بطريقة نهائية وبلا مقابل وذلك لتغطية النفقات العامة وتحقيق أهداف الدولة المختلفة⁽⁶⁾.

(1) طارق الحاج، مرجع سابق، ص 38.

(2) زينب حسين عوض الله، مبادئ المالية العامة، الدار الجامعية، بيروت، 1994، ص 248.

(3) بوزيان عبد الباسط، دور السياسة المالية في استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر "دراسة حالة الجزائر (1994-2004)"، مذكرة ماجستير، الجزائر، 2006، ص ص 86، 87.

(4) دراوسي مسعود، مرجع سابق، ص 177.

(5) فوزية خلوط، أثار السياسة المالية في دعم الاستثمارات العمومية المنتجة في الجزائر في ظل التطورات الاقتصادية الراهنة، مذكرة ماجستير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2014، ص 8.

(6) طارق الحاج، مرجع سابق، ص 47.

وتنقسم إلى: (1)

ب-1-1- الضرائب المفروضة على الأشخاص والضرائب على الأموال: فبالنسبة لضرائب الأفراد فهي التي تفرض على المواطنين أنفسهم، حيث تصيب الشخص بعينه بغض النظر عن دخله وقدرته المالية، أما الضرائب على الأموال فهي تصيب ما يملكه الشخص من أموال داخل المجتمع ممثلة في رأسماله أو دخله.

ب-1-2- الضريبة الواحدة والضريبة المتعددة: نعني بالضريبة الواحدة أن الدولة تفرض ضريبة واحدة فقط على الدخل والأموال، أما الضريبة المتعددة هي أن الدولة تفرض أكثر من ضريبة أساسية واحدة على أنواع متعددة من الدخل والأموال.

ب-1-3- الضرائب المباشرة وغير المباشرة: الضرائب المباشرة هي كل اقتطاع قائم مباشرة على الأشخاص أو على الممتلكات، والتي تنتقل مباشرة من المكلف بالضريبة إلى الخزينة العمومية، أما الضريبة غير المباشرة تقع في معظم الأحيان على عناصر الاستهلاك أو الخدمات المقدمة، ويتم تسديدها بطريقة غير مباشرة (2).

ب-2- الرسوم: يعرف الرسم على أنه عبارة عن مبلغ من النقود يدفعه الفرد جبرا إلى الدولة مقابل نفع خاص يحصل عليه من قبل إحدى الهيئات العامة، ويقترن هذا النفع الخاص بالنفع العام الذي يعود على المجتمع كله، كما يمكن تعريفه بذلك المورد المالي الذي تحصل عليه الدولة ممن يكون في حاجة إلى خدمة خاصة تنفرد الدولة بأدائها، كالرسوم القضائية أو رسوم التسجيل بالجامعة... الخ.

ج- الإيرادات الائتمانية: تتمثل في كل ما تحصل عليه الدولة من قروض بمختلف أشكالها، سواء محلية أو أجنبية، إضافة إلى الإيرادات الناجمة عن الإصدار النقدي أو ما يطلق عليه بالتمويل التضخمي، تلجأ الدولة إلى هذا النوع من الإيرادات لتمويل عجزها الموازني وذلك في حالة قصور أو عدم كفاية مصادرها الإيرادية السابقة الذكر.

(1) دراوسي مسعود، مرجع سابق، ص 183.

(2) توافق صفية، قريني فاطمة الزهراء، مرجع سابق، ص 17.

ثالثا: الآثار الاقتصادية للإيرادات العامة

تستخدم العديد من الدول الضرائب التصاعدية على الدخل والمرتببات من أجل تخفيف حدة التفاوت في توزيع الدخل، وكذلك بهدف تشجيع القطاعات الإنتاجية، إلا أنه الضريبة ليست الأداة الوحيدة للتأثير على هيكل الاقتصاد القومي، فالقروض العامة كإيراد عام هي الأخرى يمكن أن تؤثر عليه.

فبالنسبة للقروض الداخلية يمكن استخدامها لاستقطاب فائض القوة الشرائية وترجمته إلى مدخرات حقيقية توجه نحو تمويل جزء من الإنفاق العام الاستثماري، أما بالنسبة لإيرادات الدومين العام، فيمكن للدولة أن تؤثر بها على الهيكل الاقتصادي ولكن نطاق هذا التأثير محدود، كما ينبغي ترشيد استخدام هذه الإيرادات حتى تتجنب السلطات المالية الآثار الاقتصادية السلبية على القطاعات الأخرى للاقتصاد القومي⁽¹⁾.

الفرع الثاني: النفقات العامة

أولاً: مفهوم النفقات العامة

أ- تعريف النفقات العامة: وتعبر عن جميع المصروفات التي تقوم الدولة بإنفاقها خلال فترة زمنية معينة بهدف إشباع حاجات المجتمع، ويزداد الإنفاق العام كلما زاد دور الدولة في النشاط الاقتصادي، واتساع الدور الاجتماعي والتغيير السياسي⁽²⁾.

ب- أركان النفقات العامة: (3)

ب-1- النفقة العامة مبلغ من النقود: يتميز إنفاق الدولة في عصرنا الحالي بأنه مبلغ نقدي، فالدولة تقوم عادة وهي بصدد أداء الخدمات العامة بإنفاق مبالغ نقدية للحصول على مستلزماتها من السلع والخدمات.

ب-2- صدور النفقة من شخص عام: لا يعتبر المبلغ النقدي المنفق لأداء الخدمة العامة، بمثابة نفقة عامة إلا إذا صدر من شخص عام.

(1) بوزيان عبد الباسط، مرجع سابق، ص 84-90.

(2) عمر الشريف، السياسات الاقتصادية وأدوات تحقيق نجاح التنمية والاستقرار في إطار النظام الإسلامي، الملتقى الدولي "الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل"، غرداية، يومي 23-24 فيفري، 2011، ص 4.

(3) توافق صافية، قريني فاطمة الزهراء، مرجع سابق، ص 11.

ب-3- النفقة العامة تهدف إلى تحقيق النفع العام: أن تكون الغاية منها أداء خدمة عامة ينتج عنها تحقيق نفع عام يستفيد منه جميع المواطنين.

ثانيا: تقسيمات النفقات العامة

يمكن تقسيم النفقات العامة إلى عدة تقسيمات أهمها:

أ- النفقات العامة من حيث تأثيرها على الدخل القومي: وتنقسم إلى: (1)

أ-1- النفقات الحقيقية: هي النفقات التي تستعمل من طرف الدولة وهيئاتها في شراء السلع والخدمات، فهي تتم مقابل خدمة، مثل الخدمات الصحية.

أ-2- النفقات التحويلية: فهي التي تستعمل مباشرة من طرف الأفراد والمؤسسات الخاصة من خلال التحويلات التي تقدمها لهم الدولة ومثال ذلك النفقات التحويلية الاجتماعية (تأمينات البطالة، الشيخوخة) والنفقات التحويلية الاقتصادية (إعانات الاستغلال، إعانات التجارة الخارجية).

ب- النفقات العامة من حيث دوريتها:

ب-1- النفقات العادية: هي تلك النفقات التي تتكرر دوريا خلال فترة زمنية معينة في ميزانية الدولة مثل كل شهر، سداسي، سنة... الخ، كمرتبات الأجور (2). ولا يقصد بالتكرار هنا تكرار الكمية أو الحجم، وإنما تكرار نوعها في كل ميزانية حتى ولو اختلف مقدارها (3).

ب-2- النفقات غير العادية: هي تلك النفقات التي لا تتكرر كل سنة وهي تلك المخصصة للكوارث الطبيعية.

ج- النفقات العامة بحسب أغراضها: تقسم النفقات العامة وفقا لاختلاف وظائف الدولة إلى:

ج-1- النفقات الإدارية: وهي النفقات المتعلقة بسير المرافق العامة واللازمة لقيام الدولة وتشمل على نفقات الدفاع، الأمن و العدالة إلى جانب التمثيل الدبلوماسي.

(1) موسى رحمان، نحو ميزة نسبية للاقتصاد الجزائري عن طريق تفعيل أدوات السياسة المالية، الملتقى الدولي "السياسات الاقتصادية في الجزائر واقع وأفاق"، تلمسان، يومي 29-30 ديسمبر، 2004، ص 3.

(2) فوزية خلوط، مرجع سابق، ص 5.

(3) توافق صفية، قريني فاطمة الزهراء، مرجع سابق، ص 12.

ج-2- النفقات الاجتماعية: وهي تلك النفقات التي تخصصها الدولة لوظائفها الأساسية، كالخدمات القاعدية، التعليم، الصحة،... الخ.

ج-3- النفقات الاقتصادية: وهي تلك النفقات التي تخصصها الدولة لغرض تزويد الاقتصاد القومي بخدمات أساسية، مثل النقل، الصرف والمواصلات... الخ⁽¹⁾.

ثالثاً: الآثار الاقتصادية للنفقات العامة

تتدخل الدولة في النشاط الاقتصادي من خلال استخدامها للعمليات المالية المتعلقة بالإففاق العام كأداة للتأثير على الظروف الاقتصادية، ففي فترات الانكماش تقوم السلطات العمومية بحقن الاقتصاد القومي عند طريق زيادة الإففاق العام وهذا بغرض رفع القدرة الشرائية للاقتصاد القومي وتحريك أجهزته.

فبالنسبة للنفقات التحويلية المتعلقة بالنفقات الاجتماعية والمعاشات الاستثنائية فإنها بمثابة حقن نقدي للاقتصاد القومي ينتج عنه زيادة الإففاق الاستهلاكي، وبذلك فإن السياسة المالية الإففاقية تعنى بالاستقرار الاقتصادي الداخلي وعلاج حالة الركود والانكماش. وفيما يخص النوع الثاني من الإففاق على الأشغال العامة فهو يستخدم لمحاربة البطالة عن طريق تقوية البنية الاقتصادية أي عن طريق زيادة الإففاق للاستثمار وذلك لغرض إعادة الانتعاش إلى الاقتصاد القومي، وبالتالي فإن الإففاق العام عادة ما يستخدم كأداة فعالة لتحقيق أهداف اجتماعية واقتصادية وسياسية من خلال ضبطه وترشيده أو التوسع فيه⁽²⁾.

الفرع الثالث: الموازنة العامة

أولاً: مفهوم الموازنة العامة

أ- تعريف الموازنة العامة: هي أداة هامة من أدوات السياسة المالية، وهي وثيقة مالية تبين إنفاق الحكومة وإيراداتها، والموازنة بينهما بما يحقق الأهداف العامة للدولة والتي تعد من قبل السلطة المالية سنوياً، وتصادق عليها السلطة التشريعية⁽³⁾.

(1) فوزية خلوط، مرجع سابق، ص 5، 6.

(2) محمود عبد المنعم عفر، أحمد فريد مصطفى، الاقتصاد المالي الوضعي والإسلامي بين النظرية والتطبيق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999، ص 346.

(3) فليح حسن خلف، المالية العامة، جدار للكتاب العالمي للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 277.

ب- خصائص الموازنة العامة: تتميز الموازنة العامة بمجموعة من الخصائص منها: (1)

ب-1- الموازنة العامة توقع: فهي بمثابة البيان لما تتوقع السلطة التنفيذية أن تنفقه وأن تحصله من إيرادات مالية خلال فترة قادمة.

ب-2- الموازنة العامة إجازة: قبل تنفيذ الميزانية تقوم السلطة التشريعية باعتمادها، أي الموافقة على توقعات الحكومة عن نفقات وإيرادات العام المقبل والترخيص لها بمواصلة تحصيل الإيرادات وصرف النفقات.

ب-3- الموازنة العامة تعبر عن الأهداف الاقتصادية والمالية للدولة: فمختلف بنود محتويات الميزانية من إيرادات ونفقات تحدث آثار اقتصادية واجتماعية وكذا سياسية وبالتالي تعتبر الإطار العام الذي تنعكس فيه اختيارات الدولة لأهدافها من جهة وأداتها لتحقيق من جهة أخرى.

ثانيا: مبادئ الموازنة العامة

وتكمن في مايلي: (2)

أ- مبدأ السنوية: ويقصد به أن تتم الموافقة عليها سنويا، بحيث لا يشترط فيها تاريخ البدء، وكان هذا لسبب صعوبة التنبؤ لأكثر من سنة لنفقات وإيرادات الدولة خاصة في حالة الاضطرابات وتقلبات الأسعار، كما أن الضرائب المباشرة هي بدورها تحصل سنويا.

ب- مبدأ الوحدة: يعني أن تدرج كافة الإيرادات العامة والنفقات العامة للدولة في وثيقة واحدة والغرض من ذلك هو عرض الموازنة بأبسط صورة للمطلع عليها وإمكانية التعرف على عناصرها بسهولة وتكوين فكرة دقيقة وسريعة على نشاط الدولة.

ج- مبدأ الشمولية والعمومية: يقصد بها أن تكون الموازنة شاملة لكافة النشاط المالي للدولة بحيث أن تتضمن كافة الإيرادات والنفقات دون إقصاء أي جانب.

د- مبدأ عدم التخصيص: ويقضي هذا المبدأ بعدم تخصيص إيراد معين لمواجهة مصروف معين، بل تجمع كل الإيرادات دون تخصيص في قائمة واحدة تقابلها قائمة المصروفات التي تدرج بها كل النفقات، ذلك أن

(1) فوزيان عبد الباسط، مرجع سابق، ص 92.

(2) فوزية خلوط، مرجع سابق، ص 15.

الإخلال بهذا المبدأ ربما يؤدي إلى ظهور فائض أو عجز للعمليات المختلفة التي تنطوي عليها الموازنة، وهو ما يؤدي إلى المساس بكمال وشمول الموازنة.

هـ - مبدأ التوازن: ويقصد به توازن النفقات العامة مع الإيرادات العامة (التوازن المالي)، ويتطابق هذا مع ما يتبعه الأفراد في الميزانيات الخاصة، بأن ينفق الفرد إلا بقدر دخله لتوازن إيراداته مع نفقاته⁽¹⁾.

المطلب الثالث: علاقة السياسة المالية بالسياسة الاقتصادية

تكمن العلاقة بين السياسة المالية والسياسة الاقتصادية في الارتباط الوثيق بين النشاط المالي والنشاط الاقتصادي، ومن خلال الأهداف الموحدة للسياسات، كما يكمن الارتباط أيضا في قدرة السياسة المالية على تقديم الحلول للمشاكل الاقتصادية الخاصة بالبطالة والتضخم وغيرها، وبالتالي تحقيق نوع من الاستقرار والنمو الاقتصادي وذلك بتوفير الظروف الاقتصادية الملائمة، حيث أنه يتحقق هدف السياسة المالية عندما تكون المنفعة التي يتم تقديمها إلى الاقتصاد الوطني مساوية على الأقل عن التي حُجبت عن الدخل الوطني نتيجة اقتطاع الأموال، فإذا انخفض الدخل الوطني نتيجة زيادة الاقتطاعات العامة فهذا يعني أن النفقات العامة قد تجاوزت حدها الأعلى، أما إذا ازداد الدخل الوطني فهذا يعني أننا نميل إلى الحد الأدنى لحجم الإنفاق العام والاقتطاعات العامة، الأمر الذي يدل على أن التوازن الاقتصادي الذي تحققه السياسة المالية يعظم مردود النظام الاقتصادي ويساهم في تحقيق التوازنات الاقتصادية⁽²⁾.

كذلك الإنفاق العام يمكن أن يكون دافعا لتحريك الأنشطة الاقتصادية، كما أن الإعفاءات الضريبية للمشروعات الإنتاجية في أولى مراحل إنتاجها يمكن أن يكون حافزا لتحريك الاستثمارات في هذه المجال، أما إذا كانت الضرائب مرتفعة وخاصة في الدول النامية سوف يعيق العملية الإنتاجية، ومن ناحية أخرى نجد أن الإنفاق العام يمكن أن يتأثر أيضا بطبيعة الهيكل الاقتصادي، ففي الدول النامية تضطر الحكومة إلى بدل مزيد من التضحيات من أجل سد الثغرة بين الاستثمار الخاص والحجم المرجو من الاستثمارات الكلية وذلك عن طريق زيادة إنتاجها العام الاستثماري، وقد يؤدي هذا الاتجاه إلى زيادة أعباء الإنفاق العام⁽³⁾.

(1) عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات المالية العامة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 49.

(2) دراوسي مسعود، مرجع سابق، ص 105.

(3) المرجع السابق، ص 106.

المبحث الرابع: فعالية السياسة النقدية والمالية على أداء الأسواق المالية

إن تطبيق سياسة اقتصادية فعالة تخدم كل القطاعات، يعكس مدى قوة ومثانة الاقتصاد هذا من جهة، ومن جهة أخرى يتطلب إنشاء سوق مالية فعالة وكفاءة.

المطلب الأول: فعالية السياسة النقدية على أداء الأسواق المالية

إن الظروف والمتغيرات الحالية والمستقبلية تستدعي زيادة دور البنك المركزي في التدخل في السوق المالي باستخدام وظيفة عمليات السوق المفتوحة بهدف تنشيط سوق الأوراق المالية وأيضاً علاج أزمة الكساد والركود.

الفرع الأول: فعالية سعر الفائدة

هناك علاقة وثيقة تربط بين السياسة النقدية وتنمية تداول الأوراق المالية، وهذا الترابط ينبع أساساً من التداخل واتساق العلاقة القائمة بين أسواق النقد وأسواق رأس المال، حيث أن اتساع حجم السيولة في السوق المالية بالنسبة إلى السيولة الكلية للاقتصاد ينتج عنها ترابط السوق المالية بالسياسة النقدية، الأمر الذي يجعل من الضروري توسيع دور واهتمام السلطة النقدية بهدف السيطرة والتأثير في سيولة السوق، إذ تستطيع السلطة النقدية القيام بإجراءاتها المختلفة التي من شأنها أن تؤثر في مكونات السيولة الكلية للاقتصاد رغبة منها في الحفاظ على الاستقرار النقدي في الاقتصاد⁽¹⁾.

ويمكن أن تنتقل آثار الإجراءات النقدية إلى السوق المالية بطريقتين، الطريقة المباشرة والطريقة غير المباشرة، على الرغم من أن الطريقة المباشرة في التأثير تكون مقيدة لنشاط السوق المالية (بيع وشراء الأوراق المالية من طرف السلطة النقدية)، على عكس الطريقة غير المباشرة التي تعمل بشكل أفضل من الطريقة الأولى وخصوصاً عندما تسود حالة الشفافية والوضوح، إذ يكون تأثير الإجراءات النقدية في الأخير من خلال قنوات مشتركة مهمة في التأثير على حجم سيولة السوق ولعل أبرز تلك القنوات (مستوى أسعار الفائدة، منح الائتمان).

وهاتان القناتان متداخلتان فيما بينهما، وهذا ما يمكن ملاحظته في تحليل آلية عملهما في امتداد تأثير السياسة النقدية في سيولة السوق، إذ ترتبط أسعار الفائدة بعلاقة تشابكية مع أدوات السوق المالية من

(1) حوحو فطوم، مرجع سابق، ص 179.

خلال تأثير هذه الأسعار وبشكل فعال جدا في تلك الأدوات، ومن جهة أخرى تحدد أسعار الفائدة من خلال السوق المالية وذلك من خلال علاقة سعر الفائدة بأسعار السندات في سوق السندات وأسعار الأسهم في سوق الأسهم، وتحدد هذه العلاقات من خلال تأثير السياسة النقدية في حجم الائتمان الممنوح للوحدات الاقتصادية.

وتظهر الأدلة العملية والنظرية أن إتباع سياسة نقدية توسعية يؤدي إلى انخفاض كلفة الائتمان بفعل انخفاض سعر الفائدة، ومن ثم زيادة الطلب على الائتمان من خلال البنوك الأمر الذي يقود إلى انخفاض توجه الأفراد والمستثمرين نحو السوق المالية لطلب التمويل أي قيام المقترضين بإحلال مهمة الاقتراض من السوق المالية إلى البنوك التجارية، والذي يؤدي بدوره إلى انخفاض عرض السندات والأسهم ومن ثم ارتفاع أسعارها.

حيث تعد أسعار الفائدة السوقية بمثابة المحرك الأساسي لآلية الأسواق المالية ويبرز تأثير أسعار الفائدة بشكل عام في السوق المالية في عدة أشكال أهمها:

- يعد عنصران مهما في نفقات المشروعات، وذلك لأن المشروعات عادة ما تلجأ إلى الاقتراض في ظل غياب مواردها الذاتية المتاحة، وفي حال ارتفاع أسعار الفائدة فإن ذلك يزيد من التكاليف الكمية ومن انخفاض مستوى الأرباح الكمية، والذي يؤدي بدوره إلى انخفاض مقسوم الأرباح الخاص بالأسهم نتيجة انخفاض أسعارها؛⁽¹⁾
- إن أسعار الأوراق المالية تمثل القيمة الحالية لمال المستقبل (أرباح موزعة + قيمة الأصل في نهاية المدة)، لذا فالقيمة المباشرة لها تتوقف على سعر الخصم أو العائد المتوقع، وهذا السعر هو بالطبع سعر الفائدة السائد في اللحظة نفسها والمتعلق بالتوظيف للمدة نفسها؛
- يلعب سعر الفائدة دورا بارزا في الاختيار بين الأنواع المختلفة للتوظيفات التي يمكن أن يتجه إليها المستثمر، فالمدخرون الراغبون في توظيف أموالهم عليهم المقارنة بين التوظيفات ذات العائد الثابت والمنخفض والمعروف مقدما دون تحمل أي مخاطر، وبين تحمل المخاطر والحصول على عوائد مرتفعة ومتغيرة.

