

في أفق العولمة المالية تحليل وتقويم الوضع الراهن لاسواق المال العربية

أ.م.د. كريم سالم
كلية الادارة والاقتصاد
جامعة القادسية

أ. د. عبد الكريم كامل ابو هات
كلية الادارة والاقتصاد
جامعة القادسية

ملخص:

لاسواق المال وظيفة جوهرية تتمثل في كونها عنصرا" لربط الاجزاء المكونة للنظام المالي العالمي في عصر الثورة المالية الذي يتمثل بتفاعل وأزدياد تأثير قوى مالية وظهور أدوات مالية جديدة، فمن خلال أسواق المال يتم كل شيء ويكتسب رأس المال حركة ذات طابع مميز عن حركة التداول السلعي، يترتب عليها بروز مشكلات جديدة تتطلب تفكيراً "جديداً" يحتوي السمات لمعاصرة للنظام المالي العالمي، وهنا تأتي أسواق المال لتمثل الرابطة القوية ولحمة هذا النظام، لذلك صارت الاسواق ترجمة عملية للسياسات النقدية والمالية المعتمدة، بأعتبار أن توحيد الأسواق العالمية أصبح مظهراً "مميزاً" للعالم الجديد، عالم العولمة المالية، بآليات عمله التي لا يمكن لاية دولة مهما كان حجم مواردها أن تظل بعيدة عن تأثيراته، فيتأتى عليها الشروع بالاندماج به، والاسواق المالية إحدى وسائل الاندماج هذا. لم يعد بإمكان الدول العربية أن تبقى بعيدة عما يتداول من نتائج لثورة المعلومات والاتصالات، وستكون الضرورة ملحة، ايا" كانت القنوات فيما يجري أن تتصدى لمهمة تحديث مستوى أداء الأسواق فيها بما يتناسب مع ما يجري في عالم اليوم، وعلى نحو يدعم سياسات توجيه الموارد المالية نحو التنمية الجوهرية المطلوبة، سواء بتعبئة المدخرات الوطنية او جذب رؤوس الاموال اوتوسيع الاكتتاب في الاسواق وفتح الباب امام وجود المؤسسات المالية في الاسواق الوطنية بشرط تأمين سيادة الدولة على مواردها ، وحتى يمكن للحديث ان يكتسب منهجيته السلمية وجدنا من المناسب تضمين الدراسة المحاور الآتية:

اولاً:" الخلفية المعرفية

ثانياً:" الواقع الراهن لاسواق المال العربية .

ثالثاً:" تداعيات العولمة المالية .

ثم خاتمة للبحث تلخص فيها رؤيتنا لمستقبل أسواق المال العربية .

توطئة:-

تؤدي أسواق المال وظيفة عنصر الربط بين الأجزاء المكونة للنظام المالي العالمي حيث تحول تعاضد دول العالم وأنشدها للبعض الى سمة أساسية (عصر العولمة المالية) او عصر ((الثورة المالية)) الذي تميز بتفاعل قوى مالية جديدة وبروز اليات عمل في الوسط المالي تشوبها الخطورة وتزايد احتمال الخسارة بعد ان تماهت في التجارة عبر الانترنت عمليات غسل المال ، فا صبح أمر المجازفة باستثمار المال في حافظات لاغراض التمويل العالمي من شواهد التوسع في استخدام الادوات المالية .

فمن خلال سوق المال العالمي يجري كل شيء وصار للاقتصاد طابعا مغايرا جعل وصف الاقتصادى دروكر Drueker (الاقتصاد الرمزي) Symbolic Economy ينطبق عليه تماما، وتنامت اهمية العمليات التي تؤدي بمجملها الى جعل كلفة العمليات التجارية تقرب من الصفر، وتم الانتقال من الاتجار بالسلع والماديات نحو الاتجار بالمال على مختلف صوره وانواعه . لم يكن ما يحدث مفاجئاً، بل جاء نتيجة لسلسلة من العمليات التي بدأ الاقتصاد العالمي يشهدها منذ منتصف السبعينات وتبلورت في الثمانينات صعوداً، وكان هذا في طبيعته يعني تزايد الاهتمام بالمشكلات الجديدة التي اتخذت مستوى مختلفاً عما كان ينجم من مشكلات مرتبطة بأزمات الشمال_الجنوب، او عن مجموعة الازمات التي تسببها السياسات الاقتصادية الخاطئة لعقود التنمية السابقة، والأرجح أن حدثها تمخضت بفضل ثورة المعلومات والاتصالات (ICT) التي وضعت العالم كله على أعتاب مرحلة جديدة من التطور.

لقد كان لعملية توحيد السوق العالمية للتداول السلعي والنقدي بمثابة المظهر الجديد لعالم جديد وصار الانسحاق وراء دعاوي حرية انتقال رؤوس الاموال عبر الامم من خلال الغاء القيود والضوابط Deregulation مبرراً مقبولاً وشرعياً ايضاً وترتب على ذلك ان تزايدت وتيرة تدفق رؤوس الاموال بسرعة واقترن تزايد حجومها وكمياتها في السوق العالمية بتوصل التنظيم المالي الى ابتكارات مالية ادى توسع استخدامها ظهور قوى مالية يصعب التفاوض معها بقدر من المساومة Compromise على المجال الحيوي لنشاطها وبشكل يؤمن عقلنة استخدام الاموال المتراكمة في السوق العالمية ، ومما زاد في المشكلة خطورة هو تراجع الحكومات عن هيمنتها ورقابتها بفعل عوامل موضوعية تتمثل في أن الحركة العالمية لرأس المال أصبحت من الناحية الوظيفية خارج المجال المحدد لتأثير الدولة بمعنى آخر أن الحركة أصبحت مستقلة عن حركة الانتاج الحقيقي، الشيء الذي يعيد الى الاذهان الالتماع الذكية التي عبر عنها دروكر

(عام ١٩٨٩) عندما أشار الى الجانب المالي باعتباره القوة المحركة للعولمة المالية. وأيا كانت حصيلة ما ترتب على العولمة المالية من آثار ايجابية او سلبية، على مختلف الاقتصادات وبغض النظر عما ينشر من بيانات واحصاءات مذهلة عند حجم الثروة التي تدور عبر العالم بوسائط الانترنت والتجارة الالكترونية فإن القضية الجوهرية بأعتقادنا تتمثل في أن الاقتصادات العربية لم يعد بإمكانها سوى التفاعل مع الظواهر الاقتصادية على المستوى العالمي وعليه فإن ثمة سؤال خطير تفرضه وقائع عالم اليوم هو: هل بإمكان الاقتصادات العربية في ضوء الحجم المتداول من رؤوس الاموال مواجهة مخاطر السيولة المالية قصيرة الاجل خاصة في ظل افتقار غالبيتها لعنصر رأس المال؟

نعتقد أن هذا التساؤل ليس عرضياً بل يمثل جوهر عملية تكوين أسواق المال في الدول العربية ومنه نستخلص فرضية مفادها: ان البنية العامة للاسواق العربية ما زالت بعيدة عن الحاجات الفعلية للاقتصاد العربي لذلك ليس أمام الاسواق المالية العربية غير الاندماج في

النظام العالمي لأسواق المال رغم افتقاره الى ميكانيزم العمل المناسب لمستوى تطوره.

أولاً :- الأصول المعرفية:

لم تتحول السوق العربية للمال بعد الى جزء فاعل في النظام المالي العربي بدلالة المؤشرات المعيارية الوطنية والدولية لأسباب تتصل بتباين الظروف وأنطقة النشاط وفلسفات الانظمة وصيغ وضع القرارات الاقتصادية وهشاشة الأداء الاقتصادي في الاقتصادات العربية على وجه العموم، رغم أن فكرة تكوين أسواق مال عربية ليست حديثة أذا ما قيسست بالحركة الموسعة لإنشاء الأسواق في العديد من دول العالم لانجاز غايات تتعلق بالنمو الاقتصادي، غير أن المثير للدهشة ان اسواق المال العربية ظلت متباطئة الحركة قياساً بالأسواق العالمية. ويشير التاريخ الاقتصادي الاوربي الى ارتباط حركة تكوين اسواق المال بالتحولات الكبيرة التي طرأت على شكل الملكية وظهور الملكية بالأسهم التي دعمت في اواسط القرن (١٩) عملية تعبئة المدخرات المحلية وساعدت على جذب الادخارات الفردية لتعجيل عملية التراكم الرأسمالي على قاعدة التركيز Concentration الشديد للثروات والاصول المالية في مجالي المصارف والصناعة ، ومثل راس المال المالي ((رأس مال الاقلية)) نقطة التحول الكبرى في تاريخ التطور الرأسمالي وتوسعه المتعاقب .

