

اسم السهم	السعر	الكمية	القيمة
البنك الأهلي	12.50	1000	12500
البنك التجاري	15.00	800	12000
البنك الزراعي	10.00	1200	12000
البنك المصري	18.00	600	10800
البنك الدولي	20.00	500	10000
البنك العربي	14.00	900	12600
البنك الإسلامي	11.00	1100	12100
البنك الجديد	16.00	750	12000
البنك القديم	13.00	1000	13000
البنك الصغير	9.00	1300	11700

آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة

حسين عبد المطلب الأسرح



آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة

إعداد

حسين عبد المطلب الأسرج

ماجستير الاقتصاد-جامعة الزقازيق

دبلوم معهد التخطيط القومي

باحث اقتصادى بوزارة التجارة والصناعة المصرية

E.Mail:hossien159@yahoo.com

MOBILE:(002)(0106237534)

الآراء الواردة تعبر عن رأى الباحث ولا تعكس بالضرورة آراء المكان الذى ينتمى إليه

آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة

مقدمة

زاد الاهتمام في العديد من الدول العربية بتأسيس وتطوير أسواق الأوراق المالية ضمن سياسات الإصلاح الاقتصادي، باعتبارها آلية مناسبة لتنفيذ برامج الخصخصة، ولأهميتها في تجميع المدخرات وتوجيهها نحو القنوات الاستثمارية المختلفة في ظل نظام الاقتصاد الحر الذي تبنته معظم الدول العربية منذ منتصف السبعينيات. ورغم هذا التعدد والانتشار النسبي لأسواق الأوراق المالية العربية، وكذلك الاهتمام المتزايد بتنشيطها، إلا أن هذه الأسواق لم تكتسب بعد سمات الأسواق المتطورة والواسعة مثلما هو الأمر في الدول الصناعية الرئيسية، أو حتى مثلما هو الحال في الدول حديثة التصنيع

مشكلة البحث:

تتميز الأسواق المالية العربية بضيق نطاقها وانخفاض حجمها النسبي الذي يقاس بعدد الشركات والطلب الذي يتمثل في عدد وحجم أوامر الشراء فقد تراوح عدد الشركات في الأسواق المسجلة بقاعدة صندوق النقد العربي - باستثناء مصر - ما بين 3-161 شركة في عام 2003، وما بين 6-163 شركة خلال الفترة 1994-2003، كما تتصف أيضا بضعف سيولتها، حيث سجل معدل دوران الأسهم انخفاضا كبيرا في نهاية عام 2003 مقارنة بالعام الذي سبقه، ليصل الى 16.5% مقارنة بنحو 31.3%. في حين ان اعلى نسبة لمعدل الدوران خلال الفترة 1994-

2003 بلغت نحو **43.9%** في عام **1997**، وتبرز خطورة السمات السابقة اذا ما اقترنت بصغر متوسط حجم رأس المال السوقي وانخفاض نسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي والذي تؤكد البيانات أن هذه النسبة منخفضة للغاية في معظم الأسواق العربية باستثناء الكويت والبحرين اللتين ترتفع فيهما نسبة رسملة البورصة الى الناتج المحلي حيث وصلت الى **99.4%** في الكويت ، **91.7%** في البحرين عام **2002**. ويؤدي انخفاض الحجم النسبي للبورصات وصغر حجم رأس مالها السوقي الى زيادة فرص التقلبات غير المبررة في الأسعار، لا سيما مع ضعف الرقابة والنقص في الإفصاح المالي. كما يلاحظ أيضا انخفاض حجم التداول الى الناتج المحلي الاجمالي في معظم الأسواق باستثناء الكويت التي ترتفع فيها نسبة حجم التداول الى الناتج المحلي حيث وصلت الى نحو **62.9%** في عام **2002**. وقد وصلت هذه النسبة حوالى **16.5%** في السوق السعودي ، ونحو **7.1%** في السوق المصرى خلال عام **2002**. علاوة على ماسبق فقد أثبتت التجربة أن الربط بين البورصات العربية كان خطوه شكلية لم يترتب عليها ايجابيات أو سلبيات و لم يزد حجم التعاملات.

أهمية البحث:

يعد تطوير وانفتاح الأسواق العربية على بعضها البعض أمرا ضروريا للغاية في ظل العولمة المالية والمستجدات الاقتصادية على الصعيدين العربي والعالمي بما يؤمن تعبئة المدخرات العربية وتوظيفها في أوجه الاستثمارات المختلفة. فالاندماج في النظام العالمي الجديد ومواجهة تحديات العولمة وإزالة الحواجز أمام تجارة السلع والخدمات وخاصة المالية منها؛ يفرض على أسواقنا العربية العمل على التطوير حتى يتم التوصل الى سوق موحدة من خلال ربط البورصات العربية وإقامة سوق مالية عربية مشتركة، بالإضافة الى ضرورة تطوير البنية المؤسسية لأسواق المال العربية وإعادة هيكلتها وتذليل العقبات التي تواجهها بالتعاون العربي المشترك. وعلى

هذا فأهمية البحث تكمن فى أهمية دراسة البورصات العربية كآلية تستهدف تحقيق التكامل المالى العربى وزيادة التدفقات المالية العربية.

هدف البحث:

يهدف البحث باستخدام المنهج التحليلى القائم على استقراء البيانات وتحليلها الى مايلى:-

- استعراض بإيجاز ظروف وأوضاع الدول العربية.
- تحليل أداء الأسواق المالية العربية خلال الفترة 1994-2003 .
- إلقاء الضوء على أهم خصائص البورصات المالية العربية .
- صياغة أهم الآليات لتفعيل البورصة العربية الموحدة.

حدود البحث:

- يشمل نطاق الدراسة البورصات العربية المشاركة بقاعدة بيانات صندوق النقد العربى دون التطرق للأسواق الأخرى لصعوبة الحصول على بيانات متكاملة ومتناسقة مع هدف البحث.
- يركز البحث على تحليل اداء هذه البورصات خلال الفترة 1994-2003

الطريقة البحثية ومصادر البيانات

اتبع الباحث الطريقة الوصفية والطريقة الكمية ؛حيث تم استخدام بعض الأدوات الاحصائية كمقاييس النزعة المركزية ومعدلات النمو بالاضافة الى الأشكال والرسومات البيانية ومن خلال المنهج التحليلى القائم على استقراء البيانات وتحليلها للوصول الى النتائج تم صياغة عدد من الآليات لتفعيل البورصة العربية الموحدة.