(1) المرجع السابق، ص ص 179، 180.

كما أن هناك قنوات أخرى تستخدمها السلطة النقدية للتأثير في السوق المالية، ومن أهمها سعر إعادة الخصم وعمليات السوق المفتوحة ونسبة الاحتياطي القانوني، إذ يستطيع البنك المركزي التأثير في الاستثمارات المالية عبر هذه القنوات، حيث تمتد آثار استخدام السلطة النقدية لأداة سعر الخصم في السوق المالية عبر السوق النقدية وسوق رأس المال للتغيير في أحكام إقراض البنوك التجارية من البنك المركزي، أي التأثير في حجم احتياطات البنوك التجارية، أما عمليات السوق المفتوحة هي الأداة الثانية التي يمكن من خلالها أن يصل تأثير السياسة النقدية في نشاط السوق إلى عمليات البيع والشراء للأوراق المالية الحكومية وعبر التأثير في قناة الأسعار وسعر الفائدة، بالإضافة إلى قناة الاحتياطات النقدية، أما فيما يتعلق بنسبة الاحتياطي الإلزامي فإن البنك المركزي يستطيع التحكم بتلك النسبة الأمر الذي يدفع البنوك التجارية إلى اللجوء للسوق المالية لعرض ما لديها من أوراق مالية⁽¹⁾.

الفرع الثاني: السياسة النقدية وسوق السندات

يرتبط سعر السند في السوق المالية بعلاقة عكسية مع تغيرات سعر الفائدة الجاري أو السوقي، فكلما انخفض سعر الفائدة على السندات كلما ازدادت الكمية المعروضة لها، والسبب في ذلك أنه عند انخفاض سعر الفائدة فإن تكلفة الاقتراض للجهة التي أصدرت السندات قليلة، وبالتالي فإن رغبة المؤسسة للاقتراض عن طريق إصدار السندات سوف ترتفع، أي أن الكمية المعروضة للسندات سوف تزداد⁽²⁾. ويمكن ملاحظة العكس عندما يرغب الأفراد أو المنشأة بشراء هذه السندات خصوصاً عندما يكون سعر الفائدة لهذه السندات مرتفعاً وتؤثر السياسة النقدية في الاقتصاد من خلال سعر الفائدة والاستثمار.

كما أنه هناك علاقة بين العجز الحكومي والسياسة النقدية، فإذا ما زاد الإنفاق الحكومي على الضرائب والإيرادات الأخرى، فإن الحكومة تواجه العجز في الموازنة مما يتطلب التمويل وغالباً ما يمول هذا العجز من خلال الاقتراض من الأفراد أو البنوك التجارية أو البنك المركزي وعن طريق قيامها بإصدار السندات الحكومية، وبالتالي اعتماد الحكومة هذه الطريقة للتمويل لا بد أن يتغير معها عرض النقود، فإذا ما مولت الحكومة هذا العجز عن طريق بيع سندات البنك المركزي، إذ ستكون هناك زيادة في عرض النقود،

(1) المرجع السابق، ص ص 181، 180.

(2) عباس كاظم جاسم الدعي، أثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية "دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الأمريكية (1990-2006)"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، فلسفة في العلوم الاقتصادية، جامعة الكوفة، 2008، ص

فإذا اشترى البنك المركزي تلك السندات وفي الوقت نفسه أنفقت الحكومة عائداتها فإن عرض النقود سوف يزداد بمقدار يعادل تغير القاعدة النقدية⁽¹⁾.

الفرع الثالث: فعالية سعر الصرف

يعد سعر الصرف أحد محددات النشاط الاقتصادي، وباعتبار نشاط السوق المالي جزء مهم من النشاط الاقتصادي، لدى فأي تقلب في أسعار الصرف سيجد اتجاهه فوراً في هذه السوق.

وقد أوضحت عدد من الدراسات العلاقة التي تربط الأسواق المالية بأسعار الصرف عن طريق حالتين تتمثل الأولى في انخفاض صرف عملة بلداً من شأنه أن يجعل أسعار الموجودات المالية المحمية كالأسهم أرخص نسبياً للمستثمرين الأجانب هذا ما يؤدي إلى سرعة تداول هذه الموجودات و بداية ارتفاع أسعارها تبعاً لذلك، أما فيما يخص الثانية فإن انخفاض صرف العملة لبلد ما يؤدي إلى التخلص من الأرصدة النقدية المحمية و التوجه نحو الموجودات المالية الأخرى كالأسهم ومن ثم زيادة الطلب عليها وارتفاع أسعارها، وبالطريقة نفسها في حالة الانخفاض⁽²⁾.

المطلب الثاني: فعالية السياسة المالية على أداء الأسواق المالية

تعتبر السياسة المالية أحد أهم أدوات السياسة الاقتصادية لما لها أهمية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي والسياسي والاجتماعي من خلال أدواتها.

الفرع الأول: السياسة المالية وسوق رأس المال

إن تحرر الحكومة من القيود التي تفرضها المفاهيم والأسس الكلاسيكية أدى إلى زيادة وظائفها واتساع دورها في النشاط الاقتصادي، ولقد واكب هذا التوسع في مهام الحكومة زيادة سريعة في حجم الإنفاق الحكومي دون أن تواكب هذه الزيادة زيادة مماثلة في الإيرادات العامة، هذا ما جعلها تلجأ إلى الاقتراض، لكن سرعان ما أصبح هذا يتقل كاهلها وغالباً ما تفضل الحكومات إلى الاقتراض الداخلي على الخارجي خصوصاً في الاقتصاديات المتقدمة التي تملك أسواقاً مالية متطورة، ما ترتب عليه وجود علاقة قوية ما بين سياسة العجز الحكومي سوق رأس المال، وتستمد هذه العلاقة قوتها من خلال ما توفره السوق من مرونة لتمويل احتياجات القطاع الخاص، فمدلولات السياسة المالية تظهر واضحة من خلال ممارسة الحكومة دورها

(1) المرجع السابق، ص 57.

(2) حوحو فطوم، مرجع السابق، ص 185.

في التأثير عن طريق الاقتراض الحكومي من جهة واستعمال الحكومة للنقود الحاصلة من فائض الضرائب من جهة أخرى.

تترك سياسة العجز المالي آثار بالغة الأهمية في النظام المالي والنقدي وخاصة عرض النقود إذ باتت هذه السياسة من أبرز الوسائل التي تستخدمها السلطة المالية لاستعادة التوازن الاقتصادي ورفع معدلات النمو الاقتصادي، وتمارس هذه السياسة تأثيرها في السوق المالية عن طريق زيادة عرض السندات الحكومية. ولأن هذا النوع من الاستثمار يكون عديم المخاطرة فهو يشكل حافز للمضاربيين والمستثمرين لاقتنائها.

إن العلاقة ما بين سياسة العجز أو الفائض في الموازنة لا يسيران في اتجاه واحد وإنما في اتجاهين بمعنى وجود علاقة تبادلية قوية بينهما فالسوق المالية تعمل على تسيير عمل السلطة المالية في تطبيق سياستها المالية من خلال ما توفره هذه السوق من إمكانية وسهولة في عملية الإقراض والاقتراض لتمويل الموازنة الحكومية⁽¹⁾.

الفرع الثاني: السياسة المالية وسوق السندات

تنشأ العلاقة ما بين السياسة المالية الحكومية وأسعار الفائدة من خلال السوق المالية، إذ تستطيع الحكومة من خلال التأثير في سعر الفائدة في السوق أن توجه الاقتصاد وفق السياسة المرسوم لها، فإذا ما كان الاقتصاد يعاني من الركود تستطيع الحكومة أن تستخدم أدوات السياسة المالية للضغط على أسعار الفائدة وتنشيط الإنفاق الاستثماري أو الإنفاق على السلع الاستهلاكية من خلال توفير القروض الحكومية وبأسعار منخفضة، وقد يحدث للحكومة على إختلاف مستوياتها عجزا في وقت ما أو فائض في أوقات أخرى، هذا دليل على أن السياسة المالية توسعية أو انكماشية، وبالتالي فإن العلاقة ما بين السياسة المالية وأسعار الفائدة والسندات يتم من خلال النشاطات الحكومية على عرض السندات ومن ثم على سعر الفائدة عن طريق قيام وزارة المالية بإصدار السندات الحكومية بمختلف أنواعها لتمويل العجز الحكومي أو التأثير في الفائض.

(1) المرجع السابق، ص 186 - 188.

إن مقدار الدين العام عادة ما يقاس بمقدار تلك السندات التي من خلالها تستطيع الحكومة أن تضغط على سعر الفائدة ومن ثم على النشاط الاقتصادي طالما أن هناك علاقة عكسية تنشأ ما بين سعر السند وسعر الفائدة الناجمة عن سياسة حكومية مالية.

البنك المركزي لا يقوم عادة بتمويل العجز بصورة مباشرة وإنما من خلال عمليات السوق المفتوحة، ولكن في الوقت نفسه فإن تجار الأصول المالية وغيرهم ممن قاموا ببيع ما كان لديهم من سندات حكومية للبنك المركزي قد ازدادت ودائعهم لدى الجهاز المصرفي مما يسبب زيادة الاحتياطات النقدية لدى هذه المصارف ما يؤدي إلى زيادة الطلب الكلي على السندات ونتيجة لذلك فإن فائض الطلب الكلي على السندات لا بد أن يرتفع وأن ينخفض سعر الفائدة التوازني من جهته وعلى العكس من عجز الموازنة الحكومية يعمل فائض هذه الموازنة على خفض معدلات الفائدة.

فإذا قامت وزارة المالية أو الخزينة باستخدام النقود التي حصلت عليها من الأفراد بكثرة لسداد الدين العام، فهي بذلك تضيف طلبها إلى طلب القطاعات الاقتصادية الأخرى، هذا ما يؤكد الأهمية المالية للسياسة المالية في إحداث تغييرات في الموازنة تؤدي إلى زيادة أو خفض حيازات القطاع الخاص من السندات الحكومية، لهذا السبب فإن عجز الموازنة العامة يدفع بأسعار الفائدة إلى الأعلى أو يشد الفائض إلى الأسفل، في حين أن السياسة المالية التي تنفذ من خلال إحداث تغييرات في القاعدة النقدية ستكون لها آثار أشد تعقيداً⁽¹⁾.

المطلب الثالث: تأثير السياسة النقدية والمالية على أداء الأسواق المالية العربية

الفرع الأول: تأثير السياسة النقدية على أداء الأسواق المالية العربية

يعتبر قطاع الأسواق المالية العربية أكثر القطاعات تأثراً بالأزمة المالية العالمية، حيث تأثرت هذه الأسواق بشكل مباشر من خلال خروج الاستثمارات منها إثر انخفاض معدلات الفائدة الأساسية إلى مستويات متدنية جداً، وما أنتجته من أجواء عدم اليقين لدى جمهور المستثمرين ونظرتهم على هذه الأسواق و توقعاتهم المستقبلية.

وقد تفاوت هذا التأثير بين الأسواق والبورصات العربية إذ شهدت هذه الأسواق في الأشهر الأولى من عام 2009 تراجعها الذي بدأته خلال النصف الثاني من عام 2008، ومع بداية النصف الثاني من

(1) عباس كاظم جاسم الدعيمي، مرجع سابق، ص 60-62.

2009 بدأت هذه الأسواق أسوأ ببقية الأسواق العالمية والناشئة تعافيتها لنتهي عام 2009 على ارتفاع، حيث ارتفع المؤشر العام المركب لصندوق النقد العربي الذي يقيس أداء الأسواق المالية العربية مجتمعة بنسبة 18.1% خلال عام 2009، ليصل إلى 196.3 نقطة أساس في نهاية العام، كما ارتفعت القيمة السوقية الإجمالية بنسبة 17.3% خلال العام لتصل إلى 903.4 مليار دولار في نهاية ديسمبر 2009 مقابل 769.6 مليار دولار في نهاية ديسمبر 2008، وتنعكس هذه الزيادة في تحسن مؤشرات الأسعار لمعظم الأسواق العربية خلال العام، وذلك نتيجة لانتهاج سياسة نقدية توسعية رامية إلى تحفيز السيولة في النشاط الاقتصادي⁽¹⁾.

كما شهدت القيمة السوقية لأسواق المال العربية مجتمعة، ارتفاعا بنحو 42.4 مليار دولار خلال عام 2012 لتصل إلى 916.4 مليار دولار، معوضة بذلك جزء من خسارتها خلال العام الذي سبقه، وقد رافق هذا التحسن النسبي تحسنا في نشاط الإصدارات الأولية، من حيث قيمة هذه الإصدارات. هذا وقد واصلت الدول العربية اهتمامها بتحديث وتطوير أسواقها المالية من خلال الإبقاء على أسعار الفائدة الرسمية عند مستويات منخفضة التي تبنتها في أعقاب الأزمة المالية تماشيا مع السياسة النقدية التيسيرية في الولايات المتحدة، وبخاصة على ضوء كون هذه السياسة أكثر ملاءمة لظروف دفع النشاط الاقتصادي وتحفيز أنشطة القطاعات غير النفطية في عدد من تلك البلدان⁽²⁾.

كما شهدت أيضا في عام 2014 تحسنا في القيمة السوقية الإجمالية لمجموع الأسواق المالية، فقد ارتفعت هذه القيمة بنحو 5.7% خلال العام لتبلغ نحو 1203 مليار دولار في نهاية العام. وقد رافق هذا التحسن كذلك تحسن في نشاط سوق الإصدارات الأولية من حيث عدد وقيمة هذه الإصدارات، وهذا نتيجة لقيام البنوك المركزية لبعض الدول العربية بتعزيز وتطوير آليات جديدة لدعم السيولة في الاقتصاد بشكل دوري⁽³⁾، حيث ارتفعت معدلات نمو السيولة المحلية في سبع دول عربية وهي تونس والجزائر والسعودية والسودان وعمان والمغرب وجزر القمر، إذ سجلت عمان أعلى نسبة زيادة في معدل نمو السيولة المحلية بما يقرب من 7 نقاط مئوية مع ارتفاع معدل نمو السيولة المحلية من 8.89% عام 2013 إلى 15.87%

(1) التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، الفصل السابع، 2009، ص 155-157.

(2) التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، الفصل السابع، 2012، ص 128.

(3) التقرير الاقتصادي العربي الموحد، نظرة عامة على اقتصاديات الدول العربية، 2014، ص 14.

عام 2014، وكذلك ارتفع معدل نمو السيولة المحلية في كل من السودان والمغرب بنحو 3.7% و3.5% على التوالي، إذ وصل إلى 17% عام 2014 مقابل 13.27% عام 2013. وارتفع في المغرب من 3.12% عام 2013 إلى 6.62% عام 2014، وسجل زيادة طفيفة في كل من تونس والسعودية بنحو نقطة واحدة مئوية، هذا ما أدى إلى زيادة حجم التداول في الأسواق المالية العربية⁽¹⁾.

الفرع الثاني: تأثير السياسة المالية على أداء الأسواق المالية العربية

تعد التقلبات في أسواق النفط عاملا هاما في السياسات المالية في الدول العربية النفطية لكون الإيرادات النفطية المصدر الأهم لإيراداتها المالية.

لقد تأثر الوضع المالي والسياسات المالية للدول العربية في عام 2009 بتداعيات الأزمة المالية العالمية، فقد أدت إلى تراجع الإيرادات العامة، وخصوصا الإيرادات النفطية في الدول العربية المصدرة للنفط، وبانخفاض إيرادات هذه الدول أدت إلى تباطؤ وتيرة أداء معظم أسواقها.

إن الفترات القليلة السابقة وحتى الأشهر الأولى من سنة 2014 تميزت بارتفاع أسعار النفط العالمية إلى مستويات مرتفعة مستقرة حول سعر 100 دولار للبرميل، وكذا صدور قرارات في معظمها حول السماح للمستثمر الأجنبي الشراء المباشر للأسهم المدرجة في السوق المالية وفق ضوابط معينة، كل هذه الأحداث أدت لاستمرار الاتجاه الإيجابي لمؤشرات الأسعار ومؤشرات السيولة لمعظم أسواق المال العربية، وتعتبر هذه الفترة امتداد للاتجاه الإيجابي الذي كان سائدا في السنوات السابقة، والذي تميز بشكل أساسي بترقية عدد من الأسواق المالية العربية إلى مصاف الأسواق الناشئة وانضمامها إلى مؤشرات هذه الأسواق⁽²⁾، أما النصف الثاني من سنة 2014، فقد ميزها بشكل أساسي التراجع الحاد في مستويات أسعار النفط العالمية، التي تعتبر السبب الرئيسي في انخفاض المؤشرات السعوية للأسواق المالية العربية، فقد سجلت مستويات النفط انخفاضا بنحو 60% مما أثار حالة من الهلع والارتباك بين أوساط المتعاملين في الأسواق المالية العربية (والخليجية على وجه الخصوص) أدى ذلك إلى فقدان الأسواق المالية العربية الكثير من المكاسب التي تحققت خلال الأشهر الثمانية الأولى من سنة 2014، كما أدت موجة التراجع هذه إلى تراجع ثقة المتعاملين بشكل عام في الأسواق المالية العربية، وقد انعكس ذلك بشكل واضح في تحقيق صافي تعاملات المستثمر

(1) المرجع نفسه، ص 166.

(2) التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، الفصل السابع، 2014، ص

الأجنبي في الأسواق المالية العربية مجتمعة صافي تدفق سالب عن الربع الأخير من 2014، بعد أن سيطر صافي التدفق الموجب لهذه التعاملات خلال الفترات السابقة.

أما بالنسبة لإجمالي الإنفاق العام في الدول العربية، فقد انخفض بنسبة 6.8% ليصل إلى نحو 885.6 مليار دولار في عام 2014، حيث انخفض الإنفاق الجاري بنسبة 10.6% ليلعب حوالي 645.6 مليار دولار، بينما ارتفع الإنفاق الرأسمالي بنسبة 5.4% ليسجل 238.4 مليار دولار⁽¹⁾.

(1) التقرير الاقتصادي العربي الموحد، نظرة عامة حول اقتصاديات الدول العربية، 2014، ص 12.

خلاصة الفصل:

يقصد بالسياسة الاقتصادية الإستراتيجية التي تقرها الحكومة لتحقيق أهدافها الاقتصادية، وفي سعيها لتحقيق هذه الأهداف الذهبية للسياسة الاقتصادية تستخدم السلطات أدوات هذه السياسة الاقتصادية متمثلة في كل من السياسة النقدية والمالية.

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

تمهيد:

سعت المملكة العربية السعودية جاهدة لتطوير السوق المالي من أجل أن يواكب الأسواق المالية في الدول المتقدمة وذلك من خلال تحسين سياستها الاقتصادية وتوفير الظروف اللازمة لاستقطاب المستثمرين. وسنحاول في هذا الفصل التطرق لأداء السوق المالي السعودي خلال السنوات الماضية والتعرف على المؤشر العام الرئيسي، ومن جهة أخرى محاولة تبيان تأثير مؤشرات السياسة النقدية والمالية على أداء سوقها المالي.

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول السوق المالي السعودي

يعد السوق المالي السعودي من أكبر الأسواق المالية في الدول العربية فهو يحتوي على نظام عمل متطور جعله يحتل المراتب الأولى من بين الأسواق العربية ككل.

المطلب الأول: نشأة وتطور السوق المالي السعودي

الفرع الأول: لمحة تاريخية عن السوق المالي السعودي

تعود البدايات التاريخية لسوق الأسهم السعودي إلى عام 1932 حيث أنشأت أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية وهي الشركة العربية للسيارات تلتها ثلاث شركات كهرباء ثم شركة الإسمنت العربية والتي تأسست عام 1954م، وتوالى فيما بعد إنشاء شركات أخرى خصوصا في السبعينيات وقد تزايد عدد شركات المساهمة لمواكبة احتياجات التنمية الاقتصادية في تلك المرحلة⁽¹⁾.

لتقوم الحكومة فيما بعد بتحويل ملكية البنوك الأجنبية العاملة في المملكة وطرح أسهمها للاكتتاب العام، ما ساهم في زيادة عدد الأسهم المتاحة للتداول بين المستثمرين، مما ترتب عليه نشوء سوق غير رسمي لدى مكاتب غير مرخصة قامت بممارسة نشاط الوساطة في بيع وشراء الأسهم، ونظرا لعدم وجود الأسس السليمة التي تتعامل بها تلك المكاتب وظهر بعض الممارسات غير القانونية فقد صدر المرسوم رقم 8/1230 المؤرخ في عام 1983 بتنظيم تداول الأسهم عن طريق البنوك المحلية⁽²⁾.