فما حصل في البلاد العربية هو غير الذي حدث في اوربا ، ذلك ان البنية الكلية للاقتصاد العربي لا تتناظر وبنية الاقتصاد الاوربي لا من الوجهة التاريخية ولا من زاوية مستوى تطور القوى المنتجة ومعدلات النمو الاقتصادي المتحققة وكل ما حصل منذ ان اقيمت سوق مصر على مشارف نهايات القرن التاسع عشر وحتى العصر الآن محاولات مجتهدة لانجاز مهمة تركيب Accumulation رأس المال ولكن انطلاقاً من قاعدة ضعيفة للاقتصاد ، ما عدا الدول التي عوضت ايرادات النفط فيها شحة رأس المال التي عانت منها الدول الأخرى، حيث هيا المورد النفطي فرصة تاريخية لتطوير البنى القاعدية على يد الدولة كمؤسسة قائمة للمجتمع مما سمح لهم بفرض منطق السيادة أو هيمنتها على اتجاهات التطور، ساعداها في ذلك ضعف البرجوازية العربية في اتخاذ موقف يعارض السياسات الحكومية ويعزز من التوجهات الانمائية الصحيحة، لذلك عندما يقال أن انفصال النشاط المصرفي عن نشاط سوق رأس المال رغم انهما نشاطين متكاملين انما يعود لنظرة الدولة المرتابة من، راس المال الاجنبي، انما هو قول ينبغي أن يحيط بأطراف المسألة ويتوقف عند موقف الرأسمالية العالمية تجاة التنمية الجذرية والشاملة للوطن العربي. ومن الوجهة التاريخية ظلت العلاقة بين المؤسسة الحكومية والمؤسسة الخاصة تتحكم بتحديد ملامح الوضع الاقتصادي العام وفي تقرير السياسات الاقتصادية وتنعكس على مجريات الشأن الاقتصادي لفترات طويلة من الزمن حدثت فيها انتكاسات وتراجعات بقدر ما حصل فيها من نجاحات وتطورات، الى أن حسمت سلسلة التغيرات الدولية الطابع التي حصلت منذ مطلع الثمانينات وصعوداً "الجدل حول طبيعة العلاقة ما بين المؤسستين وبالتالي في اطار أي فلسفة اقتصادية ينبغي صياغة سياسات اقتصادية كلية ولم يكن تكوين (أسواق المال) بعيداً" عن التفكير الجدي غير أن مطالب التكوين كانت تصطدم في الغالب بتناقض الفلسفات السياسية والاقتصادية. ان تكوين الأسواق المالية في البلاد العربية كان أحدى النتائج العملية لمواجهة التحرير المالي التي طفقت بالتوسع منذ مطلع التسعينات من القرن الماضي، حيث حسمت المناقشة الفكرية والنظرية حول أي الفلسفات اجدى وأنفع، واصبحت فلسفة الاقتصاد الحر تمثل المرجعية الاصولية في بناء

الموقف من الاقتصاد وصار من المؤلف أن تتفاعل قوى الرأسماليات العربية وتندفع في إقامة أسواق المال لأجل تحقيق أهداف لها صلة بالانماء الاقتصادي ذو أدنى ريب. في البلاد العربي هناك خمسة عشر سوقاً "نظامياً" للاوراق المالية * ومن الناحية النظرية يجب أن تمثل هذه الاسواق دوراً "يتناسب وكتلة ما يتوافر من موارد لتعجيل التكوين الرأسمالي والتوسع الاقتصادي رغم أن المدخرات قد لا تكون كافية لتمويل مثل هذا التوسع، وهذا يفسر لنا دواعي إقامة سوق رأس المال ففيها تجري عملية التسعير الحقيقي لرأس المال بما يعبر عن إنتاجيته الاقتصادية وعلى أساس توقعات العوائد عليه لضمان استخدامه بكفاءة، ومن خلال ميكانيزم التسعير هذه تنقل الاسواق الكفاءة الى القطاعات الحقيقية من الاقتصاد فضلاً عن أنها تعتبر مصدراً لرأس المال وتتجسد دواعيها بحدّة أكثر ارتباطاً بشروط وأليات التحويل نحو القطاع الخاص (الخصخصة) وضرورة إيجاد مسارب لتمويل العملية هذه وفق سياسة خفض الاعتماد على القروض المصرفية المباشرة من خلال التوجه نحو التمويل بالدين باصدار السندات التي يتم تداولها في أسواق المال، ويطلق عليها التوريق أو التسنيد Securitization

ومن الضرورة هنا الإشارة الى أن الدافع الاخطر لتبني فلسفة إقامة أسواق المال انما يرتبط بالحاجات الموضوعية للاقتصاد اكثر مما يرتبط بالرغبة في توسيع العمل في مجال المضاربة، فالبنية الاجمالية لبناء الادخارات والحاجة الى استثمارات مادية ينبغي أن تكون هي المرشد Victor أو (الموجه) الأول لعملية الانشاء لا لمجرد أن يكون إقامة السوق لغرض تحقيق دوران صور رأس المال المختلفة بما يزيد من كلفة المستخدم وبالنهيأة لاتنافسية السوق، أولاً، وثانياً، ليس من الضروري تعظيم ما يدور من حجوم لرأس المال في السوق ولا لأنواعه بقدر ما أن تكون مسارية خاضعة لخطط الانماء وعدا ذلك لانرى ضرورة للحديث عن سوق فاعلة ومتماسكة وجاذبة للمستثمر ومستفزة للمدخر، وهذا بدوره يشترط تمتع الاقتصاد بما يسميه أهل الاختصاص بالنضج المالي، والسوق بالكفاءة. يقاس النضج المالي بمقدار النسبة بين صافي تراكم الحقوق المالية الى قيمة الموجودات المادية المتراكمة كرووس أموال حقيقية في فترة معينة من الزمن، فالدين وحقوق الملكية (الاسهم والسندات) هي حقوق على الثروة. وكلما زادت نسبتها الى الموجودات الحقيقية زاد النضج المالي للاقتصاد. وهذه النسبة تقيس في الواقع مدى تطور المؤسسات المالية في الاقتصاد الوطني^(١). ويضع جولد سميث G-Smith مؤشرات محددة لقياس النضج المالي:-

- ١- أن يتوفر جهاز مصرفي واسع ذو موجودات لاتقل عن عشر الثروة القومية؟
 - ٢- أن تنجز قسم كبير من الأعمال عن طريق مشروعات أو شركات مساهمة، مع فوائد عالية على السندات من الصنف الممتاز (High-Grade Bonds) .
 - ٣- أن لا يقل متوسط الادخار فيه عن عشر الدخل القومي.
 - ٤- أن تشكل الأرباح غير الموزعة مصدراً "أساسياً" لتمويل التوسع في المشروعات.
- هذه المعايير تعطي للمحللين بياناً عن الأهمية التي تشغلها السوق في مجمل حركة النشاط الاقتصادي، والامكانية الواقعية لقيام السوق طبقاً للمتطلبات الموضوعية، فللسوق والحال هذه أهميتها التي تتجسد في:^(٢)

- ١- تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار وتنشيط حالة الاقتصاد القومي ككل.
- ٢- تمكين حملة الأوراق المالية من تحويلها الى سيولة نقدية عند الضرورة من خلال السوق.
- ٣- تمكين اصحاب المشاريع الاقتصادية من الحصول على راس المال اللازم لانشاء مشاريع