خطة البحث:

الفصل الأول: الاطار النظرى لدراسة سوق الأوراق المالية

الفصل الثانى:توصيف أوضاع الدول العربية

الفصل الثالث: تحليل أداء البورصات العربية(1994-2003)

الفصل الرابع: خصائص البورصات العربية

الفصل الخامس:آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة

الفصل الأول

الإطار النظري لدراسة سوق الأوراق المالية

تمهيد

تعد سوق الأوراق المالية إحدى أهم الأسواق الفرعية لسوق المال ، والعمود الفقري لسوق رأس المال في ظل الاقتصاد الحر ، وتأتي أهمية سوق الأوراق المالية ، لما لها من آثار مختلفة على الأداء الاقتصادي والرفاهية الاقتصادية للمجتمع ككل . فعلمية تجميع مدخرات المجتمع وتوجيهها لشراء الأوراق المالية بكافة أنواعها تعد الوظيفة الأساسية لسوق الأوراق المالية ، ولا يخفى ما لمثل هذه الوظيفة من آثار إيجابية على الاقتصاد القومي ، فتوظيف المدخرات في شراء الأوراق المالية ما هو إلا نوع من الاستثمار ، حيث تتحول هذه المدخرات إلى رؤوس أموال وقروض لشركات ومؤسسات تمارس أنشطة اقتصادية متنوعة .

ويخصص هذا الفصل لدراسة الإطار النظري لدراسة سوق الأوراق المالية

وذلك كما يلي :-¹

أولاً : التعريف بهيكل سوق المال (*) **Financial Market**

تعتبر عملية تعبئة الموارد (المحلية منها والخارجية) من أهم التحديات التي تواجه الدول النامية ، وذلك لتمويل الاستثمارات الإنتاجية ولتحقيق معدلات مرتفعة

¹ تم صياغة هذا الفصل من:

حسين عبد المطلب الأسرج، "دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الزقازيق، كلية التجارة ببنها، قسم الاقتصاد، 2002، ص ص 1-31

حسين عبد المطلب الأسرج، توظيف المدخرات يبدأ من البورصة، ملحق البورصة المصرية، مجلة الأهرام الاقتصادي، السنة 126، العدد 1833، 23 فبراير 2004.

حسين عبد المطلب الأسرج، تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (1994-2003) مع دراسة خاصة بالبورصة المصرية، سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعي، العدد 79، الكويت، ديسمبر 2004، ص ص 11-22 (*) يفضل البعض استخدام مصطلح "سوق التمويل" وليس "سوق المال" برغم شيوع استخدام الثاني ، وذلك لأن كلمة المال تعتبر من جوامع الكلم في اللغة العربية ، فهي تعني جميع طبيقات الحياة ، بحيث يعتبر مالا كل ما يكون الثروة من نقد سائل أو عقارات أو أراضي أو قيم منقولة كالأسهم والسندات أو سلع أو عروض التجارة أو المحاصيل . وبهذا المعنى تتكون سوق المال من أسواق عديدة ، مثل سوق السلع والسوق العقارية وسوق الصرف وسوق التمويل ، وهذا الخطأ الدارج ناتج عن ترجمة كلمة **Finance** بمعنى (مال) ، في حين أنها تعني تمويل . راجع هذا الرأي عند سيد عيسى "تطوير سوق التمويل في مصر" ، بحث مقدم إلى مؤتمر الاقتصاديين المصريين الثالث عشر ، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع ، القاهرة ، نوفمبر 1988 ، ص 1 .

للنمو الاقتصادي ولهذا يعمل صانعو السياسات الاقتصادية في هذه الدول على تكوين أسواقهم المالية وإعطائها مزيد من الاهتمام ، وذلك لما لهذه الأسواق من أهمية في تعبئة المدخرات المحلية ، وجذب مزيد من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية⁽²⁾ .

ويقصد بسوق المال جميع الأجهزة والمؤسسات التي تعمل في تجميع المدخرات بكافة أشكالها وآجالها ، وإعادة استثمارها بشكل مباشر أو غير مباشر⁽³⁾ .

وسوق المال بهذا المفهوم عبارة عن قناة بين أولئك الذين يملكون فوائض مالية (المدخرون) - وهم يشكلون جانب العرض للأموال - وأولئك الذين لديهم عجز مالي (المقترضون) - وهم يشكلون جانب الطلب على الأموال - ، حيث تعمل سوق المال على انسياب الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي (أفراد - مؤسسات - شركات) ، إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي (أفراد - مؤسسات - شركات)⁴ .

وتأخذ الأسواق المالية العديد من التقسيمات ، وفقا لآجال المعاملات التي تتم فيها ، أو حسب الوسيلة المستخدمة في التعامل أو حسب المرحلة التي يتم خلالها التعامل⁽⁵⁾ . كما قد تكون أسواق المال محلية أو إقليمية أو عالمية .

(2)El- Erain,M, Financial Market Development in the Middle East, "in "Development of Financial Market in the Arab countries, Iran and Turkey"Economic Research Forum for Arab countries, Iron & Turkey, 1995, P1.

(3) صبرى أحمد أبو زيد، دور سوق المال في تنمية الاستثمارات في مصر خلال الفترة 1975-1985/1986 ، مجلة مصر لمعاصرة، العددان 411-412 ، يناير - أبريل 1988 ، ص 75 .⁴ راجع في ذلك :

- Ohlson, J.A., "The Theory of Financial Market and Information", (N.Y: Clsovier Scince Pub., Co., Inc., 1987), P 10 .

- Rose, P.S., & D.R. Fraser, "Financial Institutions", (Taxes : Business Pub., Inc., 2nd Ed., 1985), P.P 590-593.

- Rodriquez, R.M., & E.E, Conter, "International Financial Management", (N.J: Prentice Hall, Inc., 1979), P.P 582-583

(1) لمزيد من التفاصيل حول هذه التقسيمات راجع :

كمال سرور ، اثر أسواق المال على السياسات الاقتصادية في مصر ، مؤتمر الاستثمار والتمويل الأول : الخصخصة والأوراق المالية ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، 16-17 مارس 1996 ، ص 4-

5.

(2) راجع في ذلك :

وتنقسم سوق المال بصفة عامة إلى قسمين رئيسيين : (6)

أولهما : سوق النقود **Money Market** (سوق التعاملات قصيرة الأجل) ، وهى تلك السوق التى يتم فيها إصدار وتداول الأصول النقدية قصيرة الأجل ، ويتولى الجهاز المصرفى ممثلاً فى البنك المركزى والبنوك التجارية ، القيام بهذه العمليات .