وقد استمر التداول بنسب ضئيلة حتى بداية الثمانينيات حيث وبسبب تحسن أسعار النفط في تلك الفترة أدى إلى تحرك سوق الأسهم نحو الأعلى (الأفضل)، مما أدى إلى زيادة حجم التداول، كما ارتفع عدد الشركات التي تقوم بدور الوساطة المالية في السوق المالية السعودية، وبعد أحداث "المناخ" في سوق الكويت عام 1982 ظهرت الحاجة إلى تنظيم ومراقبة هذا النشاط فصدر مرسوم عام 1984، لتنظيم التداول عن طريق البنوك المحلية وتشكل لجنة وزارية للإشراف على السوق⁽³⁾.

(1) هيئة السوق المالية السعودية، الاستثمار في سوق الأسهم، ص 1، متاح على الموقع:

www.cma.org.sa le :13/04/2016 à 14 :30.

(2) عمر عيو، صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط الأسواق المالية تجارب بعض الدول العربية"، رسالة ماجستير في العلوم

الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الشلف، الجزائر، 2010، ص 45.

(3) محمد رائد زياد مختار اللولو، دور سوق الأسهم في الاقتصاد السعودي "دراسة تحليلية"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في

الاقتصاد، معهد البحوث والدراسات العربية، مصر، ص 44.

وخلال عام 1985 أوكلت الدولة موضوع تداول الأسهم إلى مؤسسة النقد العربي السعودي، وأصبحت المؤسسة تقوم بدور الإشراف والرقابة لحماية السوق من الآثار العكسية لفرط التوقعات بالإضافة إلى القيام بتطويرها لتصبح سوق مالية متطورة، بالإضافة إلى ذلك فإن الحكومة ترغب في أن تطور السوق بطريقة تساهم في التنمية والتطوير القومي وتكون منسجمة مع سياستها الرامية إلى مشاركة أكبر من القطاع الخاص⁽¹⁾.

ليأتي عام 1990 الذي بدأ فيه السوق انطلاقة جديدة حين تم تطبيق النظام الآلي "ESIE" وهو نظام مختص بالتداول وعمليات التسوية والتفاصيل، ليتم استبداله بنظام "تداول" عام 2001 وهو نظام متطور يوفر سوقاً يقوم على استمرارية إعطاء أوامر البيع والشراء لآخر سعر من خلال التوفيق بين هذين السعيرين مع إعطاء معلومات أخرى خاصة بحجم التداول وطبيعة المنشأة والذي بدأ العمل به في السوق في 2001/10/6م. وفي عام 2004 تم إنشاء هيئة السوق المالية لتضطلع بمهام تنظيم السوق وتطويره وتنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبتها وحماية المستثمرين وتنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات وغيرها، كذلك إنشاء سوق للتداول باسم السوق المالية السعودية⁽²⁾.

وفي عام 2006 فقد تم تبني نظام تداول جديد يسمى "SAXES" وذلك نظراً للتوسع الكبير في السوق المالي السعودي والتطور الحاصل فيه، إذ تم عقد تصميم وتنفيذ أنظمة الجيل الجديد على مراحل مع شركة "OMX" السويدية الرائدة في صناعة الأنظمة الإلكترونية وتقنية الأسواق المالية وإدارة وتشغيل الأسواق المالية حول العالم. وقد ألزمت هيئة السوق التعاملات بالأوراق المالية إلى شركات وساطة متخصصة، مما اضطر البنوك لفتح شركات وساطة باسمها وكذلك دخول شركات وساطة جديدة بالسوق ما عزز الخيارات لدى المتداولين.

أما سنة 2007 فقد مرت بتأسيس شركة السوق المالية السعودية التي وافق مجلس الوزراء عليها في الجلسة المنعقدة في 19 مارس 2007 برئاسة خادم الحرمين الشريفين على تأسيس شركة مساهمة سعودية باسم شركة "السوق المالية السعودية (تداول)"⁽³⁾.

(1) يونس حيدر كاظم الموسوي، أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق الأوراق المالية "دراسة حالة الأردن والسعودية 1990-2007"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الكوفة، العراق، 2009، ص 156.

(2) هيئة السوق المالية السعودية، مرجع سابق، ص 2-16.

(3) بسام بن سليمان العبيد، أسواق المال - سوق الأسهم السعودية، هيئة السوق المالية، 2011، ص 11.

الفرع الثاني: خصائص وأهداف السوق المالي السعودي

أولاً: خصائص السوق المالي السعودي

تتمثل هذه الخصائص فيما يلي:⁽¹⁾

- أ- **صغر حجم السوق**: على الرغم من أن اقتصاد المملكة اقتصاد قوي وكبير مقارنة باقتصاديات الدول العربية الأخرى ومع ذلك فإن عدد الشركات المدرجة في أسواق هذه الدول يفوقه.
- ب- **حادثة النشأة**: يعد السوق المالي السعودي من الأسواق حديثة النشأة من حيث الاهتمام والتنظيم فالاستثمار في الأسهم لم يصبح جاذباً ومعروفاً بشكل عام إلا في عام 1973.
- ج- **ضعف حجم التداول**: فمن حيث عدد الشركات المدرجة فهو صغير مقارنة بتلك المدرجة في أسواق الدول المتقدمة.
- د- **غياب صانعي السوق الرسميين**: لا يوجد في السوق المالي السعودي من يطلق عليهم صانعي السوق، إذ يتم التداول عن طريق وحدات التداول في البنوك التجارية المختلفة.
- هـ- **حساسية السوق**: يعتبر السوق المالي السعودي ضيقاً ونظراً لارتباطه بالأحداث الاقتصادية العالمية، فإن أي حدث مهما كانت درجة خطورته فإنه سوف يؤثر مباشرة على السوق المالي السعودي.

ثانياً: أهداف السوق المالي السعودي

تكمن أهدافه فيما يلي:⁽²⁾

- إدارة وتشغيل السوق المالية بكل كفاءة وتقديم خدمات متميزة ذات جودة عالية، وذلك من خلال:
 - إدارة وتشغيل السوق المالية بكفاءة وفعالية، مع ضمان جودة وعدالة السوق؛
 - دعم الجهود الهادفة لرفع مستوى الثقافة الاستثمارية لدى المستثمرين؛
 - تقديم خدمات متميزة ذات جودة عالية للعملاء؛
 - تطوير إمكانيات وقدرات السوق الفنية والتنظيمية؛

(1) محمد عبد الله المالكي، سوق الأسهم عالم من الأسرار، مجلة الفصل، العدد 382، 2011، ص 8.

(2) هيئة السوق المالية، التقرير السنوي لهيئة السوق المالية، 2011، ص 21. متاح على الموقع:

- تطوير سوق مالية رائدة توفر قنوات استثمارية وتمويلية تنافسية من خلال:
 - توفير الآليات المناسبة للشركات للحصول على التمويل اللازم؛
 - تطوير أسواق ومنتجات وأدوات مالية متكاملة ومتنوعة وإبتكارية؛
 - تشجيع كل من المستثمرين والمصدرين والوسطاء المحليين والعالميين للمشاركة في السوق؛
 - تكامل وفعالية العمليات الرئيسية للسوق مع تحقيق عوائد مالية.

المطلب الثاني: الإطار التنظيمي للسوق المالي السعودي

الفرع الأول: الهيكل التنظيمي للسوق المالي السعودي

هناك مجموعة من الجهات التنظيمية والتشريعية التي تتولى عملية التنظيم والمراقبة فيه وهي كالاتي:

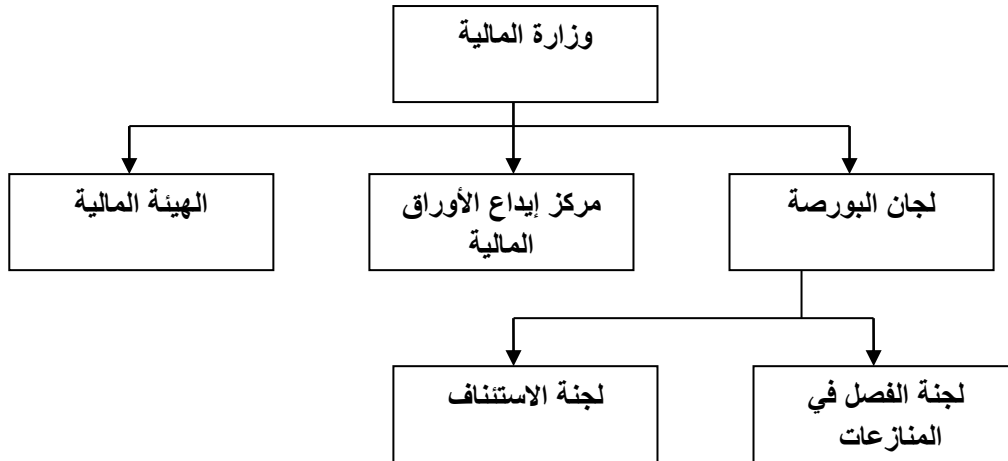
- **هيئة السوق المالية:** تأسست لتتولى الدور الإشرافي والرقابي على الأطراف الخاضعة لإشرافها وذلك بموجب نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30) بتاريخ 2003/07/31، وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري ترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء⁽¹⁾.
- **مركز إيداع الأوراق المالية:** هو مركز لتنفيذ عمليات الإيداع والتسوية والتحويل والمقاصة وتسجيل ملكية الأوراق المالية المتداولة في السوق⁽²⁾.
- **لجنة الفصل في المنازعات والاستئناف:** نص "نظام السوق المالية" على إنشاء لجنتين الأولى هي لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية تتكون من مستشارين قانونيين متخصصين يعينهم مجلس هيئة السوق المالية لفترة ثلاث سنوات قابلة للتجديد، وتقوم بالنظر في المنازعات التي تقع في نطاق نظام السوق المالية واللوائح والقواعد والتعليمات الصادرة عن هيئة السوق المالية، أما الثانية فهي لجنة الاستئناف يشكلها مجلس الوزراء للنظر في القرارات التي تصدرها اللجنة الأولى، ويجوز استئناف القرارات الصادرة من لجنة الفصل في المنازعات أمام لجنة الاستئناف خلال ثلاثين يوماً من تاريخ إبلاغها⁽³⁾.

(1) هيئة السوق المالية السعودية، التقرير السنوي، 2012، ص 20.

(2) المرجع نفسه، الصفحة نفسها.

(3) إتحاد الشركات الاستثمارية، أهم البورصات وهيئات أسواق المال، نشأتها، أهميتها، أهدافها، الإصدار الثالث، 2008، ص 1.

الشكل رقم (04) الهيكل التنظيمي للسوق المالي السعودي



المصدر: من إعداد الطالبتين.

الفرع الثاني: شروط إدراج الشركات في السوق المالي السعودي

حسب ما جاء في المادة الثامنة والمادة التاسعة من قواعد التسجيل والإدراج فإن شروط الإدراج تكون

كالآتي:⁽¹⁾

- يجب أن لا تقل القيمة السوقية الإجمالية المتوقعة لجميع الأوراق المالية المطلوب إدراجها عن مئة مليون ريال سعودي إذا كانت الأوراق المالية "أسهم" وخمسون مليون ريال سعودي إذا كانت الأوراق المالية "سندات"؛
- يجب تزويد المستثمر بالمعلومات المطلوبة لإتاحة التعامل بشفافية وعدالة؛
- يجب أن يكون مقدم الطلب شركة مساهمة سعودية لا يقل عدد المساهمين من الجمهور عن 200 مساهم كما يشترط أن تكون الأوراق المالية قابلة للتداول ويجب الحصول على موافقة هيئة السوق المالية على أي قيود فيما يخص نقل الملكية؛
- إقرار من المصدر باستيفاء جميع شروط الإدراج المحددة ويتضمن جميع المعلومات والمستندات المطلوبة؛
- إقرار من كل عضو من أعضاء مجلس الإدارة يذكر فيه سيرته المهنية ويوضح فيما إذا كان قد صدر ضده أحكام غير منقذة، أو إذا ما كان ضمن أعضاء مجلس إدارة لشركة أعلنت إفلاسها.

(1) سارة خلاف، سهام بوصبيعة، دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية "دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و مالية دولية، جامعة جيجل، الجزائر، 2014، ص 129.

أما بالنسبة لنسب تملك المستثمر في السوق المالي السعودي فتكون كما يلي:⁽¹⁾ لا توجد أية قيود أو حدود على نسبة التملك في أسهم الشركات المساهمة السعودية بالنسبة للمواطن السعودي، باستثناء صناديق الاستثمار في الأسهم المحلية التي لا يسمح له بتملك أكثر من 5% من الأسهم المصدرة لكل شركة مساهمة. أما بالنسبة للمواطن الخليجي فإنه يسمح له بالاستثمار في أسهم شركات محددة، وضمن نسبة محددة طبقاً للقرارات المتخذة من قبل مجلس التعاون الخليجي، في حين أنه غير مسموح للمواطن العربي غير الخليجي أو الأجنبي الاستثمار في أسهم الشركات السعودية مباشرة إلا من خلال الصناديق الاستثمارية المتعلقة والمخصصة للاستثمار في سوق الأسهم السعودية، مثل الصندوق الاستثماري المغلق الذي تم إدراجه خلال عام 1997، من قبل البنك السعودي - الأمريكي بالتعاون مع أحد البنوك الأجنبية، متيحاً للأجانب فرصة التملك، ويهدف هذا الإجراء إلى فتح السوق بشكل تدريجي إلى استقطاب الاستثمار الأجنبي، وتعريف المستثمر بالبيئة والفرص الاقتصادية المتاحة في البلاد.

الفرع الثالث: المتعاملون في السوق المالي السعودي

- **الوسطاء الماليون:** من خلال صدور نظام مراقبة البنوك في عام 1966 جعل البنوك تلعب دور الوسيط بين المستثمرين القائمين أو الراغبين في الدخول وبين السوق المالية بإدخال الأوامر التي تستقبلها من المستثمرين.
- **شركات المساهمة:** بلغ عدد الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي سنة 2012، 158 شركة لتصبح 163 شركة سنة 2013، ورغم أن السوق يعد الأكبر ضمن الأسواق المالية العربية إلا أن هذا العدد يعتبر منخفضاً بالنسبة للشركات المدرجة في الأسواق المالية الأخرى، لتصل إلى 167 شركة في الربع الأول من سنة 2015⁽²⁾.

المطلب الثالث: تطور أداء السوق المالي السعودي خلال الفترة 2004-2015

لدراسة تطور الأداء في السوق المالي السعودي خلال هذه الفترة لابد من التعرف على مؤشر السوق المالي السعودي ودراسة التغيرات الحاصلة في مؤشراتته.

(1) صابفي عمار، محددات الاستثمار المحفظي في السوق المالية السعودية، بحوث اقتصادية، العدد 71، الجزائر، 2015، ص 138.

(2) محمد رائد زياد اللولو، مرجع سابق، ص 52.

الفرع الأول: المؤشر العام للسوق المالي

أولاً: تعريف مؤشر تداول لجميع الأسهم "TASI"

تختلف المؤشرات في الأسواق المالية حسب الأهداف وكذا القطاعات والشركات المدرجة والأهداف المعلوماتية. يقيس المؤشر العام "TASI" (اسمه مؤلف من الأحرف الأولى لاسم المؤشر باللغة الإنجليزية Tadawal All Share) في السوق المالي السعودي مستويات الأسعار العامة للشركات مقوماً بالقيمة السوقية للأسهم الحرة لكل الشركات المدرجة في السوق، أما مؤشر قطاع التجزئة فهو مؤشر خاص بقياس مستوى الأسعار العامة لشركات التجزئة المتداولة في السوق، ومثال ذلك مؤشر قطاع التأمين لشركات التأمين⁽¹⁾.

بدأ المركز الوطني للمعلومات المالية والاقتصادية بإعداد مؤشر الأسهم المحلية منذ بدء إصدار نشرات الأسهم من قبل مؤسسة النقد وذلك ابتداءً من 28 فيفري 1985، وهذا التاريخ مهم إذ أنه تاريخ الأساس لحساب المؤشر حيث عُدت قيمته في ذلك الوقت 100 نقطة فقط، وقد تم تعديل هذه القيمة المرجعية في جانفي 1999، لتصبح 1000 نقطة في سنة الأساس 1985، ومؤشر الأسهم المحلية أو "مؤشر تداول لجميع الأسهم (TASI)" الذي كان يعرف سابقاً باسم "مؤشر المركز الوطني للمعلومات المالية والاقتصادية" يعكس التغير في القيمة السوقية لأسهم جميع الشركات المتداولة في سوق الأسهم السعودي. ومن هنا فالمؤشر يعكس الأداء العام للاقتصاد الوطني خصوصاً فيما يتعلق بربحية الشركات المساهمة وازدياد ثقة الجمهور والجهات المالية والاستثمارية بالمستقبل الاقتصادي للبلاد وكذلك توفير السيولة المالية لدى المستثمرين⁽²⁾.

ثانياً: خصائص مؤشر تداول لجميع الأسهم

- يعكس المؤشر بصورة مباشرة وسريعة حركة أسعار الأسهم صعوداً وهبوطاً من يوم إلى آخر، كما يعكس عدد الأسهم المصدرة للشركات المتداولة في السوق (وهي كمية شبه ثابتة ولا تتغير إلا ببطء)؛

(1) حوحو فطوم، مرجع سابق، ص 214.

(2) بشار ذنون محمد الشكرجي، ميادة صلاح الدين تاج الدين، علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية "دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية"، مجلة تنمية الرافدين، العدد 30، 2008، ص 84.

- يعكس المؤشر بصورة غير مباشرة الانتعاش (أو الركود) المتوقع 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، إصدار أو تخصيص أسهم مجانية، أو تجزئة و دمج الأسهم، زيادة أو خفض رأس المال، سداد دفعة من رأس المال المدفوع جزئياً، أو اندماج الشركات؛
- لا يعكس المؤشر كمية الأسهم المتاحة للتداول بشكل عام أو حجم التنفيذ اليومي⁽¹⁾.

ثالثاً: كيفية حساب المؤشر

يتم حساب المؤشر في أي يوم (أو وقت معين) عن طريق تعديل (أو ترجيح) قيمة المؤشر في يوم سابق (أو وقت سابق) بواسطة التغير في القيمة السوقية لجميع الشركات المتداولة في السوق، وعلى وجه التحديد فإن معادلة المؤشر هي:⁽²⁾

المؤشر (في وقت ما) = قيمة السوق عند هذا الوقت / قيمة السوق في وقت سابق × المؤشر في الوقت السابق.

حيث: قيمة السوق = مجموع القيم السوقية لجميع شركات السوق.

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

ومن هنا فإن القيمة السوقية (وبالتالي المؤشر) تعتمد على عاملين:

- عدد الأسهم المصدرة (وليس المتاحة للتداول، أو المتداولة فعلاً)، وهي ثابتة بشكل عام وتتغير فقط إذا تم إصدار أو دمج أو تخفيض عدد الأسهم فقط؛
- سعر السهم في السوق ويتغير خلال فترات فتح السوق للتداول (فترات التداول).

(1) حوجو فطوم، مرجع سابق، ص 216.

(2) المرجع نفسه، ص 215.

الفرع الثاني: نشاط السوق المالي السعودي خلال الفترة 2004-2015

يعاني سوق الأسهم السعودي من محدودية الأسهم المدرجة فيه وهذا ليس بجديد حيث تم العمل لإيجاد حل لهذه السلبية خلال السنوات الأخيرة، والملاحظ أن ما طرح لا يتوقع أن يكون كافياً لاحتضان رؤوس الأموال الموجودة في السوق المالي السعودي في حين أن هذا الأخير ليس بحاجة فقط إلى أعداد وأسماء جديدة بقدر ما يجب أن يكون هناك كيانات كبيرة باستطاعتها احتواء تلك الأموال أولاً، وبالتالي قيام منشآت قادرة على المنافسة بفضل أحجامها وقوتها.

أولاً: المؤشر العام لأسعار الأسهم

أ- تعريف: هو مؤشر إحصائي يستخدم لقياس الأداء الكلي للسوق الذي يتم احتساب المؤشر له، والذي يتكون من معدل أسعار مجموعة من الأسهم يفترض أنها تستخدم للحركة العامة للسوق المالية⁽¹⁾.