- اقتصادية جديدة او توسيع الطاقة الانتاجية في مشروعاتهم.
- ٤- مراقبة الاستثمارات من خلال التعرف على سير العمل في المشروعات الاقتصادية عن طريق معرفة التغيرات في اسعار الاوراق المالية، أي أن اسعار هذه الاوراق مرآة عاكسة للحالة الاقتصادية المستقبلية، أي أنها (انذار مبكر) يستدعي الدولة لاتخاذ الاجراءات التصحيحية عندما يلزم الأمر.
- ٥- حماية الوحدات الاقتصادية من التقلبات في اسعار السندات، اذا تم التخلص منها عند توقع انخفاض كبير في اسعارها حتى لاتلحق الخسارة بأصحابها.
- ومثلما للسوق أهمية عملية لها أيضا "مستوى نظري من الكفاءة التخصيصية حيث أن السوق الكفاء هي التي تحقق تخصصا "كفنا" للموارد المتاحة، أي توجيه تلك الموارد الى المجالات الأكثر ربحا"***، وحتى تتحقق للسوق كفاءة كاملة، لابد من توافر شروط محددة هي:-^(٣)
- ١- توفر المعلومات التامة حول السوق.
- ٢- تماثل توقعات المستثمرين، نظرا "لتماثل المعلومات المتاحة لكل منهم.
- ٣- تمتع المستثمرين بحرية تامة داخل السوق، نظرا "لانعدام وجود أي قيود على التعامل داخل السوق، فلا تكاليف ولا ضرائب على المعاملات، ويستطيع المستثمرون التعامل بأي كمية شاؤوا بيبعا" وشراء"، كما لاتوجد قيود تشريعية على حرية دخول وخروج المتعاملين من وإلى السوق.
- ٤- يعتبر السعر داخل السوق، معطاة، على افتراض أن عدد المتعاملين في السوق كبير جدا" بحيث أن حجم الصفقة التي يقوم بها أي من هؤلاء المستثمرين لاتمثل إلا جزء صغيرا" من الحجم الكلي للسوق ولا يمكن ان يكون لها تأثيراً ملموساً على اسعار الاوراق المالية.
- ٥- افتراض حالة الرشد عند المستثمرين ،اي انهم يسعون الى تحقيق اكبر ربح ممكن من صفقات البيع والشراء داخل السوق من هذه الشروط يتضح انه من غير الممكن توفر حالة الكفاءة التامة نظراً لاستحالة استيفاء شروط المنافسة التامة في سوق رأس المال . وفي السوق الكاملة تكون القيمة السوقية للورقة المالية مساوية الى قيمتها الحقيقية نظراً لعدم وجود فاصل زمني بين ورود معلومات جديدة حول حالة السوق وانعكاسها على اسعار الوقعة المالية غير ان الكفاءة الاقتصادية Economic Efficiency تفترض وجود فاصل زمني بين تجدد المعلومات حول السوق ثم انعكاسها على اسعار الورقة المالية ، ما يجعل القيمة الاسمية اقل او اكبر من القيمة الحقيقية للورقة المالية لبعض الوقت على الاقل ، هذا وان تكلفة المعلومات بوجود الضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار قد لا يجعل الفرق بين القيمتين كبير الى درجة ان يحقق المستثمر من ورائها ارباحاً غير عادية خاصة في المدى الطويل^(٤) . بمعنى اخر ان سوق الاوراق المالية مجال حيوي للمضاربة وتحقيق الارباح ويخضع عملها لسيكولوجية التوقعات Expectations ومرجع ذلك هو ان الاوراق المالية (الاسهم والسندات) عرضة للتغيرات التي تحصل بأسعار الفائدة . ضمن الزاوية النظرية يؤدي زيادة عرض النقود الى خفض اسعار الفائدة ومن ثم الى ارتفاع سعر الورقة المالية وهو مسألة اعتيادية سواء بالنسبة للسندات او الاسهم والامر يتعلق بمسار انفاق الاوراق المالية فالعلاقة المباشرة بين سعر الورقة المالية وكمية النقود قد تتغير مسارها اذا توفرت مسار لانفاق كمية النقود المتزايدة . وكان الاقتصادي بيرلي سبرنكل P. Springle الذي عمل كبير المستشارين لدى الرئيس الامريكي ريغن Reagan قد طرح تصوراً نظرياً لتفسير سلوك سوق الاوراق المالية الصعب والمعقد فأشار الى أن قيام المصرف الاحتياطي الفدرالي

الأمريكي بتخفيض أسعار الفائدة يؤدي الى زيادة كمية النقود لدى الافراد، ويتم التخلص من الفائض النقدي عن طريق زيادة مشترياتهم من السلع الاستهلاكية والتمتع بالمزيد من الاجازات وأستثمار بعض الفائض النقدي لشراء الأسهم، ستؤدي زيادة الأنفاق الى ارتفاع الأسعار وتعرض الاقتصاد الى حالة التضخم فتزداد حاجة السوق الى النقود ومن ثم تنتهي حماسة الأفراد. أي أن سبرنكل Springle يؤكد أن السياسة النقدية غير المرنة او الصعبة هي سياسة لاتلائم الواقع الاقتصادي وعليه فإن العلاقة بين كمية النقود في التداول وأسعار الاسهم علاقة تامة . غير أن بعض الاقتصاديين ذهبوا باتجاه آخر عندما أخذ يؤكد أن هذه العلاقة أن صح وجودها فأنها تعمل من خلال التغيرات في أسعار الفائدة ، أذ تؤدي زيادة عرض النقود الى انخفاض أسعار الفائدة ومن ثم ارتفاع أسعار الاسهم ، طالما أن أسعار الفائدة المنخفضة في السوق النقدية يعني انخفاض أسعار الفائدة على السندات الجديدة مما يدفع الكثير من المستثمرين التحول من السندات الى شراء الاسهم . بنحو الاجمال ثمة مجازفة في اقتصاد متقلب وتنتابه الدورات في تقبل فكرة العلاقة الثابتة بين المتغيرات الاقتصادية حيث يلف حركتها غموض ينجم عن نوع السياسات النقدية والمالية التي تتبع وحالات التشاؤم والتفاؤل التي قد ترتبط بعوامل أخرى غير تلك المتصلة بالسياسات الاقتصادية الكلية .

ثانياً:- الواقع الراهن لأسواق المال العربية

١-المشكلات:-

يوفر القطاع المالي عدداً من المقومات الرئيسة للنمو الاقتصادي يأتي في مقدمتها الوساطة المالية وآلية الدفع للمعاملات والسيولة وتنويع المخاطر وادواتها، وتمثل هذه بدورها وظائف لامناص منها لتطور الأسواق المالية نفسها ودلالة واضحة على ما يمكن أن تقدمه هذه الأسواق للنشاط الاقتصادي برمته باعتبارها جزءاً "مكوناً" أساسياً من القطاع المالي. والوضع في الاقتصاد العربي لجهة ما تؤديه لجهة ما تقوم به الأسواق المالية فأنها لا تشذ عن هذه القاعدة، غير أن تجربة بناء أسواق المال في الوطن العربي تؤكد النمط المختلف الذي سارت عبره عملية اقامة الاسواق، وتذهب غالبية الكتابات المتخصصة في مجال المال واسواق المال على وجه التحديد^(٥)، ألا أن الحكومات العربية مثلت دوراً "أساسياً" ليس في توفير مصادر التمويل لعملية التنمية حسب بل وأيضاً "الدفع باتجاه تكوين الأسواق وأن لـ يـ كـ ن ذلـ ك فـ ي بـ عـ ض الحـ لـ ات بشكل مباشر في الفصول الأولى من جهود التنمية العربية عندما أضطلعت الحكومات بدور قيادي، ثم ما لبثت أن توسع نشاط المؤسسة الخاص اثر عملية (الخصخصة) الواسعة النطاق التي بدأت، وارتفعت مساهمة القطاع الخاص وبرزت الحاجة الى متطلبات تمويلية وذات طبيعة مختلفة فكان لا بد من ان يكون بناء الاسواق استجابة تلقائية لتحولات بدأت في الاقتصادات العربية. لقد قامت الحكومات بتقديم القروض بعضها لبعض وقدمت الاعانات والمنح المالية فوفرت بذلك أموال متوسطة وطويلة الأجل لأغراض الاستثمار الانتاجي بحيث يمكن القول أن معظم مصادر التمويل الاستثماري بنوعيه كان حكومياً، أي انه تحقق خارج الأسواق المالية مما يدل على ضعف الركائز التي قامت عليها أسواق المال. (و) لو قدر لجهد الحكومات في مجال التنمية الاجتماعية والاقتصادية أن ينجح في أنتشال المجتمعات العربية

من مهاوي الفقر والحرم ويضعها على طريق التقدم، لكان إقامة أسواق المال قد ارتبطت بالاحتياجات التنموية العامة أكثر من ارتباطه بحالة صعود القطاع الخاص، وعلى الأقل كان من السذاجة تصور الابتادر الحكومات الى إقامة سوق لتجميع Aggregation وتداول وضبط انسياب الأموال، أو مما يقع الآن تحت تسمية، سوق المال، ولاتخذ مسار إقامة أسواق المال نمطاً آخر غير الذي ظهر عليه والذي يعبر بحد ذاته عن غموض السياسات الاقتصادية التي اعتمدتها الحكومات العربية التي كانت بحد ذاتها صدى لتجارب الآخرين وخاضعة لتأثير النظرة من الخارج نحو مسائل التنمية الداخلية، وهذا هو فحوى ما كنا نريد التعبير عنه في قولنا أن نمط تكوين الأسواق المالية في الوطن كان مختلفاً الى حد ولم يكن تعبيراً عن تطور تاريخي، موضوعي محدد المعالم. ومنه أيضاً " نفهم جسامة العضلات التي تواجهها الأسواق العربية بعد أن أنشأت، ونحن هنا نتحدث لعل سبيل المثال بل التخصيص فكل الأسواق العربية واجهتها مصاعب جمة حددت ملامح مشتركة لها. فثمة اتفاق غالب في الكتابات التي تناولت تجربة البلاد العربية في بناء وتطوير أسواق المال تؤكد أنها استطلت تحت مشكلات قوية كان في مقدمتها:-

١- افتقار أسواق المال العربية الى الفلسفة والمنهج الفكري الاقتصادي الذي يحدد لها اطار العمل والتحرك،

فكلها قامت على فلسفة الاقتصاد الحر، دون أن يكون هناك فهماً موضوعاً لمهمات السوق المالية وما اذا كانت سوقاً للتجمع والمضاربة وجني الأرباح فقط، أما أنها سوقاً ذات وظيفة اقتصادية محددة.