وثانيهما : سوق رأس المال : **Capital Market** وهى تلك السوق التى يتم فيها إصدار وتداول الأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل . وهذه السوق تنقسم بدورها إلى قسمين رئيسيين هى :-

أسواق رأس المال غير المالية : **Non Capital securities Market** وتشتمل هذه السوق على الأجهزة التى تقوم بعمليات الإقراض والاقتراض متوسط وطويل الأجل .

ب- سوق الأوراق المالية : **Securities Market** ويتعلق الاستثمار فى هذه السوق بتوظيف الأموال فى شراء الأوراق المالية سواء كانت أسهماً أو سندات ، وتنقسم بدورها إلى سوقين ، إحدهما تختص بإصدار الأوراق المالية وتسمى سوق الإصدار ، والأخرى تختص بتداول الأوراق المالية وتسمى سوق التداول .

ثانياً : التعريف بسوق الأوراق المالية :

تعد سوق الأوراق المالية إحدى أهم آليات تجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها فى المشروعات الاستثمارية حيث تلعب هذه السوق دوراً أساسياً فى تطوير وتنظيم أساليب التمويل للمشروعات ، وتوفير هذا التمويل بالأحجام المطلوبة والمناسبة وذلك من خلال اقتناء الأفراد والشركات لما يصدر فى هذه السوق من أسهم وسندات . ويعتبر نمو هذه السوق مطلباً أساسياً للتنمية الاقتصادية لأى دولة ،

- Steven R.A., Fundamental of Finance, (N. Y : Mc Grow – Hill – Inc., 1980) , P59.

- Rose, P.S., & D.R. Fraser, Financial institutions; Opcit” , pp 81 – 82 .

وخاصة تلك الدول التي تتبنى برامجاً لخصخصة العديد من شركات القطاع العام ،
ويتراجع فيها الدور المهيمن للدولة في الحياة الاقتصادية⁽⁷⁾.

وتعرف سوق الأوراق المالية بأنها السوق التي تتعامل في الاستثمار المالي
المتعلق بالأوراق المالية (الأسهم والسندات) سواء عند إصدارها لأول مرة أو عند
تداولها بعد ذلك.

وبهذا المعنى تنقسم هذه السوق إلى شقين رئيسيين هما⁽⁸⁾ :

أ- سوق الإصدار (السوق الأولية).

ب- سوق التداول (السوق الثانوية).

وفيما يلي يتم تناول كل من هاتين السوقين بشيء من الإيجاز :

1- سوق الإصدار (السوق الأولية) *Primary Market*

سوق الإصدار أو السوق الأولية هي تلك السوق التي يتم من خلالها بيع
الأوراق المالية المصدرة لأول مرة عن طريق الاكتتاب العام^(*) في الأوراق المالية
سواء كانت أسهماً أو سندات ، وقد يتعلق الاكتتاب بالأسهم الممثلة لرأس المال الشركة
عند التأسيس أو عند زيادة رأسمالها بعد التأسيس ، كما قد يتعلق بالسندات عند

(3) **Azzam, H., "Gulf Capital Market: Development Prospects and Constraints
" ,In Development of Finance Market in Arab countries Iran and Turkey , Opcit ,
p181**

(4) راجع في ذلك :

- عاطف النقل ، الخصخصة وسوق الأوراق المالية في مصر ، كتاب الأهرام الاقتصادي ، العدد
(78) أغسطس 1994 ، ص ص 19 - 21 .

- بنك مصر ، سوق الأوراق المالية في مصر : المشاكل والسمات الخاصة بالسوق المالية الناشئة
(1996-1990) ، أوراق بنك مصر البحثية ، العدد (1) ، 1997 ، ص ص 17-18 .

(*) يتم إعلان المستثمرين الحاليين والمرتبين بالإصدارات الجديدة من خلال نشرة الاكتتاب ، وتشمل ملخصاً
لأهم الحقائق المتعلقة بالجهة المصدرة والأوراق المالية المطروحة للاكتتاب ، كما أنها تشمل كافة الحقائق التي
يعتمد عليها المستثمر في تقييم الأوراق المالية المصدرة وقد يتم الإعلان بصورة مباشرة للمستثمرين الحاليين ،
أو بطريقة غير مباشرة من خلال الصحف والمجلات المتخصصة. راجع في ذلك:- أحمد أسعد عبد اللطيف ،
بورصة الأوراق المالية ، مركز التعليم المفتوح ، جامعة القاهرة ، 1994 ، ص 6.

إصدارها سواء كانت صادرة عن شركة أو من شخص من الشخصيات الاعتبارية العامة التي يحق لها الإصدار⁽⁹⁾.

والسوق الأولية تصنعها مؤسسات مالية متخصصة تقوم بالاكتتاب فى الإصدارات الجديدة للأوراق المالية ، ثم تقوم ببيعها للجمهور مرة أخرى لتحقيق أرباحاً من الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء ، وعادة ما يطلق على هذه المؤسسات (بنوك الاستثمار) ، وفى الدول التى تتسم أسواقها بالصغر ، قد تتولى بعض البنوك التجارية هذه المهمة والسوق الأولية النشطة تساهم فى تمويل عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية ، وذلك من خلال دفعها بالمستثمرين إلى التخلي تدريجياً عن استثمار أموالهم فى المضاربات العقارية أو الاستخدامات السائلة ، ومن خلال مساعدتها فى زيادة وتشجيع الادخار ، وما يستتبع ذلك من دفع سريع لعملية التنمية الاقتصادية، وبالتالي خلق فرص استثمارية جديدة يتيحها الاقتصاد القومى للمستثمرين كلما قطع شوطاً فى مراحل التنمية.

وتتبع أهمية السوق الأولية النشطة والمستقرة من كونها تعمل على جذب المدخرات سواء بطريقة مباشرة (من خلال شراء الأوراق المالية ، أى الاكتتاب فى أسهم الشركات)، أو بطريقة غير مباشرة (من خلال البنوك وشركات التأمين التى تستثمر جزءاً من أموالها- الودائع وبوالص التأمين - فى شراء الأوراق المالية)⁽¹⁰⁾.