ب- تطور المؤشر العام في السوق المالي السعودي:

الجدول رقم(04): تطور المؤشر العام في السوق المالي السعودي (2004-2015)

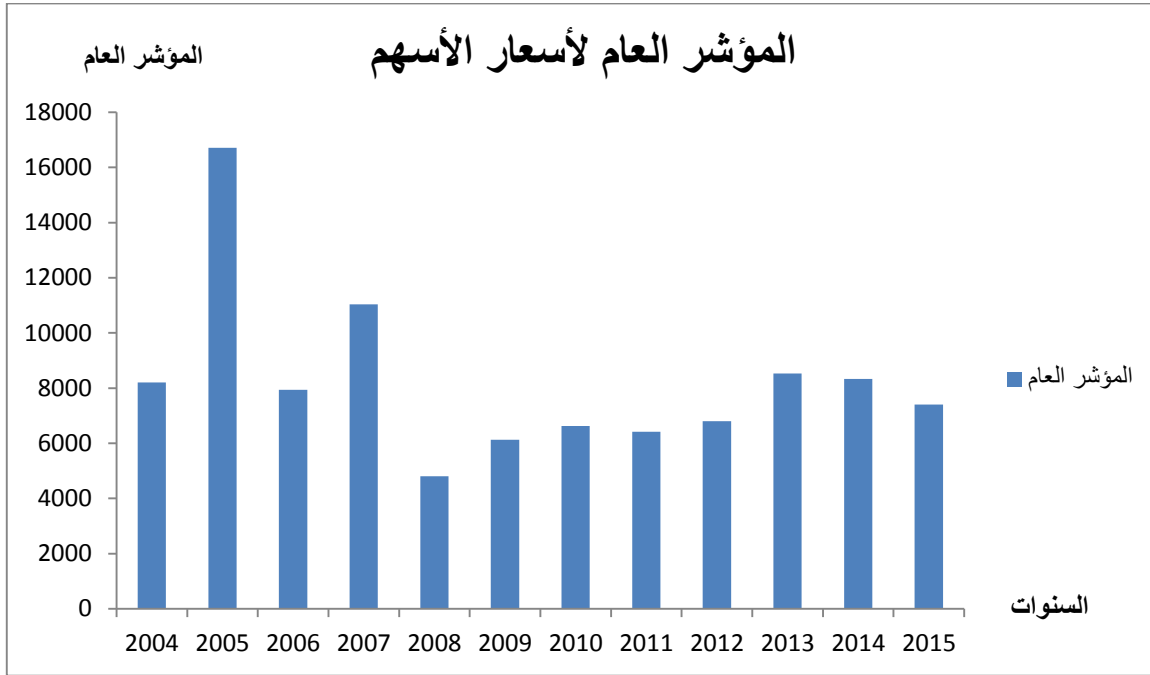
الوحدة:مليار ريال

السنوات	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
المؤشر العام	8206	16712	7933.3	11038.7	4803	6121.8	6620.8	6417.7	6801.2	8535	8333	7404

المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي 2004-2015.

(1) عباس كاضم جاسم الدعيمي، مرجع سابق، ص 122.

الشكل رقم (05): تطور المؤشر العام في السوق المالي السعودي (2004-2015)



المصدر: من اعداد الطالبتين بناء على معطيات الجدول السابق.

من خلال المنحنى أعلاه نلاحظ أن المؤشر العام للسوق خلال الفترة 2004-2007 قد عرف تذبذباً في قيمته ما بين الارتفاع والانخفاض، فقد بلغ أعلى قيمة له خلال سنة 2005 إذ وصلت قيمته إلى 16712.6 مليار ريال وذلك بفضل إنشاء سوق لتداول الأوراق المالية "السوق المالية السعودية" في سنة 2004، ما أثر إيجاباً خلال السنة اللاحقة على المؤشر.

لتأني سنة 2008 الذي عرف المؤشر فيها انخفاضاً كبيراً، فقد انخفض بنسبة 56.49 % مقارنة بسنة 2007 الذي كانت قيمته 11038.7 مليار ريال ليبلغ قيمته 4803 مليار ريال خلال هذه السنة، ويعود هذا التراجع الكبير فيه إلى الأزمة المالية العالمية لـ 2008، لكن سرعان ما بدأ هذا المؤشر في الصعود خلال السنوات اللاحقة، إذ عرف ارتفاعاً وتذبذباً طفيفاً في قيمته خلال سنة 2011 فقد انخفض بنسبة 3.07 % لتبلغ قيمته 6417.7 مليار ريال، مقارنة بقيمة 6620.7 مليار ريال سنة 2010.

أما في سنة 2014 فلاحظنا أن هذا المؤشر قد عاود الانخفاض مجدداً إذ بلغت قيمته 8333.3 مليار ريال مقارنة بسنة 2013 أين كانت قيمته 8535.6 مليار ريال والسبب الرئيسي في هذا الانخفاض هو تراجع أسعار البترول التي أثرت على أداء السوق وبالأخص على أداء المؤشر بشكل مباشر.

ثانياً: مؤشر القيمة السوقية (معدل رسملة السوق)

أ- تعريف: يقصد برسملة السوق مجموعة من الأسهم المدرجة في السوق بمتوسط أسعارها في نهاية المدة، ويشير أيضا هذا المؤشر إلى إجمالي الأوراق المدرجة في السوق، وغالبا ما يقاس معدل رسملة السوق من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المقيدة في السوق المالية على الناتج المحلي الإجمالي⁽¹⁾.

ب- تطور مؤشر القيمة السوقية في السوق المالي السعودي:

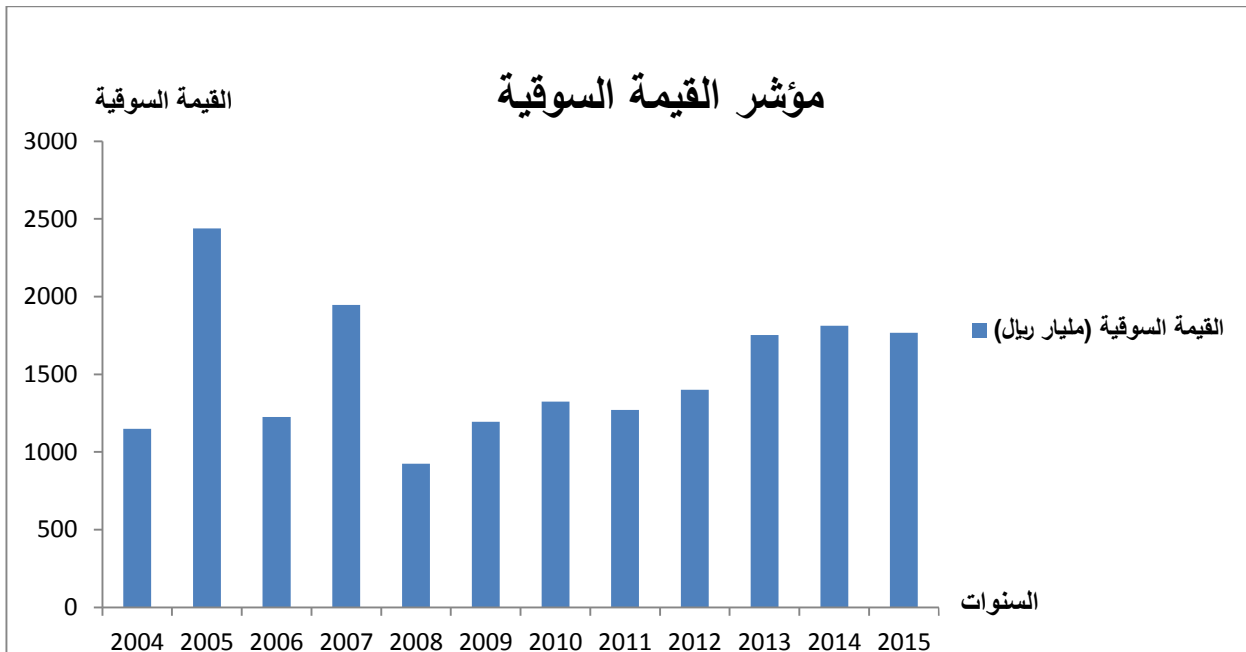
الجدول رقم(05): تطور مؤشر القيمة السوقية في السوق المالي السعودي (2004-2015)

الوحدة: مليار ريال

السنوات	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
القيمة السوقية	1148.6	2438	1225.9	1946.4	924.5	1195.5	1325.4	1270.8	1400.3	1752.9	1813	1767

المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي 2004-2015.

الشكل رقم(06): تطور مؤشر القيمة السوقية في السوق المالي السعودي (2004-2015)



المصدر: من اعداد الطالبتين بناء على معطيات الجدول السابق.

(1) المرجع السابق، ص 122.

لقد كان لتطور المؤشر أداءا جيدا خلال السنوات 2004-2007 إذ أن هذا المؤشر عرف ارتفاعا طيلة هذه السنوات، ما عدا سنة 2006 الذي عرف فيها انخفاضا لتبلغ قيمته 1225.9 مليار ريال مقارنة بسنة 2005 الذي كانت قيمته 2438.2 مليار ريال، لتأتي سنة 2007 أين سجل المؤشر أعلى قيمة له خلال فترة الدراسة إذ بلغ 1946.4 مليار ريال والسبب الرئيسي في هذا الارتفاع هو تبني نظام تداول جديد يسمى "SAXESS" عام 2006، ما سهل التداول في السوق المالي السعودي و القيام بعمليات سريعة من شأنها أن تطور السوق المالية السعودية، ومع وقوع الأزمة العالمية لسنة 2008، والتي دفعت بالمتعاملين لفقدان الثقة في السوق المالي أدت إلى تراجع أدائه وأثرت بذلك سلبا على القيمة السوقية، حيث وصلت إلى 924.5 مليار ريال، بنسبة انخفاض قيمتها 52.5%، لتأتي سنتي 2009، 2010 أين عرف المؤشر ارتفاعا في قيمته إذ بلغ 1195.5، 1325.4 مليار ريال على التوالي، لكن سرعان ما أتت أزمة الربيع العربي التي أدت إلى التأثير على أداء الأسواق المالية العربية ما ساهم في انخفاض قيمة المؤشر سنة 2011 إلى 270.8 مليار ريال، لكن تأثيرها كان طفيفا على السوق المالي السعودي لكون هذه الأزمة أثرت بشكل كبير على أسواق الدول التي تعرضت لها.

لتأتي السنوات اللاحقة الذي عرف المؤشر فيها تحسنا إذ بلغت قيمته 1400.3، 1752.9، 1813، 1767 مليار ريال على التوالي ويعود السبب في هذا الارتفاع لكون هذه الفترة امتازت بالاستقرار الاقتصادي والسياسي.

ثالثا: مؤشر حجم التداول

أ- تعريف المؤشر: يقصد بحجم التداول قيمة ما يتم تداوله من أسهم وسندات بمختلف الأسعار خلال مدة زمنية، إذ يعكس حجم التداول القيمة الإجمالية للأوراق المتداولة خلال مدة زمنية عادة ما تكون سنة، ويقاس معدل التداول من خلال قسمة مجموع الأسهم المتداولة في السوق المالية على الناتج المحلي الإجمالي، ويقاس هنا مؤشر التداول المنظم لأسهم الشركات كنسبة من الناتج المحلي، وبالتالي فهو يعكس السيولة في الاقتصاد بصفة عامة، ويكمل هذا المؤشر مؤشر رسملة السوق إذ يعكس الأخير حجم السوق، على الرغم من أن السوق قد تكون كبيرة إلا أن حجم التداول قد يكون صغيرا، ومن تم يتعين استخدام المؤشرين معا وذلك لإمكانية الحصول على معلومات سليمة عن سوق المالية المحلية⁽¹⁾.

(1) المرجع السابق، ص 123.

ب- تطور مؤشر حجم التداول في السوق المالي السعودي:

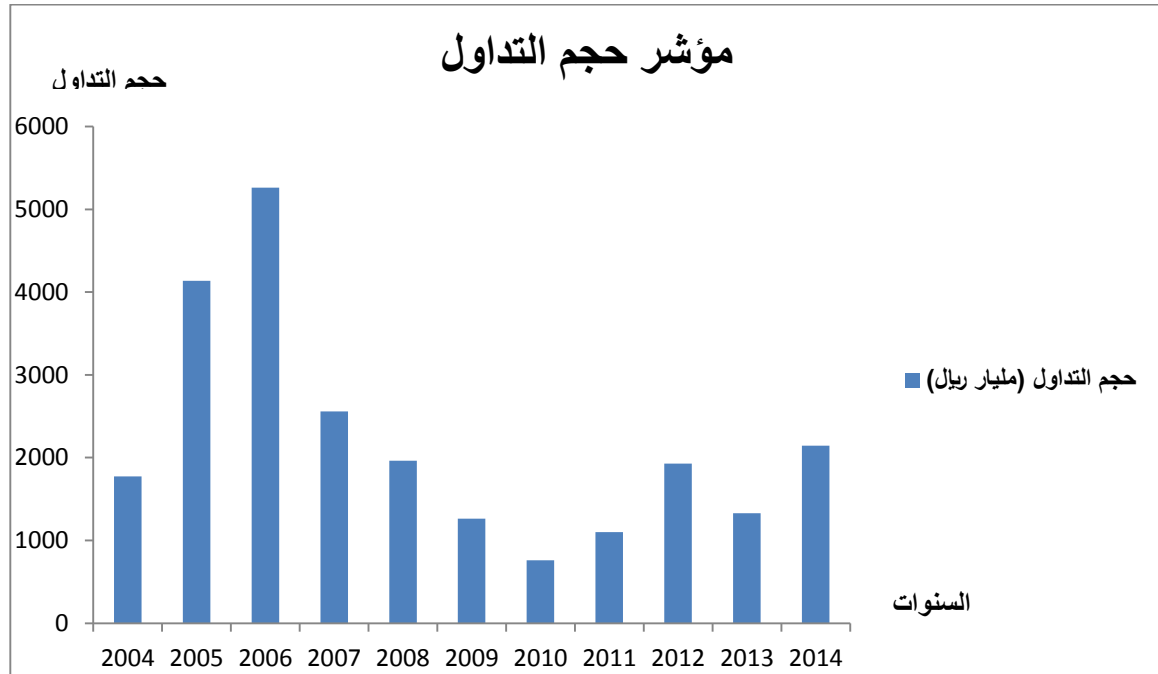
الجدول رقم(06): تطور مؤشر حجم التداول في السوق المالي السعودي (2004-2014)

الوحدة: مليار ريال

السنوات	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
حجم التداول	1774.5	4138.7	5261.9	2557.7	1962.9	1264	759.2	1098.8	1929.3	1329.7	2146.5

المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي 2004-2014.

الشكل رقم(07): تطور مؤشر حجم التداول في السوق المالي السعودي (2004-2014)



المصدر: من اعداد الطالبتين بناء على معطيات الجدول السابق.

نلاحظ من خلال المنحنى أعلاه أن حجم التداول قد حقق ارتفاع من سنة لأخرى خلال السنوات 2004-2006 ليبلغ قيمة 5261.9 مليار ريال سنة 2006، لكن سرعان ما عرف انخفاضاً سنة 2007 إذ بلغت قيمته 2557.7 مليار ريال.

أما سنة 2008 فقد بلغ حجم التداول 1962.9 مليار ريال وبذلك انخفض عن السنة الماضية بنسبة 23.25% وهذا الانخفاض راجع إلى الأزمة المالية وما تبعها من آثار سلبية على السوق المالي السعودي، وظل حجم التداول منخفضاً حتى عام 2009، حيث بلغت نسبة هذا الانخفاض حوالي

35.61%، كما سجل في سنة 2010 انخفاضا بنسبة 46.42% مقارنة بسنة 2009 وذلك راجع إلى امتداد آثار الأزمة المالية العالمية التي تسببت في جعل المتعاملين في هذا السوق يقللون من تعاملهم بالأوراق المالية.

وفي عام 2011 استعاد السوق المالي السعودي حيويته ونشاطه حيث سجل ارتفاعا في قيمته، وهذا الارتفاع يعود إلى التعافي من آثار الأزمة المالية وعودة الاستقرار إلى السوق المالي ليستمر حتى سنة 2014 إذ بلغ ما قيمة 2146.5 مليار ريال.

رابعاً: مؤشر عدد الشركات المدرجة

أ- تعريف: يقصد بهذا المؤشر عدد الشركات المقيدة في السوق المالي، التي يتم تداول أوراقها المالية في السوق المنظمة، ويستخدم هذا المؤشر للدلالة على حجم السوق، بالإضافة إلى المؤشر العام للأسعار⁽¹⁾.

ب- تطور مؤشر عدد الشركات المدرجة في السوق السعودي:

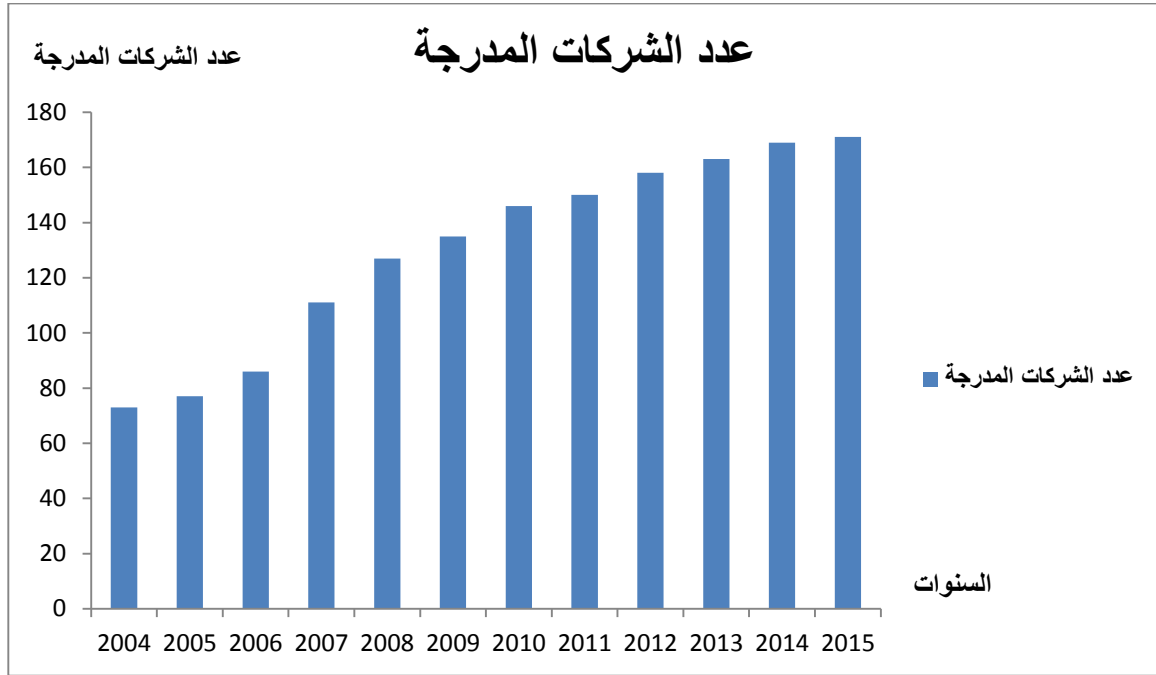
الجدول رقم (07): تطور عدد الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي (2004-2015)

السنوات	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
عدد الشركات	73	77	86	111	127	135	146	150	158	163	169	171

المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي 2015-2004.

(1) المرجع السابق، ص 123.

لشكل رقم (08): تطور عدد الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي (2004-2015)



المصدر: من اعداد الطالبتين بناء على معطيات الجدول السابق.

لقد عرف هذا المؤشر ارتفاعا طول فترة الدراسة، إذ ضم 73 شركة سنة 2004، ليتصاعد عدد الشركات ويصبح 111 شركة مدرجة سنة 2007، وعلى الرغم من حدوث الأزمة المالية العالمية، إلا أن ذلك لم يؤثر على عدد الشركات المدرجة فقد ارتفع عددها ليصبح 127 شركة مدرجة سنة 2008، ومن ناحية أخرى فقد قامت الهيئة بإصدار منظومة القواعد واللوائح التنفيذية اللازمة لتنظيم السوق المالية المحلية وتطويرها، ما أدى إلى زيادة عدد الشركات في سنة 2009 لتصل إلى 135 شركة مدرجة.

أما السنوات 2010-2012 فقد كان عدد الشركات المدرجة 146، 150، 158 على التوالي، لتأتي سنة 2013 أين أضيفت 5 شركات جديدة ليبلغ عددها 163 شركة مدرجة بنهاية العام، بفضل ترخيص الهيئة لها في ممارسة أنشطة أعمال الأوراق المالية، واستمر حتى سنة 2015 أين وصلت إلى 171 شركة.