٢ - رغم المفاهيم العديدة التي احتوتها الأدبيات المالية للسوق المالية فإن خلطاً ساد نظرة الاوساط المالية العربية للسوق لجهة الأهداف المحددة التي ترمي تحقيقها، وهذا ناجم في اعتقادنا عن تبني المفهوم Concept الضيق للسوق باعتباره مجال تداول للأسهم والسندات، فقط دون أن تبادر جهة ما الى تقصي دلالة المفهوم الواسع في السوق باعتبار سوق للنقد والأموال في أن واحد، أي انه مجال يتماسك فيه نشاط القطاعين الاساسيين في كل اقتصاد (قطاع النقود وقطاع المال).

٣- بقيت الأسواق المالية العربية تواجه تردد الاطر المؤسسية القانونية والتشريعية في قبول مواكبة التطورات التي تحصل في الأسواق المالية في العالم وتأطيرها تشريعياً ومؤسسياً بما يخدم الاهداف الحقيقية المحددة لها، لذلك نرى التردد والغموض في اصدار التشريعات والنظم القابلة والمستوعبة لفكرة التطوير اللاحق لأسواق المال، فكان أن تباطأت عملية دمج Merger أسواق المال العربية بمحيطها الدولي.

٤- غالباً ما توطدت فكرة تأسيس السوق المالية في اذهان الرسميين وغير الرسميين دون اجراء دراسات مسحية لسايلوجية السلوك الاقتصادي في المجتمعات العربية، فالبنية العامة للادخارات كمؤشر مهم ينصرف اليه عمل السوق لم ينظر اليها بمستوى يمكن ان يجعل مهمة السوق المالية في تهيئة الادخارات وتحشيدتها لاغراض التنمية امراً ناجزاً والا فما معنى ان تبادر دول لا إقامة أسواق مالية وهي اساساً تعاني من ضعف معدل الادخار الفردي فيها؟ ناهيك عن وضع الاستثمار والمستثمرين وما اذا كانت هناك فعلاً حاجة قائمة للافادة من استثماراتهم من عدمه؟.

٥- والاغرب من ذلك ان فكرة الأسواق في الدول العربية ارتهنت بوجود الشركات العاملة، وهذه كان عددها قليلاً كما ان مصارف الاستثمار وسوق الاوراق المالية المستعدة للتوسط

في التمويل المتوسط والطويل الاجل كان قليلاً ايضاً وهنا نعتقد ان الاساس الموضوعي لتطبيق فكرة الاسواق كان هشاً الى حد ما.

٦- سيادة منطق الاستحواذ على ادارة اسواق المال وتوجيه مسار نشاطها اذ بقي اصحاب الاسهم الكبار يشكلون عناصراً فاعلة وضاغطة وتفضل عدم الاتجار بما لديها من اسهم، يقابل ذلك حمى ميل المتعاملين للاحتفاظ بالنقد سائلة liquidity وميول المضاربة لدى غالبية المتعاملين في السوق وقد ادى كل ذلك الى تقييد حجم التداول فيها ومنع المستثمرين المحتملين من التعامل معها والمشاركة في انشطتها.

٧- الحجم المحدود لما تم تداوله في اسواق المال العربية من السندات الحكومية وأذونات الخزينة وقد نجم ذلك عن توجيه السياسات النقدية الحكومية في اغلب الأحوال الى اسهل الطرق لمعالجة العجز في موازنتها عن طريق الالصادار النقدي، فيما بقيت حصة الاسهم هي الحصة الغالبة فيما يتم تداوله من اوراق مالية.

٨- في اسواق المال العربية لم تتجسد بشكل واضح العلاقة النظرية ما بين سعر الورقة المالية ومعدلات الفائدة، ومرد ذلك فيما نعتقد الى ضعف الدور الذي يضطلع فيه معدل الفائدة في التأثير على اتجاهات النشاط الاقتصادي، اذ لم يثبت أن معدل الفائدة كمتغير له أهميته الخطيرة المفترضه نظرياً، كان ذو تأثير قوي على سلوك الورقة المالية في جملة الاسواق العربية مما تفقدها التحسس للتغيرات التي تطرأ على الطلب على الأوراق المالية ويجعلها اقل عرضة لمفاعيل العرض والطلب. فالقسم الأكبر من البلدان العربية وبأستثناء الدول الخليجية ممن تحتضن أسواق المال اتسمت السياسات النقدية فيها بقدر مبالغ فيه من التحكم بتحديد أسعار الفائدة في جانبي الودائع والاقرض مما ادبالي افتقار الربط اللازم بين أسعار الفائدة والمخاطر واستحقاق وسيولة الادوات المالية، وكذلك لم تتغير مستويات أسعار الفائدة بما فيه الكفاية لتعكس التغيرات في الظروف الاقتصادية واسعار الصرف نتيجة لفرض قيود صارمة على الحسابات الجارية والرأسمالية، فقد نتج عن هذه السياسة (كما يؤكد ذلك التقرير الاقتصادي العربي الموحد (٢٠٠٠) في ظل ارتفاع معدلات تضخم، أسعار سالبية لمعدلات الفائدة الحقيقية^(٦).

٢- الأداء الاقتصادي

تتوزع الدول العربية بين دول تتوفر فيها أسواق مالية منظمة بشكل كامل ودول فيها أسواق ثانوية منظمة، بشكل كامل، فيما يوجد تنظيم جزئي للسوق الثانوي في بعض منها، وثمة محاولات لتنظيم السوق الثانوية في دول أخرى، وليس كل الدول العربية قد أقامت أسواقها المالية. هذه الأسواق واصلت نشاطها وتطورها عبر مراحل مختلفة وتعرضت لأشكالات سياسية ومالية واقتصادية، وثم ما يخلق لدى المحللين الانطباع بأنها لم تؤد دوراً يتناسب وما وصلت اليه من تطور *** وبغض النظر عن التطرف والمغالاة في تقويم ادائها الاقتصادي او بغض النظر عما يجري من اختلاق وخلاف حول دور الاسواق المالية فان العودة الى البيانات تقدم لنا تصوراً محدداً عما الت اليه مسيرتها والافاق التي يمكن انتظارها. يميل المتخصصون في شؤون أسواق المال الى تغليب المؤشرات المالية الفنية عند تقويم أداء الأسواق، ويبنى عادة المحللون على هذه المؤشرات وجهات نظرهم بصدد، ونحن هنا لم نذهب الى ابعاد مذهب ألية الباحثون والمحللون ونختط لأنفسنا السياق نفسه الذي أوشك أن يكون ذو صفة عالمية في تقويم الاسواق ، رغم ان هناك العديد من الاساليب والمؤشرات التكنولوجية التي

تستخدم عادة في تقويم الاداء المالي والاقتصادي لاسواق المال العالمية ليس في وارد دراستنا هذه البحث فيها . لقد صار معروفاً ان المؤشرات العامة تختلف فيما بينها لجهة الجوانب التي تنصرف اليها ، الا انها توضح ما يتصل بالسوق المالية وما توصلت اليه من نتائج . ومن هذه المؤشرات : مؤشرات اقتصادية تستقصي التطورات المالية والنقدية كونها تمثل مؤشرات لمستوى التقلبات في اسعار الفائدة المصرفية ، فعندما ترتفع اسعار الفائدة فإن المستثمرين يميلون الى تركيز محافظهم الاستثمارية في شراء السندات ، ويتجه البعض منهم الى تصفية مركزه الاستثماري بهدف الايداع بالمصارف بأسعار فائدة مرتفعة نسبياً ، واذا حصل وان اتجه العدد الاكبر منهم لبيع اسهمهم فان ذلك ينتج عنه عرض كثيف وبالتالي هبوط بالاسعار والعكس صحيح^(٧) .

كما أن عرض النقود يعتبر من المؤشرات الاقتصادية المهمة وقد سبق لنا وان شرحنا آلية انتقال الآثار عبر زيادة كمياته الا ان الاغلب والاعم الذي يلاحظ هو استخدام المؤشرات الفنية التي تفرزها البنية الداخلية لعمل السوق. وهنا ينبغي الإشارة:-

أ- مؤشر القيمة السوقية للاسهم:- وهو سعر الاغلاق لقيمة السهم للشركة المدرجة في السوق في نهاية المدة، ويستخدم هذا المؤشر لمعرفة حجم الرسملة Capitalization لكل سوق.

ب- مؤشر العائد على الاسهم:- وهو مؤشر خاص لبيان الوضع المالي للمستثمرين ويستخلص بطرح الضرائب من الارباح وتنسيبها الى عدد الاسهم المكتتبه.