كما أن السوق الأولية تتيح فرصاً متعددة للمدخرين لاستثمار مدخراتهم فى أشكال متعددة من الأوراق المالية ، والتى تمثل بدورها أشكالاً مختلفة من الأنشطة الاقتصادية ، ومن ناحية أخرى ، فهى تتيح للمستثمرين ومنشآت الأعمال فرصاً

(1) راجع فى ذلك :-

- عاطف النقلي ، الخصخصة وسوق الأوراق المالية فى مصر ، مرجع سبق ذكره ، ص 20 .
- مصطفى رشدى شبيخ ، زينب حسن عوض الله ، النقود والبنوك والبورصات ، (الإسكندرية : دار المعرفة الجامعية ، 1992) ، ص 456.

(2) صبرى أحمد أبو زيد ، دور سوق المال فى تمويل الاستثمارات ... ، مرجع سابق ، ص 90 .

للحصول على الأموال اللازمة للتوسع والنمو ، وهو ما ينعكس أثره الإيجابي على الدخل القومي وعلى مستوى المعيشة في الدول المعنية⁽¹¹⁾ .

2- سوق التداول (السوق الثانوية) *Secondary Market*

سوق التداول أو السوق الثانوية تعبر عن المكان الذي تتم فيه جميع المعاملات المالية بيعاً وشراءً ، والتي يترتب عليها نقل ملكية الأوراق المالية طويلة الأجل من الأسهم والسندات السابق إصدارها من بائع لمشتري ، طبقاً لسعر السوق السائد للورقة المالية وقت البيع والشراء ، سواء تمت هذه المعاملات من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة⁽¹²⁾ .

وللسوق الثانوية أهمية بالغة للاقتصاد القومي ، فعملية شراء وبيع الأوراق المالية ليست استثمارات مالية فقط كما يتراءى للبعض – ولكنها استثمارات اقتصادية أيضاً فالمدخر (المستثمر) عندما يشتري الأوراق المالية من البورصة ، فهو يعمل على تحرير سيولة تصبح متاحة للاستثمار في فرص أخرى داخل الاقتصاد القومي ، وبغض النظر عن طريقة استخدام هذه السيولة الجديدة ، فإنها ستقلل تكلفة الفرصة (أو الخسارة) البديلة حال استعمالها لتمويل استثمار جديد ، وستؤدي إلى زيادة المنفعة في حال استعمالها لتمويل إنفاق استثماري⁽¹³⁾ .

وتتبع أهمية السوق الثانوية من أنها تعمل على تحويل الأوراق المالية أو بيعها خلال آجالها المحددة ، مما يجعل المستثمر (المدخر) مطمئناً إلى أنه يستطيع الحصول على السيولة (النقود) اللازمة له في أي وقت يريده⁽¹⁴⁾ .

⁽³⁾ French, D., Security And Portfolio Analysis: Concepts and Management, (O.H: MerrillPub, 1989), pp. 16-17.

(4) محمد عثمان إسماعيل حميد ، أسواق المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال ، (القاهرة : دار النهضة العربية ، 1993) ، ص 52 .

(1) صبرى أبو زيد ، دور سوق المال في تنمية الاستثمارات في مصر .. ، مرجع سابق ، ص 96 .

⁽²⁾ Rutterford, J., Introduction to Stock Exchange Investment , (London: Mc MmillanPress,1983), PP 21-23.

والأسواق الثانوية إما منظمة يحكم التعامل فيها قوانين وإجراءات رسمية ،
ويقتصر التعامل فيها على الأوراق المالية المسجلة لديها ، أو أسواق غير منظمة
يقوم بإدارتها مجموعة من الوسطاء يتبادلون المعلومات فيما بينهم ، ويحددون
الأسعار وفقا لحجم العرض والطلب (15). وفيما يلي يتم تناول كل من هاتين السوقين
بشيء من الإيجاز:-

أ- السوق المالية المنظمة " بورصة الأوراق المالية " Organized Market : "Stock Exchange"

السوق المنظمة أو ما يطلق عليها بورصة(*) الأوراق المالية ، ما هي إلا سوق
منظمة لتداول الأوراق المالية بواسطة أشخاص مؤهلين ومتخصصين جدا فى هذا
النوع من النشاط ، وهذه التعاملات تجرى فى مكان محدد وهو "البورصة" ، وفى
أوقات محددة ، ويحكم المتعاملين فيها تشريعات ولوائح معينة ، وتقوم على إدارتها
هيئة تتولى الإشراف على التنفيذ واللوائح والتشريعات (4) .

(15) صبرى حسن نوفل ، الاستثمار فى الأوراق المالية : مقدمة للتحليل الفنى والأساسى ، كتاب الأهرام
الاقتصادى ، العدد (100) ، مايو 1996 ، ص 81 .

(*) اشتقت كلمة بورصة من أسم شخص يدعى (فان دى بورص) من مدينة براج ببلجيكا ، كان يعيش فى القرن
السادس عشر ؛ ويمكن التفرقة بين نوعين من البورصات : الأول : هو بورصة الأوراق المالية ، والثانى : هو
بورصة التجارة ، ويقتصر التعامل فيها على المنتجات الزراعية والصناعية ، راجع : سامى عفيفى حاتم ،
التجارة الخارجية بين التنظيم والتنظيم ، (القاهرة : الدار المصرية اللبنانية ، الكتاب الثانى ، ط 2 ، 1993) ،
ص 232 .

(4) Francis . J. C., Investment : Analysis and Management , Opcit, P.P 41-44.

(5) لمزيد من التفاصيل حول هذه الوظائف ، راجع :
- نشأت عبد العزيز معوض ، بورصات الأوراق المالية ، كتاب الأهرام الاقتصادى ، العدد (72) ، فبراير
1994

ص 11 .
- مصطفى رشدى شيهه ، زينب حسن عوض الله ، النقود والبنوك والبورصات ، مرجع سابق ، ص ص 467 -
496 .

- محسن أحمد الخضيرى ، كيف تتعلم البورصة فى 24 ساعة ، (القاهرة : ايتراك للنشر والتوزيع ، بدون سنة
نشر) ، ص ص 11-12 .
- محمد عثمان حميد ، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ... ، مرجع سابق ، ص ص 55-56 .

وتؤدى البورصة عديداً من الوظائف الرئيسية للاقتصاد القومى، ولعل أهمها ، تأمين السيولة وتجميع المدخرات للإسهام فى عملية الاستثمار والتنمية ، وتلبية احتياجات الدولة المالية اللازمة للقيام بأعبائها المتزايدة ، لتمويل أهداف التنمية، عن طريق إصدار السندات طويلة الأجل والأذونات قصيرة الأجل " أذون الخزانة"⁽¹⁷⁾ .