خامساً: مؤشر إجمالي عدد الصفقات المنفذة

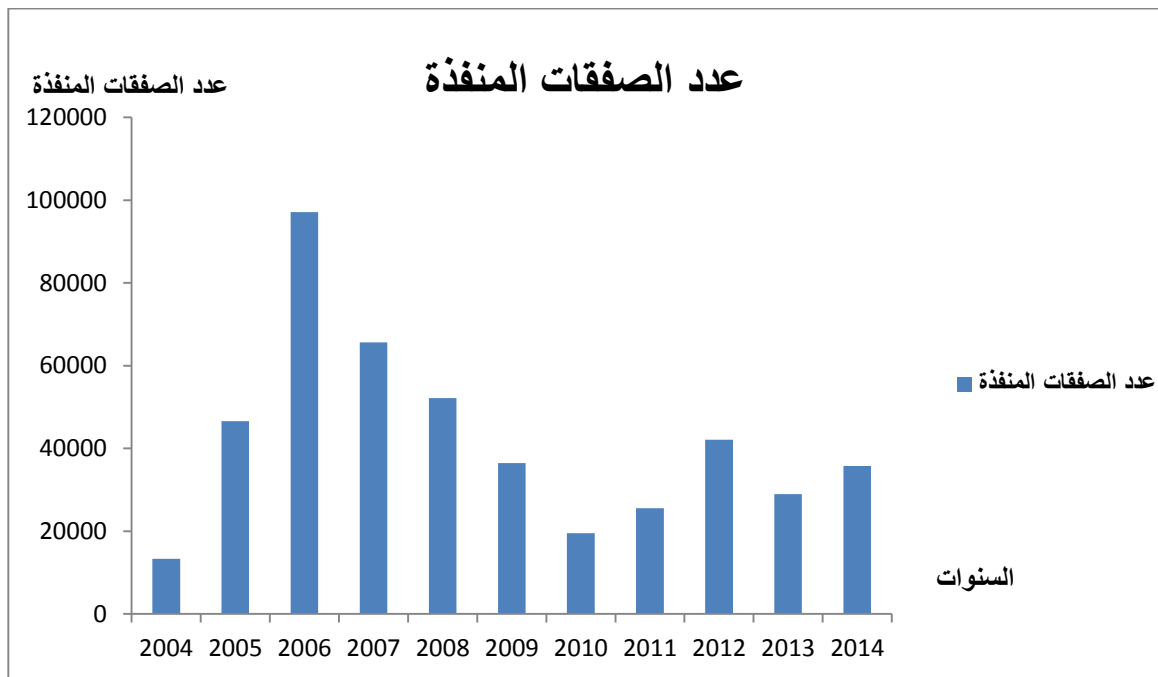
الجدول رقم(08): تطور عدد الصفقات المنفذة في السوق المالي السعودي (2004-2014)

الوحدة: آلاف

السنوات	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
عدد الصفقات المنفذة	13319.5	46608	97096	65665.5	52136	36458.3	19536	25547	42105	28967.7	35761

المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي 2004-2014.

الشكل رقم(09): تطور عدد الصفقات المنفذة في السوق المالي السعودي (2004-2015)



المصدر: من اعداد الطالبتين بناء على معطيات الجدول السابق.

من خلال المنحنى نلاحظ أن إجمالي عدد الصفقات المنفذة قد عرف ارتفاع خلال الفترة من 2004-2006، فقد بلغت قيمته 13319.5 ألف صفقة خلال عام 2004 ليصل إلى 97095.9 ألف صفقة خلال سنة 2006.

وقد بلغ إجمالي عدد الصفقات المنفذة 65665.5 ألف صفقة عام 2007 لتبدأ بالانخفاض في الأعوام الثلاثة اللاحقة 2008، 2009، 2010 إذ كان عددها خلال هذه السنوات 52135.9، 36458.3،

19536.1 على التوالي ويعود السبب في ذلك لتأثير الأزمة المالية العالمية واستمرار تداعياتها على الأسواق المالية.

أما في السنوات اللاحقة عرف إجمالي عدد الصفقات المنفذة تذبذباً ما بين الارتفاع والانخفاض، ولكن عموماً عرف استقراراً في أداء السوق بعد بداية التعافي من الأزمة إذ بلغ 25546.9 ألف صفقة سنة 2011، ليصل إلى 35761.1 صفقة سنة 2014.

المبحث الثاني: السياسة الاقتصادية في المملكة العربية السعودية

إن السياسة الاقتصادية المتبعة في الاقتصاد السعودي تهدف إلى المحافظة على الاستقرار في الأسعار المحلية وسعر صرف الريال وتعزيز الاستقرار المالي، وزيادة القدرة التنافسية للاقتصاد الوطني.

المطلب الأول: السياسة النقدية في المملكة العربية السعودية

تهدف السياسة النقدية في المملكة العربية السعودية إلى تحقيق استقرار النظام المالي واستقرار الأسعار بشكل عام عبر نظام مصرفي قوي ومنظم ومتطور يستطيع خدمة الاقتصاد بكافة قطاعاته لتحقيق الأهداف التنموية ورفاهية المواطن وذلك عن طريق التحكم في السيولة المحلية من خلال الأدوات النقدية المتاحة.

الفرع الأول: اتفاقية إعادة الشراء

تتولى مؤسسة النقد العربي السعودي مهمة التحكم في الاحتياطات المصرفية بما يتناسب مع أهداف السياسة النقدية، ويتم ذلك بشكل مستمر للحد من التذبذبات في السيولة المصرفية، لأن التغير في السيولة المصرفية يحدث أثراً كبيراً في أسعار الفائدة اليومية القصيرة. وتأتي أهمية اتفاقيات إعادة الشراء Repo في كونها نافذة مفتوحة للمصارف التجارية المحلية للحصول على السيولة اللازمة لتغطية احتياجاتها غير المتوقعة في عمليات المقاصة اليومية والتخلص من السيولة الزائدة عن حاجاتها عن طريق اتفاقيات إعادة الشراء المعاكس Reverse repo، وتعتبر اتفاقيات إعادة الشراء وسيلة مهمة من وسائل السياسة النقدية التي تعرف باسم⁽¹⁾ عمليات السوق المفتوح بمفهومها الضيق، والتي تمثل بدورها أداة مرنة للسيطرة على حجم

(1) صالح بن عبد الله العواد، السياسة النقدية، مؤسسة النقد العربي السعودي، المعهد المصرفي، الرياض، 16 أكتوبر 2010، ص

الائتمان عن طريق قيام مؤسسة النقد بتعديل مستوى السيولة المصرفية بصورة مباشرة، ويعتمد مدى تأثير عمليات السوق المفتوحة على مقدار الأوراق المالية التي بحوزة المصارف التجارية وكذلك حجم وعمق السوق المالية.

ويمثل عائد إعادة الشراء العائد الرسمي poli rate ضمن إطار السياسة النقدية في المملكة العربية السعودية والذي بلغ 2% سنة 2015 في حين بلغ عائد اتفاقيات إعادة الشراء المعاكس 0.5% وتتحكم عدة عوامل رئيسية في تحديد عائد إعادة الشراء، ومن أهم تلك العوامل مستوى السيولة النقدية في النظام المصرفي واتجاه السياسة النقدية في الولايات المتحدة الأمريكية وذلك لارتباط الريال السعودي بالدولار الأمريكي، ومستوى أسعار الفائدة بين المصارف التجارية، ويتم تحديد مستواهما حسب مقتضيات السياسة النقدية التي ترغب المؤسسة تحقيقها، آخذة في الاعتبار ظروف وتطورات السوق الداخلية والخارجية، والجدول التالي يوضح تطور عائدي اتفاقية الشراء والشراء المعاكس من سنة 2007 إلى 2015⁽¹⁾.

الجدول رقم (09): تطور عائد اتفاقية إعادة الشراء والشراء المعاكس للفترة 2007-2015

السنوات	العائد على اتفاقية إعادة الشراء الرسمي	العائد على اتفاقية إعادة الشراء المعاكس
2007	5.5%	4%
2008	2%	0.5%
2009	2.5%	1.25%
2010	2%	0.25%
2011	2%	0.25%
2012	2%	0.25%
2013	2%	0.25%
2014	2%	0.25%
2015	2%	0.5%

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على تقارير مؤسسة النقد العربي السعودي للسنوات 2007-2015.

(1) المرجع السابق، ص 19.

الفرع الثاني: الاحتياطي القانوني

يعتبر الاحتياطي القانوني من الأدوات الهامة والفاعلة في الرقابة على الائتمان المصرفي والتأثير في السيولة النقدية في السعودية. حيث قامت مؤسسة النقد السعودي في شهر نوفمبر من عام 2007 برفع الوديعة النظامية أو ما يعرف بنسبة الاحتياطي القانوني التي تحتفظ بها المصارف العاملة في المملكة لديها من 7% لتصبح 9% من مجموع الودائع تحت الطلب، وذلك بهدف امتصاص جزء من السيولة النقدية الزائدة في النظام المصرفي والحد من قدرة المصارف على التوسع في الإقراض بهدف تقليص الضغوطات التضخمية، ثم عاودت تخفيض هذه النسبة عدة مرات بهدف تعزيز السيولة في النظام المصرفي لتصل إلى 7% في نوفمبر 2008، في حين أقيمت على نسبة الاحتياطي القانوني على الودائع الزمنية والادخارية عند مستوى 4%.

واستمرت مؤسسة النقد العربي السعودي في اتخاذ بعض الإجراءات التي تهدف إلى خفض تكلفة الإقراض وتلبية الطلب المحلي على الائتمان بهدف ضمان استمرار المصارف التجارية بأداء دورها التمويلي حيث أقيمت على نسبة الاحتياطي القانوني على الودائع تحت الطلب عند 7% خلال السنوات من 2009 إلى غاية 2015 والودائع الزمنية والادخارية عند 4%⁽¹⁾.

الفرع الثالث: أسعار الفائدة

لا يوجد هيكل رسمي لأسعار الفائدة على الريال السعودي (قيود إدارية) ويعتمد تحديد أسعار الفائدة على قوى السوق، وتتماشى مع أسعار الفائدة العالمية، لذا فإن أسعار الفائدة على الريال السعودي تقتضي بشكل عام أسعار الفائدة السائدة على الدولار الأمريكي باعتبارها عملة التدخل، كما أن هناك عوامل أخرى تؤثر على أسعار الفائدة المحلية، أهمها حجم الإنفاق الحكومي، وعمليات إدارة المراكز المالية للمصارف التجارية، وضغوط المضاربة على سعر صرف الريال والتي عادة ما تكون وقتية ومحدودة جداً، وتستخدم أسعار الفائدة السائدة بين المصارف التجارية (SIBOR) كمرجع لأسعار الفائدة المحلية المتعلقة بالقروض والهيئات والشركات، ولاتفاقيات أسعار الفائدة المستقبلية، كذلك لأسعار القروض الاستهلاكية والتسهيلات المصرفية⁽²⁾.

(1) مؤسسة النقد العربي السعودي، تقارير سنوية، 2007-2015.

(2) صالح بن عبد الله العواد، مرجع سابق، ص7.

حيث عرفت أسعار الفائدة على الودائع بالريال بين المصارف المحلية السعودية في عام 2009 انخفاضا مخالفا اتجاهها التصاعدي الذي بدأ منذ عام 2004 واثّر المزيد من التعديلات التنافسية التي أجرتها المؤسسة على معدل العائد الرسمي على اتفاقيات إعادة الشراء المعاكس حيث انخفضت بنحو 226 نقطة أساس ليصل إلى مستوى 0.63% كما انخفضت أيضا أسعار الفائدة على الودائع بالدولار بنحو 225 نقطة أساس ليصل إلى 0.74%.

لكن أسعار الفائدة على الودائع بالريال بين المصارف لمدة 3 أشهر عرفت ارتفاعا بنحو 23 نقطة أساس عام 2012 مقابل انخفاضها بنحو 17 نقطة أساس و 5 نقاط أساس عامي 2010 و 2011 على التوالي، وارتفع سعر الفائدة على الودائع الأمريكية لمدة 3 أشهر في عام 2012 مقابل حركته التنافسية منذ عام 2009 إذ حققت زيادة قدرها 7 نقاط أساس عام 2012 مقارنة بانخفاض قدره 31 نقطة أساس و 5 نقاط أساس عامي 2010، 2011.

كما ارتفعت أيضا أسعار الفائدة على الودائع بالريال بنحو 3 نقاط أساس عام 2013 لكنها انخفضت عام 2014 بنحو نقطة أساس واحدة، وانخفضت أسعار الفائدة على الودائع بالدولار الأمريكي عام 2013 بنحو 9 نقاط أساس و 4 نقاط أساس عام 2014.

وفي ظل وفرة السيولة في النظام المصرفي استمرت المؤسسة في إصدار أدونات الخزينة بحجم يصل إلى 9 مليارات ريال على أساس أسبوعي عام 2013، وظل العائد على أدونات الخزينة ثابتا عند نسبة 80% من سعر الفائدة على الودائع بين المصارف العاملة في السوق المحلية SIBID. في حين بلغت أسعار الفائدة على الودائع في نهاية الربع الرابع لعام 2015 ما يقارب 1.54% إذ بلغ الفارق بين أسعار الفائدة على الودائع بالريال والدولار نحو 94 نقطة أساس لصالح الريال في نهاية هذا الربع مقارنة بـ 57 نقطة أساس في نهاية الربع الثالث لعام 2015⁽¹⁾.

المطلب الثاني: السياسة المالية في المملكة العربية السعودية

تمثل السياسة المالية لأي دولة البرامج التي تستخدم فيها الدولة الإيرادات العامة لتمويل البرامج الإنفاقية بهدف إحداث آثار اقتصادية واجتماعية مرغوبة وتجنب الآثار غير المرغوبة وصولا لتحقيق الأهداف الاقتصادية، وإن كانت السياسة المالية تتضمن الضرائب والإنفاق العام معا، فإن المملكة العربية

(1) مؤسسة النقد العربي السعودي، تقارير سنوية، 2007-2015.

السعودية تعتمد أساساً على الإنفاق العام دون الضرائب لكون أن الضرائب تشكل جزءاً هامشياً في موازنة المملكة وأن الإنفاق العام هو المتغير المهيمن على النشاط الاقتصادي ويتم تمويله من إيرادات النفط.

الفرع الأول: الإيرادات العامة

أدت العائدات النفطية دور المحرك الرئيسي لعجلة التنمية خلال العقود الماضية، ومع توسع القاعدة الاقتصادية وتنوعها، لا تزال تلك العائدات تمثل معظم إيرادات الميزانية العامة للدولة، حيث أن الإيرادات غير النفطية لم تواكب هذا التوسع، مما زاد الاعتماد على الإيرادات النفطية في تغطية النفقات العامة الاستثمارية والتشغيلية للدولة⁽¹⁾.

وتشير الأرقام الأولية للميزانية المالية لعام 2008 إلى ارتفاع في جانب الإيرادات الفعلية بنسبة 71.3% لتبلغ نحو 1101 مليار ريال مقارنة بنحو 642.8 مليار ريال في عام 2007، ونتيجة لتراجع كل من أسعار وكميات النفط المنتجة في عام 2009 كنتيجة للأزمة المالية العالمية فقد تراجعت الإيرادات الفعلية بنسبة 53.7% لتبلغ حوالي 509.8 مليار ريال، لتعاود الارتفاع خلال السنوات 2010، 2011، 2012 حيث بلغت 1247.4 مليار ريال في 2012، وترجع هذه الزيادة إلى ارتفاع الإيرادات البترولية في ضوء تصاعد أسعار النفط الخام في الأسواق العالمية، إذ شكلت نسبة الإيرادات النفطية 91.7% إلى إجمالي الإيرادات العامة، أما الإيرادات الأخرى قدرت بـ 8.3% من إجمالي الإيرادات العامة أي ما يعادل 103.33 مليار ريال⁽²⁾.

في حين شهدت الإيرادات العامة للدولة انخفاضاً بداية من عام 2013 أين بدأ تأثير انخفاض أسعار النفط واضحاً في البيان المالي لعام 2015 إذ بلغت الإيرادات 608 مليار ريال أي بانخفاض قدره 15% عما كان متوقفاً لدى إعلان الموازنة نهاية عام 2014، حيث شكلت الإيرادات النفطية ما نسبته 73% من المداخيل الحكومية في عام 2015 أي بتراجع 23% عن العام الذي سبقه، وارتفعت الإيرادات غير البترولية بنسبة 29% عن السابق لاسيما عبر رفع حصة الحكومة من قطاع الاتصالات ورسوم وأجور الخدمات

⁽¹⁾ وزارة الاقتصاد والتخطيط، المملكة العربية السعودية، خطة التنمية التاسعة، الإستراتيجية بعيدة المدى للاقتصاد الوطني، الفصل

الثالث، ص 42.

⁽²⁾ مؤسسة النقد العربي السعودي، تقارير سنوية، 2007-2015.

العامة والإيجارات والمبيعات، في حين قدرت الإيرادات العامة للميزانية المالية لعام 2016 بـ 513 مليار ريال⁽¹⁾.

الفرع الثاني: النفقات العامة

يشكل عام 2011 مرحلة فاصلة بالنسبة لحجم النفقات العامة في المملكة العربية السعودية، وهي خطوة من شأنها أن تعزز القوة الاقتصادية السعودية، حيث شهدت ارتفاعاً كبيراً قدر بـ 826.7 مليار ريال مقارنة بـ 653.9 مليار ريال عام 2010 و596.4 مليار ريال سنة 2009، إذ شكلت النفقات الجارية النسبة الأكبر من إجمالي النفقات حيث بلغت حوالي 66.6 %، في حين بلغت النفقات الرأسمالية النسبة المتبقية⁽²⁾.

كما قدرت النفقات العامة في الميزانية التقديرية لعام 2012 بنحو 690 مليار ريال، إلا أن استمرار الدولة في دعم المشاريع والبرامج التنموية أدى إلى ارتفاع النفقات الفعلية لها لتبلغ حوالي 975 مليار ريال، حيث تضمنت الزيادة في النفقات الالتزامات المترتبة على تثبيت العاملين، وتعويض صندوق التنمية العقارية عن الإعفاءات، وزيادة رأس مال صندوق التنمية العقاري، كما ارتفعت النفقات الفعلية بنسبة 13.7% لتبلغ نحو 1109.9 مليار ريال سنة 2014 مقارنة بنحو 976 مليار ريال سنة 2013⁽³⁾.

وبين وزير المالية أن النفقات الفعلية لعام 2015 بلغت حوالي 975 مليار ريال مقارنة بتقديرات الميزانية البالغة 860 مليار ريال، وذلك بزيادة قدرها 115 مليار ريال، وبنسبة 13% وقد جاءت الزيادة في المصروفات بشكل رئيسي نتيجة لصرف رواتب إضافية لموظفي الدولة السعوديين المدنيين والعسكريين والمستفيدين من الضمان الاجتماعي والمتعاقدين، في حين قدرت النفقات العامة لعام 2016 بحوالي 840 مليار ريال⁽⁴⁾.

(1) السعودية تسجل عجزها الأكبر، متاحة على الموقع:

<http://assafir.com/article/464169.le>: 12/04/2016 à 11:00.

(2) مؤسسة النقد العربي السعودي، تقارير سنوية، 2007-2015.

(3) فادي بن عبد الله الحجاجي، المؤشرات تعزز مكانة الاقتصاد الوطني كهيئة مستقرة وجاذبة للاستثمار، الرياض الاقتصادي، العدد 16527، متاح على الموقع:

<http://www.riyadcapital.com>. Le : 12/04/2016 à 10:50.

(4) تفاصيل الميزانية السعودية، 840 مليار ريال نفقات 2016، متاحة على الموقع:

www.sadaaden.net/read-news/319676.le: 12/04/2016 à 11:00.

الفرع الثالث: الموازنة العامة

وفقا للبيانات الرسمية للإيرادات والمصروفات الفعلية للدولة للأعوام الـ 15 الماضية حققت ميزانية المملكة أكبر فائض في عام 2008، حيث بلغ الفائض نحو 581 مليار ريال وذلك لارتفاع الإيرادات النفطية بنحو 75% مقارنة بعام 2007 لتصل إلى 983 مليار ريال بعد الارتفاع الكبير لأسعار النفط خلال النصف الأول حيث وصلت آنذاك إلى 133 دولار للبرميل.

كما سجلت الميزانية المالية السعودية خلال الأعوام من 2011 إلى 2013 فوائض نقدية بلغت عام 2013 حوالي 180 مليار ريال، في حين حققت السعودية أكبر عجزا لها خلال السنوات الماضية في عام 2009 بعد أن تراجعت الإيرادات النفطية بنحو 56% لتصل إلى 434 مليار ريال بسبب انخفاض الطلب العالمي على النفط خلال تلك السنة بعد الأزمة المالية العالمية. كما حققت عجزا أيضا في السنوات الأخيرة 2014، 2015 أين وصل العجز عام 2015 إلى 367 مليار ريال، أي ما يعادل 98 مليار دولار⁽¹⁾.

وقدر العجز في الميزانية لعام 2016 بمبلغ 326.2 مليار ريال وقال وزير المالية أنه سيتم تمويل العجز وفق خطة تراعي أفضل خيارات التمويل المتاحة، ومن ذلك الاقتراض المحلي والخارجي وبما لا يؤثر سلبا على السيولة لدى القطاع المصرفي المحلي لضمان نمو تمويل أنشطة القطاع الخاص، وأشار إلى أنه نظرا للتقلبات الحادة في أسعار البترول في الفترة الأخيرة، فقد تم تأسيس مخصص دعم الميزانية العامة بمبلغ 183 مليار ريال لمواجهة النقص المحتمل في الإيرادات ليمنح مزيدا من المرونة لإعادة توجيه الإنفاق الرأسمالي والتشغيل على المشاريع القائمة والجديدة وفقا لأولويات التنمية الوطنية ولمقابلة أي تطور في متطلبات الإنفاق وفق الآليات والإجراءات التي نصت عليها المراسيم الملكية لهذه الميزانية⁽²⁾.

(1) السعودية تعلن عن ميزانية 2016 في 2015/12/27 ، متاحة على الموقع:

www.almowaten.net/2015/12, le 14/04/2016 à 16 :45.

(2) تفاصيل الميزانية السعودية، 840 مليار ريال نفقات 2016، متاحة على الموقع:

www.sadaaden.net/read-news/319676. le: 12/04/2016 à 11:00.