ج- مؤشر حجم التداول بالسوق:- وهو مؤشر يفيد المحللين للكشف عن وضع المناخ الاستثماري في عموم الاقتصاد، وبالتالي الاستثمار في الاجل الطويل، اذ ان عدد الاسهم المتداولة يعطي اشارات Signales مهمة عن قوة السوق واحتمالات الارتفاع والنزول في المستقبل، ويقاس المؤشر هذا من خلال قيمة الاسهم التي تم تداولها في قاعة السوق خلال المدة المحتسب بها.

د- مؤشر معدل دوران السهم:- ويستخدم في العادة لمعرفة حجم النشاط في السوق من خلال تداول الاسهم في السوق الثانوية ويستخلص بتنسيب قيمة الاسهم المتداولة في خلال المدة الى القيمة السوقية للاسهم المكتتب بها في نهاية المدة.

هـ- المؤشر المركب لصندوق النقد العربي:- ويمثل مؤشرات الاسعار للاسواق المالية العربية ويعتمد في احتسابه على مؤشر الاسعار لكل دولة عربية على حدة، وذلك بمعاملة الاسهم كافة وكأنها لدولة واحدة****، ويتم احتسابه بالدولار الامريكي فقط وليس بالعملات المحلية نتيجة لتباين اقيام العملات بين دولة لأخرى^(٨). ان البيانات المتوفرة لا تشمل جميع الدول العربية فقد صنف الى دول مدرجة في ((قاعدة البيانات)) واخرى خارجة عنها او غير مدرجة، وهو ما يتكون عليه تعاملنا مع المؤشرات الكمية المستخدمة عادة في تحليل الاداء المالي لاسواق المال***** . سعت الدول العربية الى مسايرة موجة الاصلاحات الاقتصادية وخاصة في المجالين النقدي والمالي واعتمدت سياسة تحديث الهياكل والمؤسسات ، وشملت موجة الاصلاح ، وضع الاسواق الماليه، لغرض زيادة كفاءتها في تعبئة الموارد وزيادة قدرتها التنافسية في اجتذاب رؤوس الاموال الاجنبية وتوفير التمويل الطويل الاجل للقطاع الخاص^(٩) . وقد كشفت البيانات المنشورة ان اسواق المال العربية حققت نشاطاً جيداً انعكس على حجم الاسهم المكتتب بها للشركات المدرجة في هذه الاسواق واذا بلغ عدد الشركات المدرجة كما هو مبين الجدول ادناه .

جدول (١)

السنة	عدد الشركات المدرجة
١٩٩٤	١٠٨٩
١٩٩٥	١٠٨١
١٩٩٦	١٠٩١
١٩٩٧	١١٨٤
١٩٩٨	١٤٤٦
١٩٩٩	١٦٣٤
٢٠٠٠	١٦٧٨

المصدر:- التقرير الاقتصادي العربي الموحد - ايلول ٢٠٠١، جدول رقم(٤) ص ١٦٦

اما الرسملة الرأس مالية فيعبر عنها بالجدول الاتي:-

جدول (٢)

مستويات الرسملة (اسواق المال العربية ١٩٩٤-١٩٩٨ (مليون دينار)

السوق	١٩٩٤	١٩٩٥	١٩٩٦	١٩٩٧	١٩٩٨	معدل النمو
سوق الاسهم	٣٨٦٩٣.٣٣	٤٠٩٠٤.٠٠	٤٥٨٥٥.٧٥	٥٩٣٧٨.٣٢	٤٨٥٧٩.١٢	٣.٩-

السعودية						
سوق الكويت للاوراق المالية	١٢٨٨٠.٤٧	١٤٣٥.٧٧	٢١٨٣٥.٢٨	٢٩٦٧٤.١٦	٢٢٣٣١.٩٣	٥.٥-
الهيئة العامة لسوق المال بمصر	٤٢٨٥.٨٢	٨٠٧٤.٢٠	١٤١٨٤.٧٦	٢٠٨٧٥.٧٥	٢٢٦٤٥.١٤	١.٦
بورصة القيم في الدار البيضاء	٤٤٤٦.١٠	٥٩٧٠.٧١	٨٥٥٤.٩٢	١٢٢٤٨.٧٧	١٥١٤٧.٢٦	٤.٣
سوق البحرين للاوراق المالية	٥١٢٩.٣٠	٤٧٠٦.٨٠	٥٠١٩.٣٩	٧٨٢٥.٧٨	٧٣٨٣.٠٤	١-
سوق عمان المالي	٤٦٢٦.٥٠	٤٧٢٤.١٧	٤٥٥٦.٤٢	٥٤٥٦.١٥	٥٧٨٢.٢٠	١.٢
سوق مسقط للاوراق المالية	١٨٥٦.١٢	١٩٧١.٠٢	٢٧٥٢.٨١	٧٣١٢.٥١	٥٦٨٨.٧٠	٤.٩-
سوق تونس للاوراق المالية	٢٥٥٩.٢٩	٣٨٦٨.٥٤	٣٨٥١.٥٦	٢٣١٥.٦٨	٢٢٣٩.٥٠	٠.٦-
بورصة بيروت للاوراق المالية	/	/	٢٤٩.٠٠٠	٣٢٦٠.٠٠٠	٢٥١٥.٨٧	٥.٠-

المصدر_ التقرير الاقتصادي العربي الموحد ١٩٩٨ ص ١١٢

ويرجع ازدياد نشاط الرسملة بالدرجة الرئيسة الى القوانين والتدابير التي اتخذت في الدول العربية التي استهدفت من وراءها تشجيع المستثمرين المحليين والاجانب من خلال رفع الحد الأقصى لنسبة مشاركة المستثمر الاجنبي في الاسواق وفق الاسس والضوابط التي تم تحديدها، وهو ما اظهره ارتفاع معدل النمو السنوي لقيمة الاسهم السوقية للاسواق العربية. كما نفهم من الجدول ايضا" الاهمية النسبية لكل سوق من الاسواق العربية اعلاه حيث تم ترتيبها طبقا" لحجم السوق واهمية السوق العربية النسبية كما هي في عام ١٩٩٨ وكما يأتي:-

جدول رقم (٣)
الاهمية النسبية لاسواق المال العربية لعام ١٩٩٨

لسوق	%
١	٧٦ ٣٦
١	٩٠ ١٦
١	١٤ ١٧

صر	
لمغرب	١١ ٤٠
لبحرين	٥ ٥٨
لاردن	٤ ٣٧
مان	٤ ٣٠
ونس	١ ٦٤
بنان	١ ٩٠

الاهمية النسبية احتسبت في ضوء بيانات الجدول رقم (٢).

ان الاهمية النسبية تعبر عن الوضع الاقتصادي لكل دولة وتعكس طبيعة النشاط في السوق المالي ويلاحظ ان الاهمية النسبية لكل سوق تتفاوت من عام لآخر تبعاً لآتجاهات النشاط الاقتصادي العام وتراوحه بين الصعود والنزول طبقاً لمدى عمق المؤثرات الداخلية والخارجية على حجم النشاط الاقتصادي في السوقين المالية والنقدية والجدول رقم (٤) يقدم لنا تصوراً عن المجلد العام لنشاط اسواق المال العربية المدرجة في (القاعدة).

جدول (٤)

مؤشرات نشاط أسواق المال

٢٠٠٠	١٩٩٩	١٩٩٨	١٩٩٧	١٩٩٦	١٩٩٥	١٩٩٤	القيمة السوقية (مليون دولار)
١٤٨.١٥٨.٣٧	١٤٩.٤٠٠.٤	١٢٢.٩٧١.٥٣	١٤٥.١٨٦.٩١	١٠٧.٧٦٦.٤٧	٤٨.٥٦٤.٨٣	٧٢.٥٢٣.٦٦	
٣٦.٥٣٨.٩٣	٣٥.٥٩٤.١٦	٣٥.٥٣٦.٣٧	٦٣.٨٩٤.٧٥	٣٠.٥٢٩.٦٢	١٤.٩٨٨.٢٤	١٠.٥١٣.١٧	قيمة الاسهم المتداولة مليون دينار
٩.٠٧٣.٠٧	١١.٨٦٥.٥٢	١٥.٨٣٧.٢٦	٣٥.٨٥٦.٠٣	٢٦.٦٢١.٤٥	٩.٥٩٠.٣٠	٣.١٥٠.٠٥	عدد الاسهم المتداولة مليون سهم
٢٤.٦٦	٢٣.٨٦	٢٨.٩٢	٤٣.٩٠	٢٨.٢٨	١٧.٧١	١٤.٤٩	معدل دوران السهم %
١٠٢.٢١	١١٤.٣٠	١٠٤.١٢	١٣٨.٤٥	١١٩.٩٣	١٠٨.٣٨	١٠٠.٠٠	المؤشر المركب لصندوق النقد الدولي

المصدر – التقرير العربي الموحد/ ايلول ٢٠٠١ ص ١٦٦

والجدول (٥) يوضح لنا التغير في مؤشر الصندوق المركب لاسواق الاوراق المالية العربية بين عام ١٩٩٩-٢٠٠٠ حسب الدول المدرجة مؤشر الصندوق المركب (١٩٩٩ _ ٢٠٠٠)

جدول رقم (٥)

الدولة	التغير %
الاردن	٢٠- %
البحري	١١- %
ن	
تونس	١- %
السعود	٣ ١١ %
ية	
عمان	٢٠- %
الكويت	٢ ٧ %
لبنان	٢٠- %
مصر	٤٥- %
المغرب	٢٥- %
الصندو	١٠- %
ق	

المصدر - التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام ٢٠٠١ ص ١٦٥

من بيانات الشككين يتضح ان المؤشر المركب لصندوق النقد العربي سجل تراجعاً في الاداء العام لاسواق المال العربية المشاركة في (القاعدة) في نهاية عام ٢٠٠٠ ومن الملاحظ انخفاض مؤشرات اسعار الصندوق الخاصة لهذه الاسواق، باستثناء مؤشر الاسعار لسوق الاسهم السعودي وسوق الكويت اللذين ارتفعا بنسبة ١١ في المائة ٧ في المائة على التوالي.