ب - السوق المالية غير المنظمة **Unorganized Market**

يطلق اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التى تجرى خارج البورصات، والتى يطلق عليها المعاملات على المنضدة (**Over the Counter**) التى تتولاها بيوت السمسرة. ويتم التعامل فى هذه السوق على الأوراق المالية غير المسجلة فى السوق الرسمية ، ولا يوجد مكان محدد لإجراء مثل هذه المعاملات ، ولكن تتم من خلال شبكة اتصال قوية (خطوط تليفونية – أطراف الحاسب الآلى – وغيرها من الوسائل السريعة للاتصال) ، تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين . ويتم من خلال هذه الشبكة اختيار أفضل الأسعار والتعامل على أساسها.

وبناء على ذلك يمكن القول بأن الأسواق غير المنظمة ماهى إلا أطراف لإجراء المعاملات أكثر من كونها مكانا لإجراء تلك المعاملات¹⁸.

3- العلاقة التبادلية بين سوقى الإصدار والتداول : _

هناك علاقة تبادلية تربط بين سوق الإصدار وسوق التداول ، فإذا ما توافرت لسوق التداول السهولة فى التعامل ، والاقتصاد فى النفقات ، وسرعة تحويل الأوراق إلى نقد سائل ، فإن ذلك يعمل على زيادة كفاءة سوق الإصدار ، عن طريق القيام

¹⁸ لمزيد من التفاصيل حول الأسواق غير المنظمة ، راجع :

- French, D., Security And Portfolio Analysis : Concepts and Management , OpCit, pp 45-54.

- Francis, J.C., Investments : Analysis and Management , Opcit, p.p 46-55.

بإصدارات جديدة تؤدي إلى زيادة الاستثمارات وما يستتبع ذلك من دفع عجلة التنمية.

من جهة أخرى ، فإن الإقبال على تأسيس الشركات المساهمة والاكنتاب في أسهمها (سوق الإصدار) ، يتيح الفرصة أمام المزيد من تدفق الأوراق المالية إلى البورصة (سوق التداول) ، على نحو يؤدي إلى تنشيطها ، ومن ثم إلى تحقيق قدر كبير من السيولة للأوراق المالية المقيدة فيها، وإلى سعر عادل لها في ضوء تقييمها حسب ظروف العرض والطلب. مما سبق يتضح أن كلا من شقى سوق الأوراق المالية (سوق الإصدار وسوق التداول) يؤثر كل منهما في الآخر¹⁹

ثالثاً : شروط قيام سوق الأوراق المالية:

لا تنشأ سوق الأوراق المالية لمجرد الرغبة في ذلك، ولا بصدور قرارات من السلطات المختصة ، ولكن يتطلب ذلك توافر مجموعة من الشروط الأساسية ، منها:-²⁰

1-تبنى فلسفة اقتصادية ليبرالية قائمة على الثقة في قدرات قوى السوق على تحريك النشاط الاقتصادي ، في ظل اعتبارات الكفاءة الاقتصادية والسلوك الرشيد لكل من الأفراد والهيئات القائمة بالنشاط الاقتصادي ،وتأتى أهمية تبنى هذه الفلسفة في إطار الحاجة لأن يلعب رأس المال الخاص دوره الريادى فى تجميع المدخرات الخاصة وإعادة تخصيصها على وجوه النشاط الاقتصادي التى تحقق أعلى معدل ممكن للعائد فى ظل أدنى مستوى ممكن من المخاطر التى يتعرض لها الحائز للثروة.

¹⁹ السيد الطيبي ، " أهمية تطوير سوق الأوراق المالية لزيادة مشاركة القطاع الخاص فى خطة التنمية" ، المؤتمر العلمى السنوى الثالث عشر للاقتصاديين المصريين ، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسى والاحصاء والتشريع ، القاهرة ، 1989،ص 9 .

²⁰ مصطفى رشدى شبحه، زينب حسن عوض الله، النقود والبنوك والبورصات، مرجع سابق، ص 455 .

2- ضرورة وجود حجم كاف من المدخرات - بشقيها الوطنى والأجنبى -
المعروضة للاستثمار من خلال السوق يقابله وجود طلب كاف على المدخرات
المعروضة.

3- وجود طاقة استيعابية مقبولة ومعقولة وقادرة على استيعاب رأس المال المعروض
، تتمثل فى توافر المشروعات ذات الجدوى الاقتصادية والربحية المجزية.

4- وجود الأطر التشريعية والتنظيمية الفعالة ذات المرونة والقدرة على التكيف
المستمر مع المتغيرات الاقتصادية القومية والدولية، فتوافر هذه التشريعات
والتنظيمات يساعد كثيراً فى تسهيل المعاملات وتحريك رؤوس الأموال من
ناحية ، وفى الوقت نفسه توافر الحماية والأمان لكافة أطراف التعامل فى السوق
المالية من ناحية أخرى.

5- توافر المؤسسات المصرفية والمالية الفعالة والمتنوعة حتى تؤدى دورها
المطلوب فى تجميع المدخرات الوطنية والأجنبية من ناحية . واستخدام وتوليد
الفرص الاستثمارية وتجهيزها فى شكل مشروعات استثمارية والترويج لها من
ناحية أخرى. فلا شك فى أن هذه المؤسسات تلعب دوراً هاماً فى عملية التوسط
بين المدخرين والمنظمين لإيجاد التلاقى المطلوب بين عرض المدخرات
والطلب عليها ، وعرض فرص الاستثمار والطلب عليها.

6- تنوع الأدوات المالية ذات المزايا المختلفة التى تضمن للسوق توسيعاً وفعالية
وتتيح الفرص أمام كافة المتعاملين . فالأساليب الفنية الحديثة فى الإصدار
تميل إلى صياغة الأوراق المالية بشكل تصبح معه هذه الأوراق فى متناول
المدخر الصغير ، الأمر الذى يمكن معه تعبئة موارد مالية كثيرة نتيجة
اتساع قاعدة المشاركين أياً كانت مقدرتهم المالية.