الجدول رقم (10) : تطور حجم الإيرادات والنفقات ورصيد الموازنة خلال الفترة 2007-2015

الوحدة: مليار ريال

السنة	الإيرادات الفعلية	الإيرادات النفطية %	الإيرادات الأخرى %	النفقات	النفقات الرأسمالية	النفقات الجارية	رصيد الميزانية
2007	642.7	87.5	12.5	466.2	25.5	74.5	176.6
2008	1101	89.3	10.8	520.1	25.2	74.8	580.9
2009	509.8	85.2	14.8	596.4	30.2	69.8	(86.6)
2010	741.6	90.3	9.7	653.9	30.4	69.2	87.7
2011	1117.8	92.5	7.5	826.7	33.4	66.6	291.1
2012	1247.4	91.7	8.3	873.3	32	68	374.1
2013	1156.4	89	11	976	32	68	180.4
2014	1044.4	87.5	12.5	1109.9	33.4	66.6	(65.5)
2015	608	73	27	975	-	-	(367)

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على تقارير مؤسسة النقد العربي السعودي 2007-2015.

المبحث الثالث: تأثير المؤشرات النقدية والمالية على السوق المالي السعودي

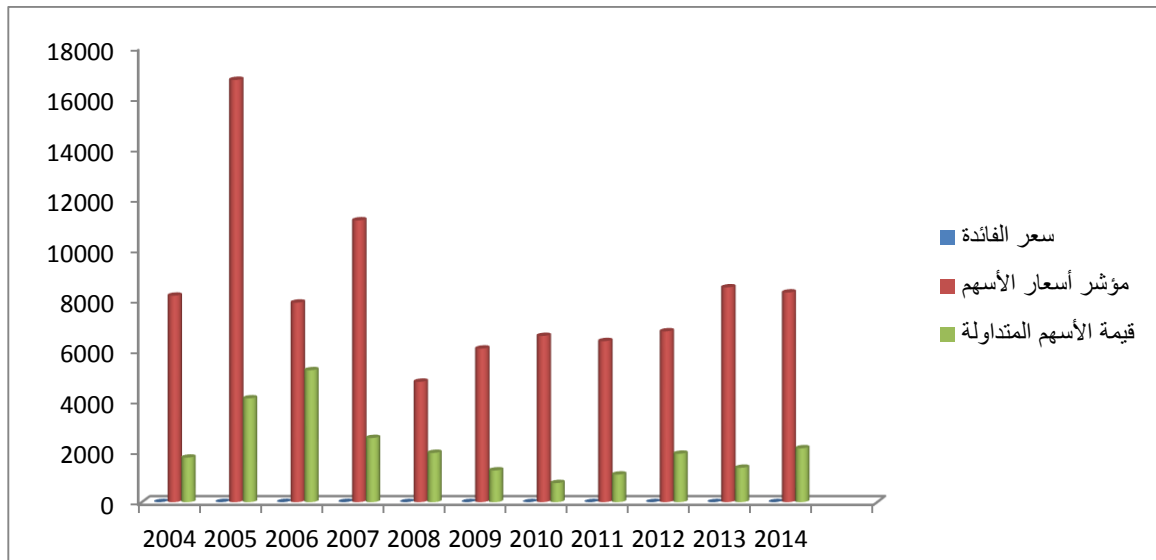
يثير اعتماد اقتصاد المملكة العربية السعودية على الإيرادات النفطية اثنين من التحديات الرئيسية أمام صناعات السياسات، فالتحدي الأول هو كيف ينبغي لهم انتهاز أفضل السبل في التعامل مع اعتماد البلاد الكبير حالياً على الإيرادات النفطية وضمان حماية السوق المالي، إلى أقصى حد ممكن من التقلب في سوق النفط العالمية، والتحدي الثاني هو كيف يمكنهم مساعدة السوق المالي على زيادة فعاليته حتى يتراجع بمرور الوقت هذا الاعتماد على الإيرادات النفطية.

المطلب الأول: علاقة بعض مؤشرات السياسة النقدية بالسوق المالي السعودي

ترتكز السياسة النقدية في المملكة العربية السعودية على ربط الريال السعودي بالدولار الأمريكي، إذ يسمح هذا الربط باستقرار أسعار الأصول المالية، غير أن هذا الربط يعني أيضاً أن المملكة لديها قدرة محدودة من مرونة التصرف في إطار السياسة النقدية، لذا تلجأ السلطات إلى المزيج مع السياسات المالية، وعمليات إدارة السيولة للتأثير على النشاط الاقتصادي وإدارة مخاطر القطاع المالي.

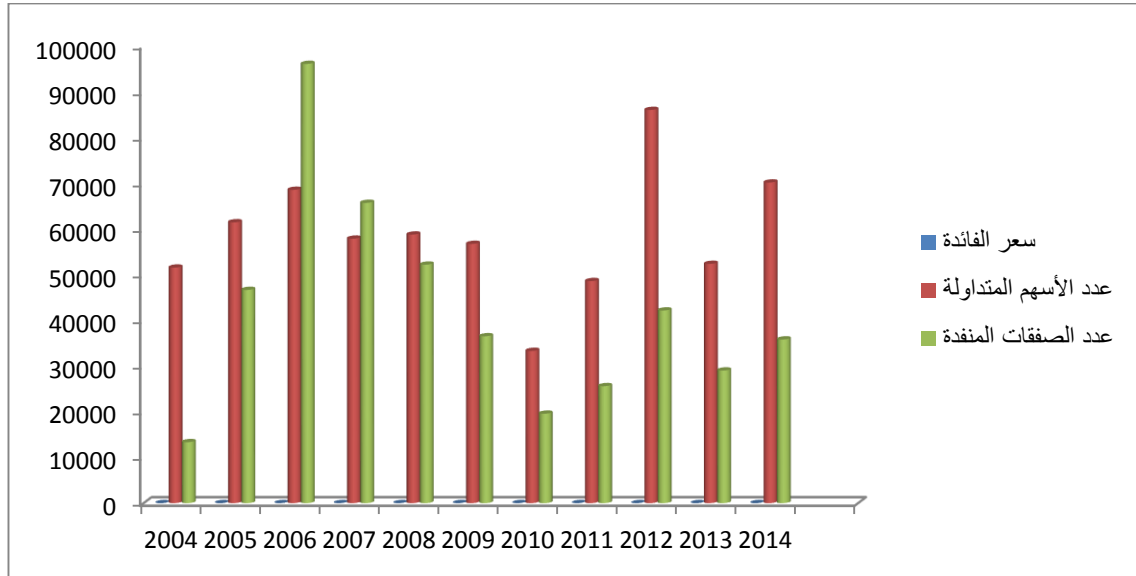
الفرع الأول: تأثير سعر الفائدة على أداء السوق المالي السعودي

الشكل رقم (10): علاقة سعر الفائدة بمؤشر أسعار الأسهم وقيمة الأسهم المتداولة (2004-2014)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية لمؤسسة النقد العربي السعودي 2004-2014.

الشكل رقم(11): علاقة سعر الفائدة بعدد الأسهم المتداولة والصفقات المنفذة (2004-2014)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية لمؤسسة النقد العربي السعودي 2004-2014.

تعتبر الودائع المنافس القوي للاستثمار في أداء الأسهم باعتبار أن الودائع عديمة المخاطر خصوصا في الظروف العادية والاستثنائية الاقتصادية كانت أم سياسية، حيث يفضل معظم المستثمرين الابتعاد عن الأخطار و الإقبال على الودائع رغم محدودية عائدها، فانخفاض سعر الفائدة على الودائع في السوق النقدي من شأنه أن يعزز حجم الطلب وتداول الأسهم المدرجة في السوق المالي الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة وأداء المؤشر العام للسوق.

شهد المؤشر العام لأسعار الأسهم المحلية ارتفاعا خلال عامي 2004، 2005 نتيجة لانخفاض مستويات أسعار الفائدة في السوق النقدي مقارنة بالعائد على الأسهم في السوق المالي ما أدى بخروج رؤوس الأموال من السوق النقدي متجهة نحو الاستثمار في السوق المالي، وهذا ما أدى بدوره إلى زيادة الطلب على الأسهم المتداولة فيه وارتفاع قيمتها السوقية.

لكنه نتيجة لارتفاع أسعار الفائدة على الودائع ما بين البنوك في المملكة خلال عام 2005 إلى نحو 5.02% انخفض المؤشر العام لأسعار الأسهم بحوالي 52.5% عن السنة الماضية، إلا أنه ارتفع بنسبة 40.9% سنة 2007، في حين انخفض عدد الأسهم المتداولة وقيمتها السوقية وعدد الصفقات المنفذة مقارنة بارتفاعهم عام 2006 نتيجة لانخفاض سعر الفائدة إلى 4.79%، وبالتالي هناك علاقة عكسية مع مؤشر أسعار الأسهم وطردية مع عدد الأسهم المتداولة وعدد الصفقات المنفذة والقيمة الإجمالية للأسهم المتداولة.

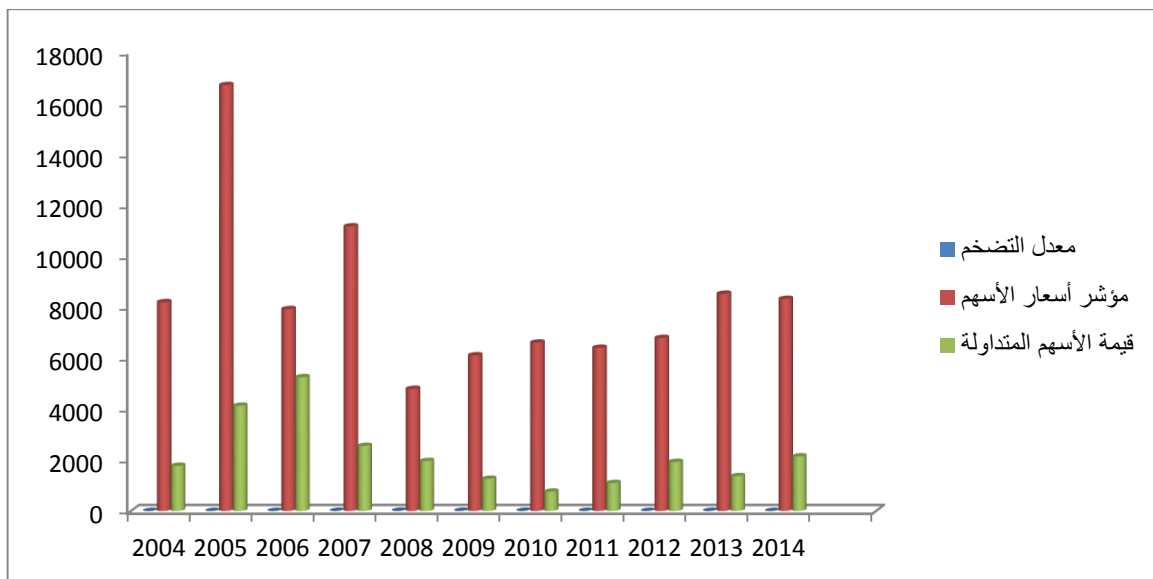
إلا أنه خلال عامي 2008، 2009 ورغم انخفاض أسعار الفائدة على الودائع شهدت أغلبية مؤشرات السوق المالي السعودي تراجعاً بسبب التقلبات الحاصلة في الأسواق المالية العالمية والتداعيات السلبية للأزمة المالية.

ونتيجة لفقدان الثقة في الأسواق المالية وإفلاس العديد من الشركات ونقص السيولة في السوق المالي السعودي انخفض عدد الأسهم المتداولة خلال عام 2010 بنسبة 41.3% ليبلغ حوالي 33255 سهم ورافقه انخفاض في عدد الصفقات المنفذة.

لكن شهدت الفترة 2011، 2012 تحسناً في مؤشرات السوق المالي حيث ارتفع المؤشر العام بـ 6% في عام 2012 مقابل ارتفاعه بـ 3.1% عام 2011، وارتفع عدد الأسهم المتداولة بنسبة 77.2% نتيجة لقيام السوق المالية السعودية بإدراج أسهم ثمان شركات جديدة خلال عام 2012 وقد رافق ذلك ارتفاع في القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة لتبلغ نحو 1929.3 مليار ريال، وبلغ عدد الصفقات المنفذة حوالي 4210.5 مليار ريال. كما شهد المؤشر العام لأسعار الأسهم هبوطاً في أواخر عام 2014 نتيجة زيادة المخاوف الخاصة باحتمال قيام الحكومات بخفض نفقاتها استجابة لانخفاض أسعار النفط، وخاصة أنها كانت من أهم محركات زيادة أداء الشركات.

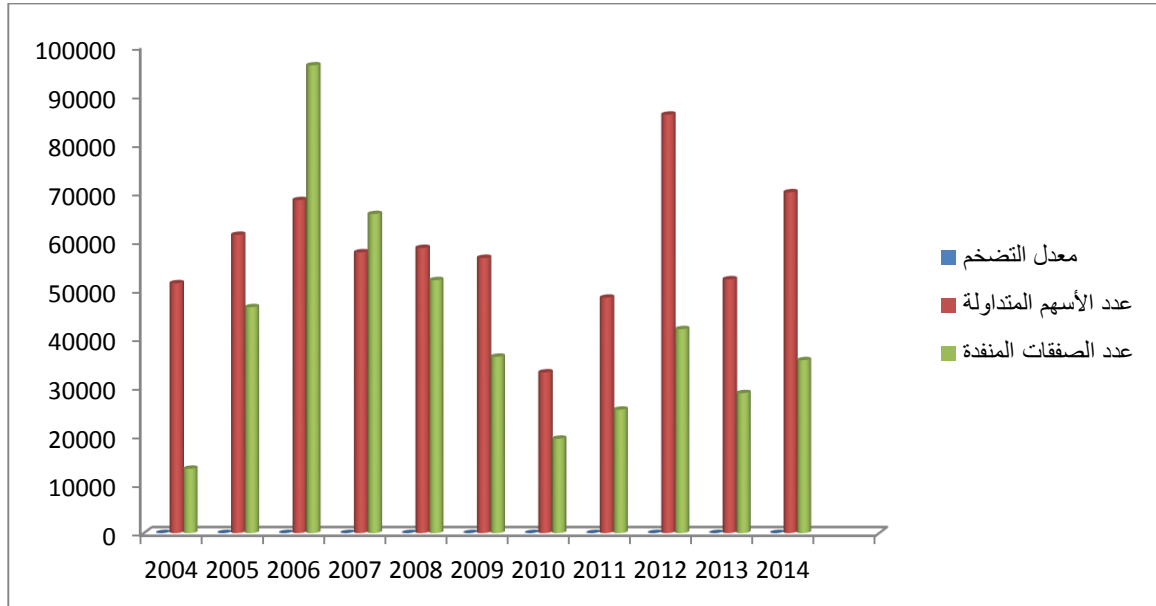
الفرع الثاني: تأثير معدل التضخم على أداء السوق المالي السعودي

الشكل رقم (12): علاقة معدل التضخم بمؤشر أسعار الأسهم وقيمة الأسهم المتداولة (2004-2014)



المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على التقارير السنوية لمؤسسة النقد العربي السعودي 2004-2014.

الشكل رقم (13): علاقة معدل التضخم بعدد الأسهم المتداولة والصفقات المنفذة (2004-2014)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية لمؤسسة النقد العربي السعودي 2004-2014.

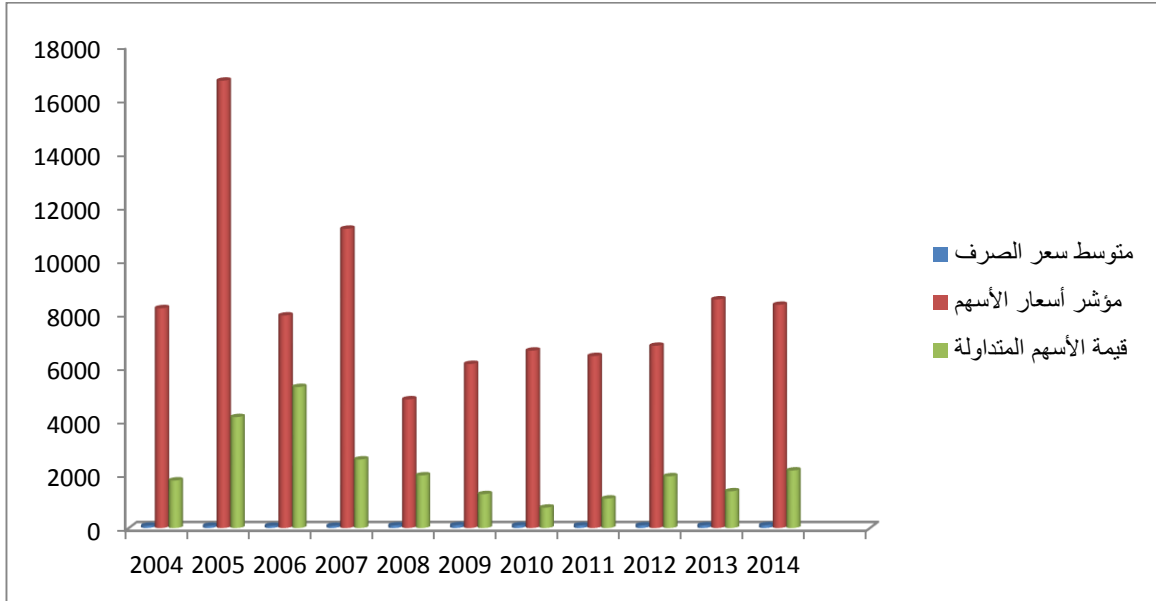
من خلال التمثيل البياني نلاحظ أن مؤشرات السوق المالي السعودي قد ارتفعت سنة 2005 خاصة أسعار الأسهم التي ارتفعت بنسبة 84.9% ما جعل المتعاملين في السوق يتجهون إلى السوق المالية لزيادة تداول الأسهم، ورغم ما قامت به الهيئة من إجراءات لمحاولة الحفاظ على معدلات تضخم مستقرة إلا أنه استمر في الارتفاع نتيجة عدم تمكنها من التحكم أو تعديل ذلك السلوك الاستهلاكي.

ومن جهة أخرى فقد سادت الكفاءة المتوسطة في السوق المالي السعودي، إذ أن المتعاملين فيه حققوا أرباحاً غير عادية نتيجة تسرب المعلومات لبعض المتعاملين فيه وذلك خلال سنة 2006، وإذا حللنا المنحنى نلاحظ أن معدل التضخم قد وصل أعلى نسبة له سنة 2008 إذ بلغ 9.9% بسبب انفجار الأزمة المالية العالمية، وتواصلت الحكومة في زيادة الإنفاق الحكومي الذي أثر عكسياً على أسعار الأسهم المتداولة وعدد الصفقات والمؤشر العام، ليبدأ معدل التضخم في الانخفاض نتيجة بداية التعافي من الأزمة ما أدى إلى تحسن مؤشرات أداء السوق وعودة السوق إلى مزاولته نشاطه، باستثناء عام 2013 الذي عاود معدل التضخم للارتفاع ما أثر عكسياً على بعض مؤشرات أداء السوق المالي، وإذا لاحظنا جيداً التمثيل البياني نجد أن الارتفاع في التضخم أدى إلى الانخفاض في قيمة الأسهم المتداولة بسبب نقص الاستثمار في الأسهم وباقي المؤشرات الأخرى.

الفرع الثالث: تأثير متوسط سعر الصرف على أداء السوق المالي السعودي

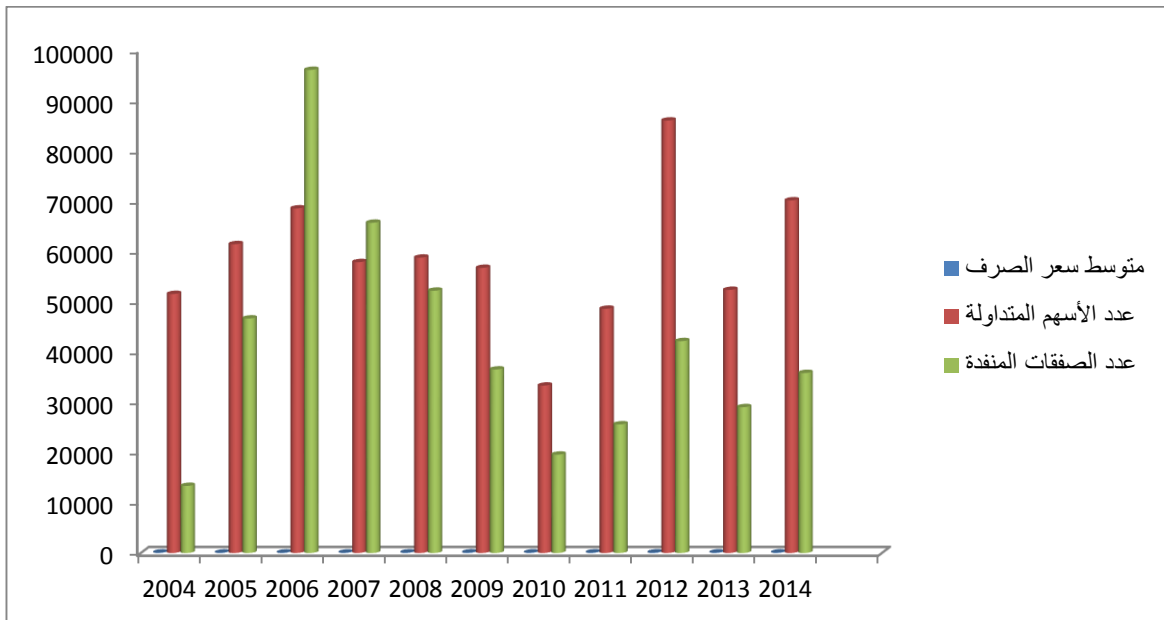
الشكل رقم(14): علاقة متوسط سعر الصرف بمؤشر أسعار الأسهم وقيمة الأسهم المتداولة (2004-

2014)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية لمؤسسة النقد العربي السعودي 2004-2014.