وفيما يتعلق بأحجام السوق المالية، فقد انخفضت القيمة السوقية الاجمالية لهذه الاسواق بنسبة ٠.٠ % لتبلغ في نهاية (٢٠٠٠) حوالي ١٤٨ مليار دولار مقارنة مع ١٤٩ مليار دولار في نهاية ١٩٩٩ وبأستثناء اسواق السعودية والكويت وتونس فقد كان الانخفاض في القيمة السوقية لكل الاسواق المشاركة في قاعدة البيانات، ومن جانب اخر ارتفعت احجام التداول في اسواق الاوراق المالية خلال عام (٢٠٠٠) مقارنة في عام ١٩٩٩، فقد ارتفعت قيمة الاسهم المتداولة بنسبة ٢٦ %، وبالنسبة لمعدل دوران الاسهم الذي يعتبر مؤشراً على درجة سيولة السوق فقد ارتفع الى ٢٤ % مقابل ٢٣ % لعام ١٩٩٩، كما انخفض عدد الاسهم المتداولة خلال العام (٢٠٠٠) بنسبة ٢٣ % ليبلغ حوالي ٩٠ % مليار سهم، ويعزى هذا الانخفاض الى تراجع عدد الاسهم المتداولة في سوق الكويت بنسبة ٢٨ % . اما فيما يتعلق بالاسواق المالية غير المدرجة في قاعدة البيانات . فقد تراجع الاداء فيها خلال العام (٢٠٠٠) ايضاً شمل معظم المؤشرات المالية للاسواق.

ثالثاً:- تداعيات العولمة المالية

كل اسواق المال تخضع لما تفرزه العولمة المالية من تداعيات، فقد استدعت العولمة تطبيق التحرير المالي الداخلي (اعلان القابلية للتحويل للحساب الجاري) والدولي (اعلان القابلية للتحويل لحساب رأس المال) مما ربط الاسواق المالية للدولة بالاسواق الخارجية، وهو الامر الذي ترجم في النهاية في تسهيل عمليات دخول وخروج الاموال عبر الحدود الوطنية^(١٠) وبغض النظر عما اذا كانت الدول النامية اختارت الاندماج بالسوق العالمية، ام رغبتها تحددت

بوقائع أزمة التنمية فيها، فإن عولمة الاسواق والتجارة والمال والانتاج اخذت تقرر المصائر التاريخية للامم.

حيث تجسد العولمة المالية الطابع العالمي لحركة رؤوس الاموال، وحيث يصبح رأس المال نفسه قوة متنامية بذاتها فصار كل شيء رأسمالاً وسلعة، ومن خلال الاسواق تنجذب الاطراف الدولية بعضها نحو بعض، فهي تقترب اكثر فاكثر من بعضها رغم فوارق التطور والنمو وما هذا في حقيقته الا تعبيراً مكتفياً عن انقسام النظام الرأسمالي نفسه الى مركز ومحيط وتجسيدا لازمة النمو الرأسمالي وأياً كان الوصف المعلن ودلالاته فالعولمة الاقتصادية اخذت تجرف في تيارها دول العالم واقاليمة ذات المستويات المتباينة من التطور الاقتصادي والتكنولوجي وتجعل التعرض لاثار العولمة الايجابية منها والسلبية بمثابة الشكل الملازم لتعميق عملية الاندماج، لذلك تختلف الدول فيما بينها بالمستوى الذي تتعرض له من التأثير ونتائج آليات عمل الاقتصاد المعولم. وحسبنا هنا ان نشير الى اهم المناحي التي يمكن أن تترجم لنا تداعيات العولمة المالية على الاقتصاد العربي بالقدر الذي تسمح به منهجية الدراسة.

١- تحديث أسواق المال :

تحت تأثير العولمة شهدت الدول العربية تحولات اقتصادية تمثلت في تبني برامج الاصلاح الاقتصادي الهيكلي وأيلاء أهمية اكبر للقطاع الخاص، مما استدعى اللجوء الى سياسات تشريعية وتنظيمية ومؤسسية لغرض تهيئة الفرص الافضل لجذب رؤوس الاموال العربية والاجنبية فضلاً عن تعبئة المدخرات القومية لتوظيفها في القطاعات الاقتصادية المختلفة^(١) مما يعني بالضبط التوجه نحو تحديث أنظمة العمل في اسواق المال العربية ترجمة لاهداف برامج الاصلاح الاقتصادي التي تضمنت في شطر منها تنمية اسواق المال لتواكب سياسات التحويل نحو القطاع الخاص، وكجزء من هدف اشمل يتمثل في تحقيق (الاستقرار) النقدي والمالي، فأخذت حملة التحديث والاصلاح في السوق المالية جملة توجهات منها:-

أ- تعزيز الثقة بالاسواق العربية وتهيئة شروط تطمئن المدخرين وحماية حقوقهم.

ب- وضع قوانين محفزة للاستثمار واكثر جاذبية لمكتتبين.

ج- ا لتحديث التكنولوجي لجوانب الاداء العملي في الاسواق بما يجعلها صورة معبرة عن التطور الحاصل في الاسواق المالية العالمية. كما واشتملت الاصلاحات والتدابير التحديثية على مبادئ جديدة^(٢) منها :-

١- تعبئة الادخارات الوطنية.

٢- الفصل بين مهنة الوساطة والنشاط المصرفي.

٣- اصلاح نظام المفاضلة

٤- تطوير نظم التداول المطبقة في السوق.

٥- اصدار القوانين والتشريعات الصريحة والمنظمة لاشهار المعلومات المتعلقة بالشركات (الافصاح المالي) وسير اعمالها وكشف موازنتها وحساب الارباح والخسائر لديها.

٢- الاوراق المالية الجديدة:-

أن التغيرات الجذرية في ادوات انتقال الاموال من الوحدات المالية ذات الفائض الى الوحدات ذات العجز التمويلي مثلت احدى الاثار المترتبة على العولمة المالية فتحوّلت اسواق التمويل الدولية الى مجال خصب لحدوث الدورات المالية من انتعاش وركود، وادى استمرار

التطور في (الهندسة المالية) Fisical Engineering الى تحولها الى مجال حيوي لابتكارات مالية متنوعة، وقد دعمت العولمة المالية الاتجاه هذا وعمقت فيه عملية التوجه نحو تحرير التجارة والخدمات المالية والمصرفية وتحرير حركة تدفق رؤوس الاموال وحركة العمل المصرفي والمالي وكان من نتيجة هذه التغيرات المذهلة في اسواق التمويل الدولي ان ازدادت وتعمقت صلات الاسواق بعضها ببعض من خلال شبكات الكمبيوتر دون النظر الى الحيز الجغرافي الذي تحتله السوق، أي الغاء جغرافية المكان في نشاط الاسواق فلم يتعد مكان السوق سوى كونه عنواناً "للبريد العادي ليس الا. وهذا بالطبع يستدعي سرعة في حركة التعامل ويساعد على الابتكار في اطار عمل يعتمد على خفض التكاليف والمخاطر مع تحقيق الارباح وصار واضحاً ان امام الاسواق العربية فرصة توفرها ثورة المعلومات والاتصالات ICT لعالم الاسواق وعليها صياغة خطط التمويل في ضوء نتائجها وما تتمخض عنها من ابتكارات فنية وتكنولوجية ستدفع عمل اسواق المال الى افاق جديدة وسيكون من الصعوبة جداً" عليها خوض معترك المنافسة الدولية دون متابعة جدية لما ينفرز عن ثورة المعلومات والاتصالات من نتائج مثيرة.