7-وتكتمل هذه المقومات بربط سوق الأوراق المالية محليا وإقليمياً ودولياً عن طريق وسائل الاتصال بمختلف أنواعها والأخذ بما يستحدث في هذا المجال²¹

رابعاً: أهم العوامل المؤثرة على كيفية عمل سوق الأوراق المالية.
يمكن أن نحدد أهم العوامل المؤثرة على كيفية عمل سوق الأوراق المالية إلى مجموعتين 22 :-

الأولى : عوامل أساسية ، وهى تنشأ خارج السوق ، وتعكسها مقدما أو تتعكس عليها مؤخرا وهى أساسية لأنها تتعلق بتطورات اقتصادية أو أساسية ترتبط بتركيب الاقتصاد القومى ومستويات نشاطه ، وهى خارجة لأنها لا تنشأ داخل السوق ، وإنما قد تتوقعها السوق فتؤثر على سلوكها وتؤثر هذه المجموعة من العوامل الأساسية على أسعار الأوراق المالية فى الأجل القصير على الأقل ، طبقا لتفسير المتعاملين بها ، وتأثر سلوكهم بهذا التفسير . والثانية : عوامل فنية ، وهى تنشأ داخل السوق ، وتتعلق بطبيعة عملياته والطرانق التى يستخدمها المتعاملون فى مجال تخطيطهم للعمليات المالية التى يهتمون بها . ويلجأ الاقتصاديون عادة فى تفسيرهم للتقلبات التى تحدث فى السوق ومن داخلها إلى هذه المجموعة من العوامل الفنية التى غالبا ما يعززون إليها ما يسمونه بالتقلبات العرضية وتتأثر أسعار الأوراق المالية للمشروعات المقيدة فى سوق الأوراق المالية بالإضافة إلى مدى سلامة المركز المالى والاقتصادى لهذه المشروعات بمجموعة من المتغيرات الاقتصادية ، كما تتأثر بمستوى النشاط الاقتصادى فى المجتمع وتؤثر فيه بدورها. وفيما يلى يتم تناول بعضا من هذه المتغيرات 23 :-

²¹ راجع فى ذلك :-

البنك المركزى المصرى ، دراسة عن تطوير أسواق راس المال العربية ، مؤتمر : آفاق الاستثمار فى الوطن العربى ، القاهرة ، 2/29 - 1992/3/3.

²² السيد الطيبى ، أهمية تطوير سوق الأوراق المالية لزيادة مشاركة القطاع الخاص فى خطة التنمية ، مرجع سابق، ص ص 5-6 .

²³ حسين عبد المطلب الأسرج، دور سوق الأوراق المالية فى تنمية الادخار فى مصر، رسالة ماجستير، قسم الاقتصاد، كلية التجارة ببنها، جامعة الزقازيق، 2002، ص ص 14-18

1- السياسة المالية : Fiscal Policy

يقصد بالسياسة المالية وسائل تمويل الإنفاق الحكومى وإذا أخذنا أحد متغيرات السياسة المالية وهو الضرائب على سبيل المثال والذي يعد أحد مصادر الإيرادات الرئيسية فى غالبية الدول واللازمة لتمويل الإنفاق العام ، فإذا ما لجأ واضعوا السياسات إلى تخفيض معدلات الضرائب على دخول منشآت العمال والتوسع فى منح الإعفاءات الضريبية كنوع من حوافز الاستثمار ، وذلك بهدف تشجيع الاستثمار ومن ثم زيادة حجم الانتاج، فسوف تكون محصلة كل ذلك هو زيادة حجم الأرباح المحققة بواسطة منشآت الأعمال، مما سينعكس بالضرورة على أسعار أسهمها فى السوق بالارتفاع، والعكس صحيح فى حالة رفع معدلات الضريبة، حيث سينعكس ذلك بالسلب على أسعار أسهم المنشآت فى السوق. وأيضاً إذا لجأت الحكومة إلى التمويل التضخمى لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة فإن ذلك يؤدى إلى انخفاض حجم الأرباح

2- السياسة النقدية : Monetary Policy

يقصد بالسياسة النقدية مدى السيطرة التى تمارسها الحكومة على المعروض من النقود والذي يتمثل فى رصيد الودائع الجارية والودائع لأجل لدى البنوك التجارية، إضافة إلى النقدية المحتفظ بها لدى الجمهور. وتؤكد عدد من الدراسات على وجود علاقة بين السياسات النقدية وبين مستوى أسعار الأسهم فى أسواق رأس المال. فإذا أخذنا أحد متغيرات السياسة النقدية وهو عرض النقود على سبيل المثال نجد أن زيادة عرض النقود سوف ينعكس على أسعار الفائدة فى السوق بالانخفاض، ومن شأن ذلك تشجيع الاستثمار وما لذلك من تأثيرات على متغيرات كلية أخرى داخل الاقتصاد مثل رفع معدلات الناتج وانخفاض معدلات البطالة، ومن المؤكد أن يؤثر ذلك إيجابياً على دخول منشآت الأعمال وعلى

مستويات الأرباح المحققة وهو ما سينعكس بالضرورة على أسعار أسهمها بالارتفاع. وفي الوقت نفسه يمكن أن يكون لزيادة عرض النقود آثاره السالبة على أسعار الأسهم، حيث من المتوقع أن يؤدي زيادة عرض النقود إلى ارتفاع معدل التضخم ومن ثم ارتفاع معدل العائد المرغوب على الاستثمار من جانب المستثمر، ومضمون ذلك هو انخفاض القيمة التي يدفعها المستثمر في الأسهم على سبيل المثال. وقد يدفع ذلك الوضع واضعياً السياسات إلى تخفيض حجم المعروض من النقود.

3- سعر الصرف : Exchange Rate

تعتبر قيمة العملة التي يدفعها المشتري لورقة مالية أو يتقاضاها عن بيعها أو عندما يحصل على عائدها، لها أثر هام على وضع السوق والتي تظهر في أكثر من صورة. فانخفاض قيمة العملة يتوقف على أثره على طبيعة الأصل المال، إذ يتحول حاملوا الأصول المالية ذات الدخل الثابت والتي يتم دفع كوبوناتها بالعملة المنخفضة عنها، وعلى العكس يؤدي انخفاض قيمة العملة إلى شراء الأوراق المالية التي تدر عائداً بعملة ذات قيمة مرتفعة في مقابل العملة الوطنية المنخفضة. وبالنسبة للسندات التي يتم تقييمها وهي سندات ذات العائد بالعملة الوطنية فسوف يزداد عائدها، وتمثل قيمة استردادها إغراءاً بالنسبة لمالها. كذلك بالنسبة للأوراق المالية ذات العائد المتغير. وباختصار فإن معدل العائد المتوقع لأي أصل من الأصول المالية يتكون من ثلاثة أجزاء هي إيرادات العوائد، الكسب أو الخسارة الرأسمالية المتوقعة نتيجة ارتفاع أو انخفاض السعر السوقي للأصل المالي، وأخيراً الكسب أو الخسارة الرأسمالية المتوقعة نتيجة للتغير في سعر الصرف. ويمكن حساب الكسب أو الخسارة الرأسمالية بالفرق بين القيمة السمية للصك والسعر المدفوع. فإذا كان هناك فرصة فإنه سيبيع الصك قبل حلول تاريخ استحقاقه، وبالتالي يمكن فقط تقدير الكسب أو الخسارة الرأسمالية التي سيتحملها.