الشكل رقم(15): علاقة متوسط سعر الصرف بعدد الأسهم المتداولة والصفقات المنفذة (2004-2015)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية لمؤسسة النقد العربي السعودي 2004-2014.

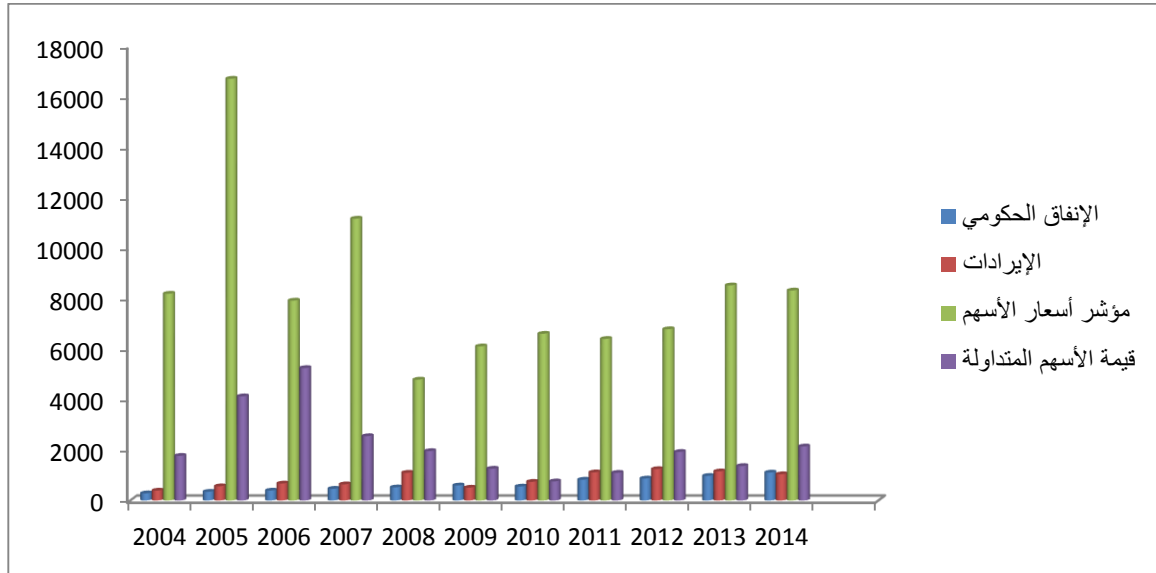
تطبق المملكة نظام صرف لا يفرض قيوداً على أداء المدفوعات والتحويلات لأغراض المعاملات الدولية الجارية، وقد تم ربط الريال السعودي رسمياً بالدولار الأمريكي اعتباراً من جانفي 2003، بعدما كان مربوطاً من قبل بحقوق السحب الخاصة بسعر 4.28255 ريال سعودي، لكل وحدة حقوق سحب خاصة، مع هامش تقلب نسبته 7.25%.

فمن خلال التمثيل البياني أعلاه نلاحظ عدم وجود تأثير لمتوسط سعر الصرف على أداء السوق المالي، حيث أنه وعلى الرغم من وجود زيادة في المؤشر العام لأسعار الأسهم خلال الفترة 2003-2005، رافقها انخفاض في متوسط سعر الصرف، إلا أن هذه العلاقة العكسية لم يكن لها تأثير كبير، حيث كان شبه منعدم، وهذا لم يقتصر على مؤشر الأسهم، بل حتى على القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة وعدد الصفقات المنفذة.

وقد شهدت الفترة 2009-2014 ارتفاعاً في متوسط سعر الصرف حيث وصل عام 2014 إلى 105.35، بعد أن بلغ 97.7 ريال خلال سنة 2008، ليعاود الانخفاض خلال الفترة 2011، 2010 ليصل بعد ذلك إلى 98.6 ريال عام 2012، فتغيرات متوسط سعر الصرف لم تؤثر على المؤشر العام لأسعار الأسهم وعدد الصفقات والقيمة الإجمالية للأسهم المتداولة، التي شهدت زيادة خلال نفس الفترة، مما يؤكد عدم تأثير سعر الصرف على أداء الأسواق المالية، وقد يرجع هذا لقلّة الاستثمارات الأجنبية داخل المملكة بسبب بعض الشروط المتبعة أثناء عملية التعامل.

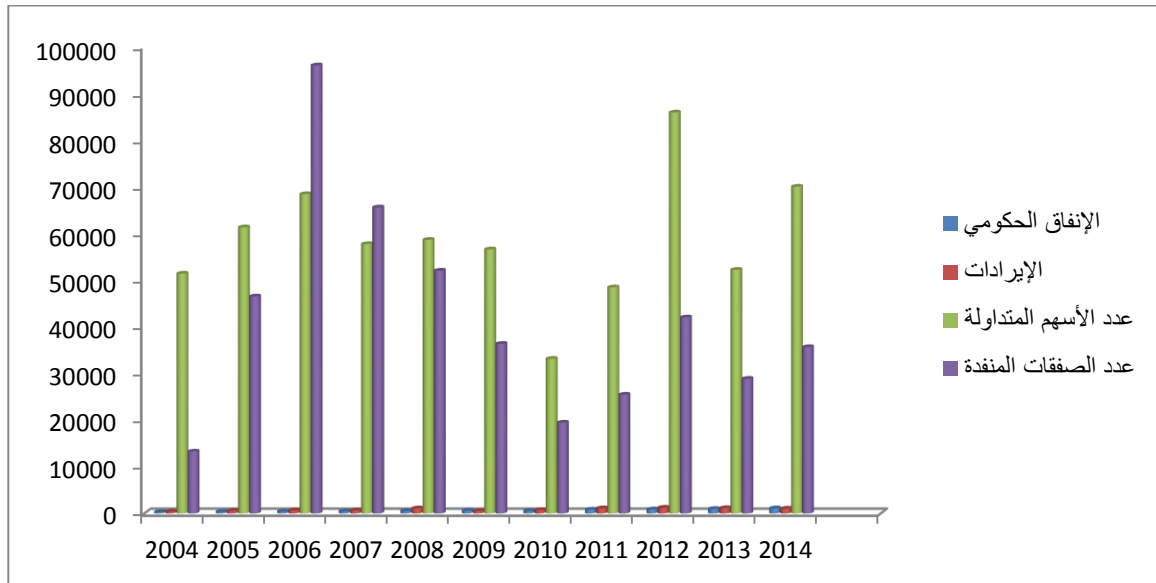
المطلب الثاني: تأثير الإنفاق الحكومي والإيرادات على السوق المالي السعودي

الشكل رقم(16):علاقة الإنفاق الحكومي والإيرادات بمؤشر أسعار الأسهم وقيمة الأسهم المتداولة
(2014-2004)



المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على التقارير السنوية لمؤسسة النقد العربي السعودي(2014-2004).

الشكل رقم(17): علاقة الإنفاق الحكومي والإيرادات بعدد الأسهم المتداولة والصفقات المنفذة(2004-2014)
(2014)



المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على التقارير السنوية لمؤسسة النقد العربي السعودي2014-2004.

بدأت المملكة العربية السعودية في السنوات 2004-2007 تعتمد على خطط اقتصادية من شأنها تعزيز وتطوير اقتصادها، بما ساعدها على جذب الاستثمارات الأجنبية وتشجيع الاستثمارات الخاصة داخلها، ومن الملاحظ من خلال التمثيل البياني وجود علاقة ما بين النفقات وعدد الأسهم المتداولة وعدد الصفقات، إذ أن أي زيادة للنفقات من طرف الحكومة أدى إلى ارتفاع كلا المؤشرين ما يعني وجود علاقة طردية بينهما وبين الانفاق الحكومي.

كما ركزت الميزانية العامة للدولة على تحقيق التنمية البشرية من خلال الإنفاق على المشاريع المتعلقة بقطاعات التعليم والصحة وغيرها، إضافة إلى التركيز على الإنفاق الرأسمالي، كما تضمنت مشاريع جديدة من أجل زيادة الاستثمار الخاص وفرص العمل، وقد استمرت في إتباع هذه الإجراءات حتى سنة 2008 أين وقع انكماش في الاقتصاديات الدولية ولتتبعها معظم الاقتصاديات العربية، ما أدى بالهيئة إلى القيام بأساسيات اقتصادية وإتباع إجراءات لمواجهة الأزمة ولتجنب التأثير الكبير بها، فقد عملت على تعزيز مركزها الاقتصادي الكلي وتقوية قطاعها المالي، وقد استمرت النفقات بالارتفاع لكن مؤشر السوق قد انخفض وبذلك وجود علاقة عكسية إبان الأزمة، وفي 2009 استمرت مؤشرات السوق المالي السعودي بالانخفاض وذلك لاستمرار تداعيات الأزمة، لكن سرعان ما بدأ السوق بالتعافي تدريجياً وعودة المؤشرات إلى الارتفاع مع الزيادة في النفقات، رغم التقدم الملحوظ الذي حققته المملكة من خلال التزايد المستمر في الإنفاق لأسباب أبرزتها مواجهة الأزمة العالمية، معالجة مشاكل البطالة والإسكان، إلا أنها تسعى إلى كبح الارتفاع الشديد في معدلات النمو عبر خفض النفقات لأن اقتصادها تشعب بشكل كبير ولم يعد يستوعب النفقات الحكومية الكبيرة.

وبما أن اقتصاد المملكة العربية السعودية يعتمد بدرجة كبيرة على النفط، فإن حدوث أي تغيرات في أسعار النفط ستتبعها على الأرجح تغيرات نفسية وأخرى فعلية في سوق الأسهم، ويظهر تأثير التغيرات النفسية غالباً على سوق الأسهم بصورة فورية، بينما يستغرق ظهور تأثير التغيرات الفعلية فترة زمنية أطول. لذلك عندما تبقى أسعار النفط منخفضة لفترة طويلة، فإن ذلك ينعكس في نهاية المطاف على السياسة الاقتصادية ونشاط القطاع الخاص وربحية الشركات.

فعند حدوث تراجع كبير في أسعار النفط العالمية، يصاحب ذلك التراجع تأثير فوري وقصير الأجل على سوق الأسهم، نتيجة التغير في الحالة النفسية للمستثمرين، الأمر الذي يؤدي إلى تراجع أداء المؤشرات المالية للسوق المالي السعودي.

ومن خلال الشكل رقم (16)، (17) نلاحظ أن الارتفاع في الإيرادات النفطية صاحبه الزيادة في المؤشر العام لأسعار الأسهم والقيمة الإجمالية للأسهم المتداولة، وكذا زيادة حجم التداول، وقد كان للأزمة العالمية تأثيرها حيث منذ ظهور بوادر الأزمة بدأت المد بجذورها كل عام مما جعل أسعار النفط تتذبذب بين الصعود والنزول ما صاحبه عدم استقرار الإيرادات النفطية.

الجدول رقم (11): علاقة مؤشرات السياسة النقدية والمالية بمؤشرات السوق المالي السعودي (2004-2014)

المؤشرات السنوات	مؤشر أسعار الأسهم	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)	عدد الصفقات المنفذة (ألف صفقة)	قيمة الأسهم المتداولة (مليار ريال)	أسعار الفائدة (%)	معدل التضخم (أسعار المستهلك)	أسعار الصرف (ريال)	الإيرادات (مليار ريال)	النفقات (مليار ريال)
2004	8206.23	51491.7	13319	1773.9	1.73	0.3	84.4	392.3	285.2
نسبة التغير %	84.9	85	253.9	197.4	-	-	-	-	-
2005	16712.64	61406.7	46608	4138.7	3.75	0.7	82.3	564.3	346.5
نسبة التغير %	103.7	19.3	249.9	133.3	-	-	-	-	-
2006	7933.29	68515.3	96090.9	5261.9	5.02	2.2	80.8	673.7	393.3
نسبة التغير %	(52.5)	11.6	106.2	27.1	-	-	-	-	-
2007	11175.96	57829	65665.5	2557.7	4.79	4.1	78.5	642.8	466.2
نسبة التغير %	40.9	(15.6)	(31.7)	(51.4)	-	-	-	-	-
2008	4802.09	58727.1	52135.9	1962.9	2.9	9.9	97.7	1101	520.1
نسبة التغير %	(56.5)	1.6	(20.6)	(23.3)	-	-	-	-	-

596.4	509.8	105.7	5.1	0.6	1264	36458.3	56685	6121.8	2009
-	-	-	-	-	(35.6)	(30.1)	(3.5)	27.5	نسبة التغير %
635.9	741.6	99.5	5.3	0.7	759.2	19536.1	33255	6620.8	2010
-	-	-	-	-	(39.9)	46.1	(41.3)	8.2	نسبة التغير %
826.7	1117.79	96	3.7	0.7	1098.8	25546.9	48544.6	6417.7	2011
-	-	-	-	-	44.7	30.8	46	(3.1)	نسبة التغير %
873.3	1247.4	98.6	2.9	0.9	1929.3	42105	86006.1	6801.2	2012
-	-	-	-	-	75.6	64.8	77.2	6	نسبة التغير %
976.01	1156.36	100.7	3.5	0.95	1369.7	28967.7	52306.3	8535.6	2013
-	-	-	-	-	(29)	(31.2)	(39.2)	25.5	نسبة التغير %
1109.9	1044.37	105.35	2.68	0.94	2146.5	35761.1	70118.4	8333.3	2014
-	-	-	-	-	56.7	23.5	34.1	(2.4)	نسبة التغير %

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية لمؤسسة النقد العربي السعودي 2004-2014.

خلاصة الفصل:

تعتبر السوق المالية السعودية من الأسواق المالية المتقدمة عربيا، والناشئة عالميا، نظرا لإمكانيات النمو الاقتصادي الذي تتمتع به المملكة وأيضا بفضل الجهود المبذولة من طرف المسؤولين فيها، من خلال وضع قوانين جديدة وهيئات تنظيمية تساعد السوق المالية على مواكبة التطورات الحاصلة في العالم.

كما أن للسياسة الاقتصادية تأثير كبير على أداء الأسواق المالية، فمن الملاحظ أن السياسة النقدية تؤثر من خلال أهم قنواتها سعر الفائدة، والتضخم فكلاهما لهما تأثير على السوق المالية السعودية حسب الوضع الاقتصادي الذي تمر به المملكة، ومن ناحية أخرى فإن للسياسة المالية أيضا تأثير كبير على السوق المالية السعودية من خلال إيراداتها النفطية التي تعتبر أهم مصدر مالي تعتمد عليه لتمويل اقتصادياتها، وهذا رغم الجهود المبذولة من طرف المملكة للتنويع من مصادر إيراداتها، إلا أنها تبقى تعتمد بشكل كبير على الإيرادات النفطية.

تحتل الأسواق المالية أهمية بالغة، فهي تعتبر إطار مؤسساتي يعمل على انسياب الأموال من فئة الفائض إلى فئة العجز، وذلك عن طريق أدوات مالية مختلفة، وباعتبارها أحد أهم مجالات الاستثمار فإن ذلك يقتضي أن تتيح قدرًا كافيًا من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها حتى تعطي للمستثمرين الثقة والأمان، ويعتمد المهتمون من خبراء ومستثمرين في متابعة أداء الأسواق المالية على المؤشرات لقياس الأداء والتنبؤ بحركة تطور الأسعار بالسوق، ولقد اختلفت درجة تطور الأسواق المالية في العالم، حيث نجد أسواق متطورة تعتمد في عملها على آليات متطورة وتتميز بكبر حجمها وكفاءتها، ونجد أيضا أسواق ناشئة والتي تتضمن بعض الأسواق المالية العربية.

اتخذت العديد من الدول العربية خلال الأعوام الأخيرة سلسلة من الإجراءات والسياسات الرامية إلى تطوير الأسواق المالية المحلية، واستهدفت تلك السياسات بشكل أساسي إلى تحسين مناخ الاستثمار، وتصحيح الإطار التشريعي لنشاط تلك الأسواق، بالإضافة إلى إصدار قوانين شاملة ذات أهمية منسجمة ومشابهة لتلك المعمول بها في الدول المتقدمة، ولكن على الرغم من ذلك فإن معظم الدول العربية لم تتمكن بعد من تحقيق الأهداف المرجوة من تطوير أسواقها المالية، بحيث مازالت تعاني من مشاكل عدم الاستقرار في نوعية الإستراتيجية التنموية المتبعة والحاجة إلى تطوير هياكلها الاقتصادية والاستثمارية وأطرها القانونية والتشريعية المعمول بها.

تعتبر السياسة الاقتصادية الفعالة التي تتماشى مع أوضاع الدول، وسيلة هامة لتطوير الأسواق المالية خاصة في الدول العربية، إذ تتميز هذه الأخيرة ببيئة استثمارية تساعدها على جذب المستثمرين، الأجانب والمحليين، مما يمكنها من توفير موارد مالية متنوعة وآنية لبناء اقتصادياتها، وهي بدورها أداة فعالة في تطوير الأسواق المالية من خلال أسعار الفائدة، أسعار الصرف، الإيرادات المتنوعة، ففيما يخص أسعار الفائدة فإنها تتم من خلال اتخاذ قرارات وقوانين مصرفية فعالة، فعند ارتفاع سعر الفائدة فإن هذا من شأنه أن يؤدي إلى هروب المستثمرين، والعكس صحيح، من جهة أخرى محاولة تنويع المنتجات داخل الدولة يساعدها على التحوط في حال حدوث أزمة مالية أو اقتصادية، كما تؤثر السياسة المالية من خلال إيرادات الموازنة والتوزيع الأمثل لمواردها (النفقات) على أداء الأسواق المالية.

1- نتائج اختبار الفرضيات:

من خلال معالجة مشكلة هذه الدراسة نأتي إلى اختبار فرضيات البحث التي جاءت في مقدمته وهي كما يلي:

- إن عدم توفر الأطر التشريعية والتنظيمية الكلية أو الجزئية بما يتناسب مع التشريعات والتنظيمات القانونية للأسواق المالية الفعالة، يعتبر بمثابة عقبة أساسية في وجه تطوير هذه الأسواق، مع اشتراط أن تتميز هذه الأطر بالمرونة الكافية للتكيف مع المتغيرات المستجدة واستيعابها من خلال ضوابط تشريعية وتنظيمية قادرة على دفع حركة السوق باستمرار، وهذا ما ينفي صحة الفرضية الأولى؛
- أغلب التشريعات المنظمة للأسواق المالية العربية قد وضعت في معظم الدول العربية خلال فترات زمنية متباعدة، حيث يتم في المرحلة الأولى سن التشريعات ووضع اللوائح التنظيمية، ثم تأتي بعد فترة زمنية أخرى مرحلة ثانية وهي مرحلة الإنشاء دون أن يواكب ذلك إعادة النظر في التشريعات واللوائح التي تم إعدادها في المرحلة الأولى، ومن هنا فإن بقاء التشريعات على ما كانت عليه لا يتماشى مع التطورات الاقتصادية المحلية والدولية، وإذا عملت بعض الدول العربية على تعديل مواد القوانين فإن تراكم التعديلات قد أدى إلى تعرض القوانين للتغيرات المستمرة، وهنا تتأكد عدم صحة الفرضية الثانية لأن عدم ثبات القوانين لا يمكن أن يساعد على استقرار القوانين من ناحية، ويؤدي من ناحية ثانية إلى تشعب القوانين والتداخل فيما بينها؛
- إن تطبيق سياسة نقدية أكثر فعالية، وموازنة عامة أكثر شفافية من شأنها مجتمعة أن تحقق التوازن الاقتصادي الذي يساعد على امتلاك أسواق مالية ذات كفاءة، وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الثالثة؛
- ترتبط أسعار الفائدة بعلاقة تشابكية مع مؤشرات السوق المالي السعودي، إذ تحدد أسعار الفائدة من خلال السوق النقدية من جهة، وفي السوق المالية من جهة أخرى، ومن ثم فإنه يمكننا القول بأن تأثير سعر الفائدة في مؤشرات أداء السوق المالية السعودية تتم من خلال وجود علاقة قوية بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم في سوق الأسهم، فهناك علاقة عكسية بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم والمؤشرات الأخرى للسوق المالية، ومن هنا تتأكد صحة الفرضية الرابعة؛
- نظرا لوجود علاقة طردية بين الإنفاق الحكومي وحجم التداول في السوق المالي السعودي، فإن أي تدخل من طرف المملكة في السوق المالي عن طريق زيادة الإنفاق الاستثماري سوف يزيد من حجم السيولة المتداولة فيه، الأمر الذي يحفز نشاطه وبالتالي زيادة حجم التداول فيه، وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الخامسة.