لقد تمخضت العولمة المالية عن ادوات مالية جديدة منها انتشار عمليات التسديد، كما اشير الى ذلك في مكان اخر، دعمت حركة الايداع المالي في الاسواق العالمية بظهور تشكيلة متنوعة من الاوراق المالية التي تجمع بين سمات الملكية Equity وسمات الدين Debt وتضيف اليها سمات اخرى مبتكرة لتتوافق ومتطلبات كل من المدخر والمستثمر ولتصحيح عمليات الافتراض الشائعة من المصارف كعملية مؤقتة يقوم بها المستثمرون بصيغة استثنائية لحين تأمين احتياجاته من اسواق رأس^(١٣).

كما شاع انتشار الادوات المالية التي تم التعامل بها خارج الميزانية (Off Balance Sheet) ومن اهمها المشتقات التي استخدمتها المصارف كوسيلة مهمة لادارة مخاطر السوق وتقلباته لتمثل تلك المشتقات مكانة بارزة في الاسواق المالية ، وهي تضم انواعا عديدة منها^(١٤).

أ-الخيارات Options وهما :

خيارات الشراء call option

خيارات البيع put option

ب_المبادلات swaps

ج-المستقبليات futures

د-العقود الاجلة forward

اضافة الى الانواع الاخرى مثل المبادلة الاختيارية Swaption القاعدة Floor ، السقف Cap السقف والقاعدة Callar وحدث توسع في المؤسسات المالية في تقديم خدمات الوساطة التجارية Factory لتمويل التجارة الخارجية ، وتقديم خدمات التأجير التمويلي Leasing عبر الحدود كأحد اشكال التمويل اضافة بالتوسع في عمليات Forfeiting لتمويل الصادرات وخاصة صادرات المعدات الرأسمالية . وتأثراً " بما أفرزته العولمة المالية على نحو ما ذكرنا وما درجت عليه الحكومات العربية من اتخاذ سلسلة من التدابير الاصلاحية في مجال استخدام الادوات المالية الجديدة توسعت فيها بالدرجة الرئيسة المصارف التجارية ووجدت تعبيرها في:-^(١٥)

ا-تبني نظرية التنويع واصبحت فكرة المصارف الشاملة ضرورة عملية لتطوير ادائها

والخروج من نطاق التخصص الوظيفي والقطاعي والدخول في مجال خدمات سوق رأس المال بصورة موسعة.

ب- إنشاء صناديق الاستثمار وتدوير محافظ الأوراق المالية لصالح المؤسسات المصرفية ولصالح العملاء وتشجيع الاقتراض بضمان الأوراق المالية.

ج- المساهمة في إنشاء الشركات العاملة في أسواق الأوراق المالية (مثل الشركات صانعة الأسواق، شركات التمويل التأجير، شركات رأس المال المخاطر، شركات الترويج وتغطية الاكتتاب، شركات تقييم الجدارة الائتمانية، شركات السمسرة)

د- تحديث الخدمات المصرفية التقليدية وتوسيع نطاق الـ Home Banking والـ private Banking والصرف الآلي ATMS فضلاً عن ادخال نظام الحركة الفورية بين الفروع Cross Country Banking

هـ- دخول بعض المصارف في مجال المبادلات Swaps والخيارات option والبيع والشراء بشرط التسليم في المستقبل، والعقود الاجلة واتفاقيات اسعار الصرف والفائدة وغيرها من الأدوات المصرفية المشتقة. ومع كل التوجهات الجديدة في مجال التوسع في استخدام الادوات المالية الجديدة فلا زالت الاسواق العربية تعاني من نقص في الادوات المالية الحديثة الجاذبة لرؤوس الاموال الخاصة حيث سيطرة الاسهم ووسائل التمويل التقليدية الاخرى على اغلب التعاملات في اسواق المال العربية^(١٦) ومن اجل الخروج من هذه الزاوية الحرة لابد من التوجه نحو وضع استراتيجية متكاملة لتطوير عمل المصارف المستقبلية في اطار التوجهات الاساسية للانظمة العامة.

الخدمات المالية والجات GATT

ان عدم التكافؤ في القدرات التنافسية لقطاع الخدمات في الدول النامية والدول المتقدمة تحيل جوهر الصراع حول قضية تحرير الخدمات، فنظر لارتفاع المكونات التكنولوجية للخدمات في الدول الصناعية المتقدمة بات على الدول النامية ومنها الدول العربية مواجهة فقدان الميزة النسبية في احدى اهم المفاصل الحيوية للتجارة العالمية، لذلك ارادت الدول المتقدمة من سياساتها الضاغطة باتجاه الالتزام بمبادئ ومعايير الجات GATT ان تؤمن ارجحية لها في الصراع التجاري العالمي.

ومن المعلوم ان الدول العربية قليلة الخبرة في مجال عمل اسواق المال الذي تقع انشطتها في صميم اتفاقية الجات ومهامها الرئيسية وهي تنقسم الى دول لديها اسواق مالية ولكنها لم تلتزم بعد بتقديم التزامات محددة فيما يتصل بالتعامل مع اسواق المال وتشمل (الاردن، الامارات، السعودية، عمان، قطر) ودول انضمت الى الجاتس وقدمت التزامات محددة وتضم كل من (البحرين، تونس، مصر، المغرب) ولم تدرج كل من الجزائر والكويت قطاع اسواق المال ضمن جداول التزاماتها. كانت اسواق المال العربية لاتزال متواضعة لجهة تحقيق الاهداف، اذ انها صغيرة الحجم وقليلة المؤسسات الممارسة لعمليات التداول في البورصات فضلاً عن ان الاقتصادات العربية عموماً تعاني هي اصلاً من اختلالات هيكلية وتنظيمية ولم تؤدي الاصلاحات فيها الى تكوين بيئة مثمرة لعمل الاسواق، فأن الالتزام بجداول التزامات لدى الجاتس سيرتب عليها مصاعب ومخاطر كثيرة. فالدول العربية لم تضع قيوداً على مبدأ النفاذ الى الاسواق أي انها لم تضع قيوداً على تقديم الخدمات للخارج او ان تتم عمليات استهلاك في الخارج كسواء اسهم او مستندات اجنبية من قبل المواطنين او المقيمين، باستثناء المغرب التي تطلب الحصول على تصريح وفق اجراءات التداول عند اقتناء

القيم المنقولة ويعتبر هذا السماح تغيراً" في سياسة بعض الدول العربية تجاه اسواق الاوراق المالية فيها خاصة (تونس، مصر، المغرب) باعتبارها دولاً "مستقبلية لرأس المال وهي بلا شك ملزمة لتحرير المعاملات مما يفاقم عجزها المالي، خاصة اذا اقترن ذلك لسماح بتداول الاسهم والسندات الاجنبية في الاسواق المالية المحلية استنزاف الموارد المالية المحلية وتوجيهها الى الخارج.^(١٧)

كما ان موقف الدول العربية تجاه وجود المؤسسات التجارية داخل الاسواق المالية العربية متباين، ما بين دول فتحت الباب على مصراعية لهذا الوجود (مصر مثلاً) ودول جعلته مشروطاً (البحرين) واخرى سمحت به بشرط الحصول على تصريح (تونس) وهكذا ، فيما يعتبر حضور المؤسسات التجارية الاجنبية في اسواق المال العربية للدول التي تقدمت بالتزاماتها للجات مسموحاً" به وبدون شك فان لوجود هذا مضار تتمثل في احتمال استنزاف الموارد المالية المتاحة وتحويلها الى الخارج الشيء الذي يتعارض مع هدف رئيس من اهداف اقامة السوق المالية.

كما ان دمج تجارة الخدمات مع تجارة السلع واخضاعها لقواعد الجات يعني في احد وجوهه تسريع اندماج اسواق المال العربية بالاسواق المالية العالمية، وان كان هذا الاندماج يتيح فرصة افضل لجذب رؤوس الاموال الاجنبية، فأن من شأنه ايضاً" ان يؤدي الى تدفق المدخرات المحلية تجاه الاسواق المالية الاخرى، ومن ثم عدم التوازن في القدرات التنافسية لا في جانب السلع المصدرة نحو السوق العالمية ولا في جانب الكفاءة المتحققة لعمل الاسواق المالية فقد اسهم انفتاح اسواق المال العالمية بعضها على بعض في اعطاء اصحاب رؤوس الاموال في العالم قدرة تأثير كبيرة تساعد على تحريك هذه الاسواق والتأثير عليها من خلال حركة نقل رؤوس الاموال عبر الحدود الوطنية .