وبما أنه لا يُعرف مقدما ما سيكون عليه سعر الصرف خلال فترة الاحتفاظ بالأصل، فإنه يمكن التخمين فقط عند ذلك.

4- التضخم : Inflation

التضخم لا يعنى فى حقيقته انخفاضاً فى القوة الشرائية للنقود حتى ولو أن هذا يتحقق فعلاً، بقدر ما يعنى فى الواقع انخفاضاً فى القدرة الشرائية لحائزى النقود بدرجات متفاوتة. فليست القوة الشرائية للنقود فى حد ذاتها المتغير الهام الذى يتأثر بالتضخم، وإنما القدرة الشرائية للأشخاص (الوحدات) الاقتصادية حائزة النقود وهى التى تتأثر حقيقةً وفعلاً بالتضخم. ويمكن القول بأن زيادة الأسعار عموماً (التضخم) غير ملائمة لارتفاع الأسعار فى البورصة، بمعنى أن قيم الأوراق المالية لا يمكن اعتبارها فى جميع الحالات قيم حمائية أو هروبية آمنة من الآثار التضخمية. وقد يبدووا للوهلة الأولى أن الأسهم باعتبارها أصولاً حقيقية، حيث يتم تقويمها بالنقود الجارية لابد وأن تستفيد من ارتفاع الأسعار وهو ما يحميها ضد خطر الاستهلاك والتناقص فى القيمة، وهى ميزة نظرية للأسهم بالمقارنة بالسندات ذات العائد الثابت.

فالمعلومات عن ارتفاع غير متوقع فى معدل التضخم من شأنها أن تؤثر عكسياً على أسعار الأسهم وذلك لما قد يثار من مخاوف حول إمكانيات مزيد من الارتفاع لذلك المعدل وهو ما يعنى ارتفاع معدل العائد المطلوب وانخفاض فى القيمة السوقية للأسهم، ومن جانب آخر قد يزيد حجم الوعاء الضريبي على أرباح صورية، الأمر الذى يؤدي إلى انخفاض القيمة الحقيقية لأرباح المنشآت وبالتالي انخفاض القيمة السوقية لأسهمها بالتبعية. كما قد يصاحب ذلك زيادة طلب المنشآت لمزيد من الموارد المالية مما يسبب ارتفاع معدل الفوائد وانخفاض القيمة السوقية للأسهم بالتبعية.

Interest Rate

5- سعر الفائدة :

لما كانت الأوراق المالية تمثل أصولاً مالية، فمن الطبيعي أن تقييمها في لحظة محددة يتوقف على سعر الفائدة السائد في السوق في نفس اللحظة والذي هو ثمن النقود. وكلما كان سعر الفائدة مرتفعاً مع بقاء الأشياء الأخرى على حالها كلما أدى ذلك إلى انهيار الأسعار بالبورصة وذلك باعتبارها عنصر هام في نفقة المشروعات من ناحية وأيضاً له أثر هام على المنافسة بين الأنواع الأخرى للتوظيفات التي يمكن أن يتجه إليها المستثمر، حيث يقوم المدخرون الراغبون في توظيف أموالهم بالمقارنة بين العديد من أشكال التوظيفات ذات العائد الثابت والمنخفض المعروف مقدماً دون تحمل أية مخاطر وبين تحمل مخاطر والحصول على عوائد مرتفعة ومتغيرة. وأياً كان الأمر، فإن أي إصلاح جوهري يرتبط بتوفير عائد موجب على تلك المدخرات التي يتم توظيفها. وهذا التنافس الحديث للسندات في سوق الأوراق المالية أصبح موضوعاً جوهرياً وأساسياً، فردود أفعال السوق تتبع بحذر تطور أسعار الفائدة، غير أنه في هذا المجال فإن انخفاض أسعار الفائدة يعتبر عاملاً هاماً في نفس الوقت للأسهم والسندات وإن كان هذا الأثر آلياً بالنسبة للسندات وأيضاً يمكن حسابه، أما بالنسبة للأسهم فالأثر يكون نفسياً ويتوقف على آراء حامليها وعلى مستوى الأسعار السائد في البورصة²⁴

National Income

6- حجم الإنتاج القومي :

إن تأثير التقارير عن حجم الإنتاج القومي قد يكون لها أثر إيجابي أو أثر سلبي على أسعار الأسهم، فالإعلان عن زيادة غير متوقعة في النشاط الاقتصادي الحقيقي يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل مما يزيد من حركة التعامل على

²⁴ مصطفى رشدي شريحة، زينب عوض الله، النقود والبنوك والبورصات، مرجع سابق، ص 510-513 .

الأسهم، ويؤدي بالتالى إلى ارتفاع أسعارها. وقد تبدو العلاقة أو الارتباط بين مستوى البورصة ومستوى النشاط الاقتصادى واضحة من خلال نتائج المشروعات فتعكس الظروف المتعلقة بكل مشروع مستوى النشاط والذى يترجم ربحية المشروعات، فى حين تعكس الأسعار المعلنة فى البورصة درجة ثقة المتعاملين، وتدرج القدرة المالية للمشروعات المقيدة. وعلى العكس من ذلك فإن المعلومات عن زيادة غير متوقعة فى الإنتاج القومى قد تلقى بظلال من التشاؤم بشأن المستقبل يحدث ذلك إذا ساد الاعتقاد بأن تلك الزيادة من شأنها أن تؤدى إلى زيادة النمو فى المعروض من النقود بشكل يتوقع أن يسفر عن إحداث تضخم، وكما سبقت الإشارة يترتب على التضخم زيادة فى سعر الفائدة التى ينجم عنها انخفاض أسعار الأسهم فى السوق، وذلك من جراء الزيادة المحتملة فى معدل العائد المطلوب على الاستثمار.