2- النتائج المتوصل إليها:

سمحت معالجة مختلف المفاهيم المقدمة عبر مراحل هذا البحث بالخروج بجملة من النتائج يمكن

إيجازها فيما يلي:

- شهدت أسواق الأوراق المالية للدول المتقدمة تطوراً هائلاً على جميع المستويات، التنظيمية والقيمة السوقية، حجم التداول فيها، تنوع منتجاتها، عدد الشركات المدرجة فيها، وتبقى الدول الناشئة تعمل على تطوير قدرات أسواقها لمواكبة أسواق الدول المتقدمة، أما الأسواق العربية فتبقى بعيدة عن الأسواق المتقدمة؛
- تعاني الأسواق المالية العربية من عدم التجانس في القوانين التشريعية والتنظيمية، وعدم توحيد المصطلحات الخاصة بالتداول وأنظمتها عند تقييم أثر الربط بين البورصات العربية وخاصة بين الكويت ومصر ولبنان نجدها خطوة شكلية لم يترتب عليها إيجابيات أو سلبيات، حيث لم يزد حجم التعاملات بين الأسواق الموقعة على اتفاقية التعاون؛
- من العوامل التي لا تزال تحد من عمل الأسواق المالية العربية هو عدم وجود أنظمة استثمار مفتوحة بالكامل في غالبية الدول العربية وبالتالي الحيلولة دون فتح المجال أمام الاستثمارات الأجنبية ونقل الخبرات؛
- إن قرار رفع أو خفض سعر الفائدة تحكمه مجموعة من الآليات والمحددات من بينها الحد من القفزات المتتالية في معدل التضخم وتشجيع وزيادة حجم الائتمان الموجه للمشروعات الاستثمارية؛
- إن القيام بعمليات تخفيض سعر الفائدة على الودائع في البنك المركزي السعودي أدى إلى تعزيز حجم الطلب على الأسهم، غير أن أثر سعر الفائدة على مؤشرات السوق المالية السعودية لم يكن كبيراً؛
- إن تركيز المملكة العربية السعودية في سياستها المالية على الإنفاق الحكومي والإيرادات النفطية للتأثير على سوقها المالي جعل النظام الجبائي يلعب دور المتفرج في عمليات الاستثمار في السوق المالي؛
- إن انخفاض عدد الصفقات المنفذة التي تبرم يومياً، وعدد أيام التداول خلال السنة في السوق المالي السعودي يبرهن ضعف سيولة السوق نتيجة ضيق الفرص المتاحة للتمويل؛
- كما أنه من خلال الدراسة لاحظنا أن سعر الصرف في السعودية لم يؤثر على السوق المالي السعودي، وذلك نتيجة لارتباط الريال بالدولار الذي حد من قدرة المملكة في التأثير على أداء سوقها المالي، ففك هذا الارتباط سيجعل المملكة تملك عملة قوية وسيعزز قدرات الاقتصاد ويقلل من اعتماده على النفط.

3- التوصيات والمقترحات:

- انطلاقاً من النتائج المتوصل إليها سابقاً يمكن طرح الاقتراحات التالية:
- ضرورة استكمال الإطار التشريعي من خلال سن القوانين والتشريعات وآلية العمل المناسبة ويأتي في مقدمة هذه التشريعات قانون الشركات، قانون السوق المالية واللوائح التنفيذية، إضافة إلى قوانين وأنظمة الاستثمار والضريبة المتعلقة بتداول الأوراق المالية والقوانين العامة ذات الصلة والتأثير غير المباشر على السوق المالية العربية؛

- تعزيز الشفافية والإفصاح في الأسواق المالية العربية وذلك بنشر جميع البيانات الخاصة بالتداول عبر شبكة الانترنت لمزيد من التعريف بالفرص الاستثمارية المتاحة للمستثمرين؛
- إعادة هيكلة الحوافز الضريبية لصالح المستثمرين في الأسواق المالية العربية، ونقترح كحافز لزيادة رأس المال المطروح للاكتتاب تخفيض الضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية؛
- تحفيز الادخار لدى الفرد العربي، من خلال التوعية الادخارية وذلك لتغيير اتجاهاته وغرس القيم الإيجابية نحو الادخار؛
- لابد على الدول العربية وبالأخص النفطية التنوع في المنتجات وعدم الاعتماد على المنتج الوحيد الذي يمكن له قلب موازين الاقتصاد، وزيادة التعرض للصدمات الخارجية التي يصعب تحمل تكلفتها؛
- تشجيع إنشاء الشركات المتخصصة في تحليل البيانات والمعلومات ونشرها؛
- رفع معدل نمو الاستثمار من خلال فتح السوق المالية السعودية أمام المستثمر الأجنبي بشكل كامل، وتشجيع وتفعيل برامج التشغيل والاهتمام بالمشروعات الصغيرة والمتوسطة؛
- استخدام الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية، زيادة الرقابة المصرفية، وإتباع المعايير الدولية يساعد في تعميق وتطوير السوق المالي؛
- توفير محيط تنافسي في السوق المالي السعودي عن طريق فتح المجال لمصارف جديدة محلية كانت أو أجنبية والحد من انتشار احتكار القلة.

4- آفاق البحث:

- ويبقى موضوع دور السياسة الاقتصادية في تفعيل الأسواق المالية العربية واسع النطاق ومتشعب الأبعاد، خاصة وأن الساحة العربية في أمس الحاجة لمثل هذه المواضيع في ظل الظروف التي تعيشها وبسبب تحديات العصر الحديث القائم على مبدأ التكتلات من أجل البقاء.
- ومن المواضيع المقترحة تسليط الضوء عليها ما يلي:
- أثر ازدواجية الضريبة على أرباح الشركات على أداء السوق المالي؛
 - دور الهندسة المالية في تطوير الأسواق المالية العربية؛
 - المنتجات المالية الإسلامية كبديل للاستثمار في الأسواق المالية العربية.

أولاً: الكتب

أ- باللغة العربية:

- 1- أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار العربية للنشر والتوزيع، القاهرة، 1996.
- 2- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار في الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2004.
- 3- أكرم حداد، مشهور هذلول، النقود والمصارف، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمان، 2010.
- 4- أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، القاهرة، 2007.
- 5- برايان كويل، نظرة عامة على الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الفاروق للنشر والتوزيع، مصر، 2006.
- 6- بسام الحجار، الاقتصاد النقدي والمصرفي، الطبعة الثانية، دار المنهل اللبنانية، بيروت، 2009.
- 7- بلعزور بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، الطبعة الأولى، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006.
- 8- جبار محفوظ، الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار هومة للطباعة والنشر.
- 9- حسني علي خريوش، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
- 10- خليل الهندي، أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية (المفهوم القانوني للسوق المالية ومدى علاقتها بالنظام المصرفي)، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000.
- 11- رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية (علميا وعمليا)، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000.
- 12- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، 1998.
- 13- زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2007.
- 14- زينب حسين عوض الله، مبادئ المالية العامة، الدار الجامعية، بيروت، 1994.
- 15- سالم توفيق النحفي، أحمد فتحي عبد المجيد، السياسات الاقتصادية الكلية والفقير مع إشارة خاصة للوطن العربي، الطبعة الأولى، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، 2008.

- 16- سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، مصر، 2005.
- 17- شدى جمال الخطيب، العولمة المالية ومستقبل الأوراق العربية لرأس المال، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، مصر، 2008.
- 18- شمعون شمعون، البورصة (بورصة الجزائر)، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2005.
- 19- صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية، الطبعة الأولى، دار الفجر للنشر والتوزيع، الجزائر، 2005.
- 20- صلاح الدين حسن السيبي، بورصات الأوراق المالية، الطبعة الأولى، عالم الكتب، القاهرة، 2003.
- 21- صلاح الدين حسن السيبي، قضايا اقتصادية معاصرة، دار الوسام للطباعة والنشر، لبنان، 1998.
- 22- طارق الحاج، المالية العامة، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 1999.
- 23- عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
- 24- عبد الغفار حنفي، إستراتيجيات الاستثمار لبورصات الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2007.
- 25- عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية (بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
- 26- عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات المالية العامة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
- 27- عبد المطلب عبد الحميد، النظرية الاقتصادية، تحليل جزئي وكلي للمبادئ، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2000.
- 28- عبد النافع الزرري، غازي فرح، الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار وائل للطباعة والنشر، الأردن، 2001.
- 29- عبد النعيم مبارك، أحمد الناقة، النقود والسياسة النقدية والنظريات النقدية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998.
- 30- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- 31- فليح حسن خلف، الأسواق المالية النقدية، جدار للكتاب العالمي، عمان، 2006.
- 32- فليح حسن خلف، المالية العامة، جدار للكتاب العالمي للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.

- 33- فيصل محمود الشواوة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعلمية)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2008.
- 34- محمد البناء، أسواق النقد والمال (الأسس النظرية والعملية)، دار زهراء الشرق، 1996.
- 35- محمد الصيرفي، البورصات، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
- 36- محمد صالح الحناوي وآخرون، أسواق المال والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
- 37- محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة (أسهم، سندات، أوراق مالية)، دار الجامعة للنشر والتوزيع، 2006.
- 38- محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2005.
- 39- محمود الكفراوي، السياسة المالية والنقدية في ظل الاقتصاد الإسلامي "دراسة تحليلية مقارنة"، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 1990.
- 40- محمود عبد المنعم عفر، أحمد فريد مصطفى، الاقتصاد المالي الوضعي والإسلامي بين النظرية والتطبيق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999.
- 41- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات، أسواق، بورصات)، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
- 42- محمود يونس، عبد النعيم مبارك، النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2003.
- 43- مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2008.
- 44- منى قاسم، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية، الطبعة الأولى، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، 2007.
- 45- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأسواق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2001.
- 46- منير إبراهيم هندي، مستقبل أسواق رأس المال العربية (مخاطر ومحاذير)، توزيع منشأة المصارف، الإسكندرية، 1995.
- 47- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الصفاء، عمان، 2002.

ب- باللغة الأجنبية:

- 1- Jacquillant. Bertrant, solinque. Bruno, **Marches : getion**, paris.2002.
- 2- Jacques Teulie patrick, Topsa clain," **finance**", 2^{émé}, édition, paris, 1997.
- 3- Philip.A.Klein, **the managment of market**, oriented economics a comparative perspective wadswer, the publishing company, Belmout california, 1973.

ثانيا: المقالات والمجلات

- 1- إتحاد الشركات الاستثمارية، أهم البورصات وهيئات أسواق المال، نشأتها وأهميتها، الإصدار الثالث، 2008.
- 2- بسام بن سليمان العبيد، أسواق المال، سوق الأسهم السعودية، هيئة السوق المالية، 2011.
- 3- بشار دنون محمد السكارجي، ميادة صلاح الدين تاج الدين، علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية "دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية"، مجلة تنمية الرافدين، العدد 30، 2008.
- 4- صالح صالح، أدوات السياسة النقدية والمالية الملائمة لترشيد الصيرفة الإسلامية، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 1-5، جامعة فرحات عباس، الجزائر، 2010.
- 5- صايبي عمار، محددات الاستثمار المحافظي في السوق المالية السعودية، بحوث اقتصادية، العدد 71، الجزائر، 2015.
- 6- صلاح بن عبد الله العواد، السياسة النقدية، مؤسسة النقد العربي السعودي، المعهد المصرفي، الرياض، 2010.
- 7- محمد راثول، صلاح الدين كروش، تقييم فعالية السياسة النقدية في تحقق المربع السحري لكالدور في الجزائر للفترة (2000-2010)، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 166، 2014.
- 8- محمد عبد الله المالكي، سوق الأسهم عالم من الأسرار، مجلة الفصل، العدد 382، 2011.
- 9- مناضل عباس حسين الجواري، خضير مهدي صالح، واقع الأسواق المالية على المستويين العربي والعالم مع تعليق قياسي، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 2-9، جامعة بابل، العراق.

ثالثا: الرسائل الجامعية

- 1- بوزيان عبد الباسط، دور السياسة المالية في استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر" دراسة حالة الجزائر (1994-2004)"، مذكرة ماجستير، الجزائر، 2006.
- 2- توافق صافية، قريني فاطمة الزهراء، دور السياسة المالية في تحفيز الاستثمار الأجنبي المباشر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية دولية، جامعة جيجل، الجزائر، 2013.
- 3- حوحو فطوم، سياسات تفعيل الأسواق المالية العربية "دراسة حالة السوق المالي السعودي (2003-2013)"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2015.
- 4- دراوسي مسعود، السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي "حالة الجزائر (1990-2004)"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، الجزائر، 2006.
- 5- سارة خلاف، سهام بوصبيعة، دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية "دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية دولية، جامعة جيجل، الجزائر، 2014.
- 6- عباس كاظم جاسم الدعيمي، أثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية "دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الأمريكية (1990-2006)"، أطروحة دكتوراه فلسفة في العلوم الاقتصادية، جامعة الكوفة، 2008.
- 7- عبد الله البحيري، أثر العولمة على فعالية السياسة النقدية "دراسة حالة الجزائر"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2005.
- 8- عمر عبو، صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط الأسواق المالية "تجارب بعض الدول العربية"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الشلف، الجزائر، 2010.
- 9- فوزية خلوط، آثار السياسة المالية في دعم الاستثمارات العمومية المنتجة في الجزائر في ظل التطورات الاقتصادية الراهنة، مذكرة ماجستير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2014.
- 10- محمد رائد زياد، مختار اللولو، دور سوق الأسهم في الاقتصاد السعودي "دراسة تحليلية"، مذكرة ماجستير في الاقتصاد، معهد البحوث والدراسات العربية، مصر.

- 11- مريم فرخة، أمل الحياة حمدي، أثر الأزمة المالية العالمية على السوق المالية العربية دراسة حالة سوق مصر للأوراق المالية، مذكرة مقدمة لجزء من متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، علوم اقتصادية، تخصص نقود ومالية دولية، جامعة جيجل، الجزائر، 2013.
- 12- يونس حيدر كاظم المسعودي، أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق الأوراق المالية "دراسة حالة الأردن والسعودية (1990-2007)"، أطروحة دكتوراه، في العلوم الاقتصادية، جامعة الكوفة، العراق، 2009.

رابعاً: الملتقيات والمؤتمرات والندوات

- 1- بلمقدم،م، بوشعور،ر، ماهية السياسة الاقتصادية وضرورة استقلالية السلطة النقدية، الملتقى الدولي "السياسات الاقتصادية في الجزائر"، واقع وآفاق، تلمسان، يومي 29-30 ديسمبر، 2004.
- 2- عتيقة وصاف، سهام عاشور، مكانة الأسواق المالية في الاقتصادات العربية وعوامل كفاءتها، الملتقى الدولي "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات" دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة، يومي 21-22 نوفمبر، 2006.
- 3- عمر شريف، السياسات الاقتصادية وأدوات تحقيق نجاح التنمية والاستقرار في إطار النظام الإسلامي، الملتقى الدولي، "الإقتصاد الإسلامي الواقع ورهونات المستقبل"، غرداية، يومي 23، 24 فيفري، 2011.
- 4- محمد أحمد زيدان، سياسة استهداف التضخم كآلية للحد من التضخم في بلدان مجلس التعاون الخليجي، ورقة مقدمة للقاء السنوي السابع عشر لجمعية الاقتصاد السعودي، التكامل الاقتصادي الخليجي، الواقع والمأمول خلال الفترة 26-28 ماي، المملكة العربية السعودية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، الجزائر، 2009.
- 5- موسى رحمانى، نحو ميزة للاقتصاد الجزائري عن طريق تفعيل أدوات السياسة المالية، الملتقى الدولي السياسات الاقتصادية في الجزائر واقع وآفاق، تلمسان، يومي 29، 30 ديسمبر، 2004.
- 6- ياسر محمد جاد الله، سيد إبراهيم عبد الفضيل، الآفاق المستقبلية لأداء الأسواق المالية العربية في ظل العولمة الاقتصادية، المؤتمر العلمي الخامس عشر، حول أسواق الأوراق المالية والبورصات "آفاق وتحديات"، جامعة الإمارات العربية، أيام 6-8 مارس، 2007.

خامسا: التقارير

- 1- مؤسسة النقد العربي السعودي، التقارير السنوية [2007، 2015].
- 2- هيئة السوق المالية السعودية، التقارير السنوية [2004-2015].
- 3- وزارة الاقتصاد والتخطيط، المملكة العربية السعودية، خطة التنمية التاسعة، الإستراتيجية بعيدة المدى للاقتصاد الوطني، الفصل الثالث.

سادسا: المواقع الالكترونية

- 1- أداء الأسواق المالية العربية، منهجية احتساب المؤشرات، موقع صندوق النقد العربي:

<http://www.amf.org.ae/ar>

- 2- هيئة السوق المالية السعودية، الاستثمار في سوق الأسهم، متاح على الموقع:

<http://www.cma.org.sa>

- 3- هيئة السوق المالية السعودية، التقرير السنوي لهيئة السوق المالية، 2011، متاح على الموقع:

<http://www.cma.org.sa>

- 4- فادي بن عيد الحجاجي، المؤشرات تعزز متانة الاقتصاد الوطني كبيئة مستقرة وجاذبة للاستثمار،

الرياض الاقتصادية، العدد 1627، 2013-09-23، متاح على الموقع:

<http://www.riyad.capital.com>

- 5- تفاصيل الميزانية السعودية، 840 مليار نفقات 2016، متاحة على الموقع:

<http://www.sadaaden.Net/read-News/319676>

- 6- السعودية تسجيل عجزها الأكبر، متاحة على الموقع:

<http://assafir.com/article/46416>

ملخص

تعتبر الأسواق المالية الأسلوب الأمثل والأنجع لتحقيق أهداف الاقتصاد، خاصة المتعلقة بتوفير التمويل وذلك لتأطير المدخرات الوطنية التي يمتلكها الأفراد والأعوان الاقتصاديون الذين يعملون على شراء الأسهم والسندات في الأسواق المالية قصد تحقيق عائد ملائم.

وتبين من هذه الدراسة محدودية دور الأسواق المالية العربية داخل اقتصادياتها، والعوائق التي تواجهها وتحد من قدرتها على النمو، حيث أصبح ضعف أدائها وتخلفها أمراً يهدد استمراريتها، كما لاحظنا وجود علاقة وثيقة بين السياسة النقدية والمالية وحجم التداول في الأسواق المالية والناجمة بالأساس عن تداخل العلاقة ما بين أسواق النقد وأسواق رأس المال، حيث أن لأدوات السياسة النقدية تأثير كبير على أداء السوق المالية من خلال إجراءات النظام المصرفي هذا من جهة، ومن جهة أخرى الدور الذي تلعبه السياسة المالية من خلال تخفيف التفاوت في توزيع الدخل بين شرائح المجتمع والتخصيص الأمثل للموارد.

ورغم ما تملكه المملكة العربية السعودية من احتياطات نقدية وثروات طبيعية إلا أن ذلك لا يعكس القدرة المالية الحقيقية لها، فعلى الرغم من الجهود المبذولة من طرف هيئة السوق المالية ونجاحها في مضاعفة عدد الشركات المدرجة في وقت قصير، إلا أنها لم تتمكن من جذب عدد من الشركات الكبرى في المملكة، غير أنها نجحت في تحقيق هدفها بزيادة عمق السوق لاستيعاب السيولة واستقرار ونمو سوقها المالي.

الكلمات المفتاحية:

الأسواق المالية، الأسواق المالية العربية، السياسة النقدية، السياسة المالية، السوق المالي السعودي.

Summary

The financial markets is the optimum way Successful to achieve the objectives of the economy, in particular concerning the provision of funding, joining the national savings owned by individuals and assistants] economists who are working to buy stocks and bonds in the financial markets in order to achieve an appropriate return.

The study revealed that limited the role of the Arab financial markets within their economies, the obstacles they face and reduce their ability to growth, where he became weak performance underdevelopment is threatening , continuity, we have also noted the existence of a close relationship between the monetary and financial policy and the volume of trading in the financial markets and the resulting mainly from the overlap of the relationship between the monetary markets and capital markets, as instruments of monetary policy had a significant impact on the performance of the financial market through the actions of the banking system and, on the other hand, on the other hand, the role of the financial policy through reduction of inequality in the distribution of income between the segments of society optimal allocation of resources.

Although owned by the Kingdom of Saudi Arabia of cash reserves and natural wealth, but that does not reflect the financial capacity of their real, despite the efforts of the party of the Financial Market Organization and its success in the doubling of the number of listed companies at the short time, but it has not been able to attract a number of major companies in the kingdom, but they succeeded in achieving its objective to increase market depth to absorb liquidity and the stability and development of the financial market.

Keywords :

The financial markets, the Arab financial markets, monetary policy, financial policy, the financial market in Saudi Arabia.