وهذا باعتقادنا يستلزم أن تحصل الدول العربية (خاصة وأن بعضها مانح لرأس المال) من أجل تحسين البيئة الاقتصادية والمناخ الاستثماري العام لاجتذاب كمية أكبر من التدفقات الرأسمالية ، أن تحصل على تصنيف للجدارية الاستثمارية من لدن الوكالات العالمية في سوق الاقراض العالمي ، فالتصنيف يؤثر مباشرة على كلفة التمويل بالنسبة للجهة المقترضة ويؤثر على معدل العائد بالنسبة للمستثمر ، بل أن وجود تصنيف مقبول أصبح أحد الشروط الاساسية لدخول بعض الاسواق المالية ، أذ تستخدمه بعض الدول كمعيار للموافقة على إصدار سندات في أسواق معينة ، كما يستخدمه لتحديد قانونية وقابلية الاصدارات لاندراج في الاسواق المالية الرئيسية^(١٨) في العالم لذلك يعتبر التزام الدول العربية بضرورة حماية الاستقرار المالي أمراً " مشروعاً" .

الخاتمة

ان الازدحام الرأهنة لاسواق المال العربية ليست سيئة بنحو الاطلاق كما يظن البعض قياساً الى حجم التجارة التي تدور في شرايين الاقتصادات العربية، غير انها تظل اسواقاً بعيدة عن المستوى الذي وصل اداء اسواق المال العالمية اليه من حيث سرعة الانجاز واستخدام الادوات المبتكرة او التحديث التكنولوجي، ولسنا بصدد مطالبة القائمين على ادارتها بتحقيق ماليين هي بقادرة على تحقيقه في المرحلة الحالية، غير ان رؤيتنا لمستقبل اسواق المال العربية ينبغي ان تبقى منفتحة على تجارب الدول المتقدمة، شريطة ان يتأطر الانفتاح هذا بفلسفة ومنهج اقتصادي يدخل في اعتباره ان العولمة المالية هي امر قائم

وليس ظاهرة عابرة، فما دامت افتراضات فلسفة الحرية والتحرير وهي المنظمة لمجمل الازواح الاقتصادية العالمية الراهنة، وما دام ان كل شيء يجري ضمن افتراضاتها النظرية وشروطها العلمية، فأن الالتزام بالسياسات الاقتصادية العقلانية للتنظيم الاقتصادي ومنه ما يتم على مستوى اعادة هيكلة اسواق المال العربي يستلزم الانتباه الى ما يأتي.

١- تعزيز قدرات النظام المالي العربي على المنافسة وامكانية صموده في وجه الصدمات الداخلية والخارجية واستقرار الاقتصاد الكلي من خلال اعادة النظر في صيغ بناء السياستين المالية والنقدية مما يفترض بطبيعة الحال تقوية نهج الوحدة النقدية العربية.

٢- الا يقتصر تطوير القطاعات المالية في الدول العربية سواء تلك المدرجة في قاعدة البيانات ام في خارجها مع عمليات تحرير اسعار الفائدة او ازالة القيود المفروضة على الائتمان، او محاولات اصلاح الجهاز المصرفي بل ان تطور اسواق المال العربية يتطلب تطوير نظام مالي يستجيب للصدمات الداخلية والخارجية ويشتمل على السوقين النقدية ورؤوس الاموال فضلاً عن مؤسسات الوساطة المالية غير المصرفية، وبشكل يساعد على اجتذاب المدخرات الوطنية وزيادة ثقة المتعاملين من المستثمرين في اسواق المال القائمة.

٣- تجنب التحرير التام لحركة تدفق رؤوس الاموال الاجنبية الا بما يتناسب مع مبدأ سيادة الدولة المتقدمة ومنطقة السيطرة على الادخارات الوطنية ومنع ترحيلها نحو الاسواق الخارجية، الشيء الذي ينبغي معه وضع سياسة جديدة للتعامل مع رؤوس الاموال الاجنبية تقوم على تشريعات وقوانين موحدة لكل انظمة المال العربية تجاه الرأسمال الاجنبية وتقليل التباينات الموجودة في النظرة تجاه رؤوس الاموال الاجنبية الوافدة.

٤- العمل على تطوير الاطر التشريعية والتنظيمية والرقابية بحيث لا تترك الاسواق بدون انظمة وقواعد رقابية تمنح الدولة امكانية التدخل في اللحظات المناسبة لمنع " تهاوي" السوق والاضرار بمصالح المستثمرين.

٥- زيادة درجات التنسيق الاقليمي العربي لربط الاسواق القائمة ورفع مستوى انفتاحها بعض على بعض من خلال مبدأ تشجيع الادراج المتبادل واطاحة الوساطة المالية عبر الحدود.

٦- رفع مستوى التنسيق بين مكوني النظام المالي، المصارف والاسواق ودفع المصارف نحو العمل في اطار الاسواق بدخولها مدخرة ومستثمرة في ان واحد وتبني سياسة مصرفية اقراضية متوسطة وطويلة الاجل بما يخدم عمل السوق المالية ولايفقدها ميزة هي بحاجة اليه تتمثل بوجود مصارف طبيعية على استعداد للتعامل معها وفق مبدأ الفائدة المقابلة دون ان يؤدي الى تعطيل الي عمل كل منها.

٧- ايلاء اهتمام اكبر للتحديث التكنولوجي في المصارف وفي الاسواق المالية في اطار خطة للاصلاح شاملة تتضمن كل الواجه المتصلة بعملهما.

المراجع والهوامش

١- عبد المنعم السيد على - دور الجهاز المصرفي والبنك المركزي في تنمية الاسواق المالية في البلدان العربية، مركز الامارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية - دراسات استراتيجية - العدد ١٦ - ط ١ ص ٢٩ .

*- الاسواق توجد في الاردن - البحرين - تونس - السعودية - عمان - الكويت - لبنان - مصر - الجزائر

- العراق- قطر- السودان- فلسطين- الامارات.
- ٢- ضياء مجيد الموسوي- البورصات، اسواق رأس المال وادواتها الاسهم والسندات، منشورات Editions، الجزائر، الطبعة الاولى ١٩٩٨ ص ٧.
- **- يعتبر السوق كفاء عندما تكون القيمة السوقية للسهم مساوية الى قيمته الحقيقية
- ٣- ضياء مجيد الموسوي-المصدر نفسه ص. ٩
- ٤- المصدر نفسه ص. ١٠
- ٥- للتفصيل انظر: سعيد النجار (محرر) السياسات المالية واسواق المال العربية) ابو ظبي - صندوق النقد العربي ١٩٩٤، بحث احمد ابي السرور " الاسواق المالية العربية الناشئة ، الاوضاع والآفاق، ص ١٠٤ وايضا" صندوق النقد العربي، النشرة الاقتصادية، نيسان ١٩٩٨ ص ٢٠ . والمجال لا يتسع ليراد الدراسات المتخصصة الكثيرة في هذا المجال.
- ٦- التقرير الاقتصادي العربي الموحد- ايلول ٢٠٠٠ ص ١٦٨.
- *** هذا ماتحتويه تقارير النقد العربي على الاقل.
- ٧- نصر عبد الكريم، رشيد الكخن، مفيد الظاهر، مصادر تمويل الشركات المساهمة العامة- ابحاث السياسات الاجتماعية والاقتصادية في فلسطين، طبعة اول ١٩٩٨، القدس ص ١١ .
- ****يعتمد صندوق النقد العربي في احتسابه الاسعار في تسع اسواق مالية عربية هي: الاردن، البحرين، مصر، لبنان، تونس، عمان، السعودية، الكويت، المغرب
- ٨- حول كيفية احتساب مؤشر الصندوق المركب ينظر: صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الاسواق المالية العربية ، النشرة الفصلية ١٩٩٦ ص ٦٩ وما بعدها.
- *****وهو ما درجت عليه في العادة التقارير الصادرة عن صندوق النقد العربي.
- ٩- سيتم الاعتماد على تقرير صندوق النقد العربي لعامي ٢٠٠٠ و ٢٠٠١ في عرض وقائع التطورات في اسواق المال العربية.
- *****وهي اسواق كل من الامارات وقطر والعراق والسودان وفلسطين والجزائر.
- ١٠- د. رمزي زكي، العولمة المالية، الاقتصاد السياسي لرأس المال الدولي، دارالمستقبل العربي الطبعة الاولى ١٩٩٩ ، ص ١٠٩ .
- ١١- د. سليمان المنذري ، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة ، القاهرة مكتبة مدبولي ، الطبعة الاولى ، ١٩٩٩ ص ١٣٢ .
- ١٢- المصدر نفسه ص ١٢٦ - ١٣٣ .
- ١٣- صندوق النقد العربي (تحرير) اسواق رأس المال العربية : الفرص والتحديات صندوق النقد العربي ، أبو ظبي ، ١٩٩٥ ، ص ٢٦ .
- ١٤- ضياء مجيد الموسوي - البورصات - مصدر سابق ، ص ٧٠ - ٨٠ .
- ١٥- صندوق النقد العربي(تحرير) اسواق رأس المال، مصدر سابق ص ص ٣٤-٣٥
- ١٦- المصدر نفسه ص ٣٦ .
- ١٧- المصدر نفسه ص ٧٧ .
- ١٨- تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية ١٩٩٦ ، ص ٥٤ .