خامساً: شروط اقبال المدخرين على توظيف مدخراتهم فى سوق الأوراق المالية: وحتى يقبل المدخر فكرة توظيف مدخراته فى سوق الأوراق المالية ، فإنه يلزم أن تساهم هذه السوق فى تحقيق أهدافه من ناحية ، وأن تتوفر فيها مجموعة من الشروط من ناحية أخرى ، كما يلي 25: _

1- الشروط التى تتعلق بأهداف المدخرين :

يقبل المدخرون على توظيف أموالهم فى الأوراق المالية لتحقيق أحد هدفين ، فهناك من يقبلون على شراء الأوراق المالية بقصد حيازتها مؤقتاً لفترة تطول أو تقصر ، إلى أن يرتفع ثمنها فيقومون ببيعها ، وبذلك يحققون أرباحاً تنجم عن الفرق بين ثمن الشراء و ثمن البيع ، وعلى ذلك فإن الأوراق المالية عند هؤلاء تكون سريعة الدوران.

25 حسين عبد المطلب الأسرج، دور سوق الأوراق المالية فى تنمية الادخار فى مصر، رسالة ماجستير، قسم الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، 2002، ص ص 27-29

وعلى خلاف ذلك ، قد يقوم البعض بشراء الأوراق المالية بنية الاحتفاظ بها وتوظيف أمواله فيها لكي يحصل على عائد منها هو قيمة كوبونات الأسهم وأرباح السندات ، فتدر عليه دخلاً منتظماً هو عائد الاستثمار²⁶

2 - الشروط التي تتعلق بسوق الأوراق المالية :

هناك مجموعة من الشروط التي يجب توافرها في سوق الأوراق المالية لكي يقبل المدخرون توظيف أموالهم بها ، وأهم هذه الشروط مايلي:27

أ - الأمان :

ويقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي قد تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق ، ومن أمثلة ذلك ، تلك المخاطر الناجمة عن الغش والتدليس وغيرها من الممارسات غير الأخلاقية التي يعمد إليها بعض الأطراف ، بالإضافة إلى مخاطر إفلاس السماسرة والذي يحتفظ لديهم عملاؤهم بالأوراق المالية الخاصة بهم.

ومن جانب آخر يجب أن تتوافر للورقة المالية أو الصك قدر من الأمان ، أي ضمان الحصول على عائد الورقة المالية بطريقة منتظمة ، وبحيث يكون هذا العائد أو انعدامه ، أمراً ثانوياً ، فضلاً عن الاطمئنان إلى ثبات قيمة الورقة على الأقل ، وضمن استرداد قيمتها .

ب-العدالة والمساواة :

حتى يستطيع المدخرون اتخاذ القرارات المناسبة عند توظيف أموالهم ، فإنه يلزم أن تتيح السوق لجميع المتعاملين فرصاً متساوية للتعامل ، وذلك سواء من حيث

²⁶ صبرى حسن نوفل ، مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية من وجهة نظر المستثمر وشركات السمسرة ، مؤتمر : مستقبل الاستثمار في سوق الأوراق المالية ، القاهرة ، 2-3 مارس 1999 ، ص ص 3-4 .

²⁷ شعبان يوسف مبارز ، استخدام المؤشرات والنسب المالية والمحاسبية في تقييم أداء أسواق الأوراق المالية ، مع التطبيق على سوق مسقط للأوراق المالية ، مجلة الدراسات المالية والتجارية ، كلية التجارة ببني سويف ، جامعة القاهرة ، السنة (5) ، العدد (1) ، يناير 1995 ، ص ص 244-247.

الوقت أو من حيث إتاحة المعلومات ، وهو المقصود بعدالة السوق. أما عن المساواة ، فيجب أن تكون متوافرة لكل المتعاملين فى البورصة بحيث تمكنهم من الحصول على بيانات معينة عن الشركات التى ألزمها القانون بنشرها ، فالمساواة هنا يفترض لتحقيقها ضمان قدر من الشفافية ، بحيث يكون المتعاملون على علم بحقيقة الصكوك التى يتعاملون فيها.

ج - السيولة :

ينبغى أن يكون هدف السيولة واضحاً فى السوق ، بما يضمن الوفاء باحتياجات المستثمر إلى أموال سائلة . ويقصد بالسيولة ، إمكانية التخلص من الورقة المالية بسرعة ودون خسائر على الإطلاق ، فصاحب الصك يجب أن يكون فى مقدوره - فى أية لحظة - أن يستبدل الصك بالنقود ، إذا ما طرأ ما يجعله راعباً فى ذلك. والسيولة على النحو المتقدم تتفادى خطر تجميد المدخرات الذى يمكن أن يعوق وضع وتسخير المدخرات فى خدمة الاقتصاد.

د - المنافسة :

حتى يتسنى لسوق الأوراق المالية أن تساهم بفاعلية فى تنمية المدخرات ، يجب أن تتحقق فيها المنافسة الحرة بين كل البائعين وكل المشترين - أو على الأقل توافر شروط أقرب ما تكون إلى المنافسة الحرة - وذلك بحكم التقائهم فى مكان واحد ، الأمر الذى يعطى قانون العرض والطلب الفرصة لأداء دوره الاقتصادى على أكمل صورة.

سادساً: الآثار التنموية لسوق الأوراق المالية

فى اقتصاديات السوق الحرة تكون لأسواق الأوراق المالية والهيكل المالى الكفاء ، تأثيرات إيجابية هامة على النمو الاقتصادى من حيث الآثار التى تولدها هذه

الأسواق في زيادة الحجم الكلى للمدخرات ، وزيادة التخصيص الكفاء لرأس المال ،
وزيادة الحجم الكلى للاستثمار وتخصيص أكفاً للمدخرات الوطنية²⁸.

أولاً : أثر السوق على الحجم الكلى للمدخرات : _

ينشأ تأثير سوق الأوراق المالية على الميل للادخار من حقيقة أن تنمية النظام
المالى توفر سلسلة كبيرة من الخيارات لوحدات الفائض لتوليد أصول مالية أكبر ،
مع المحافظة على تفضيلاتها ، وذلك أن هذه الأصول تعتبر أكثر جاذبية من نواحى
السيولة والعائد والمخاطرة والخدمات التى توفرها السوق ، وبالتالي فهى تشجع
الوحدات ذات الفائض لتقليل الإنفاق الاستهلاكى لصالح المدخرات نتيجة للعوائد
المالية المتوقعة من الاستثمار ، والفرص الكبيرة لتنويع حافظة الأصول المالية فى
الأسواق المختلفة. ولكى تمارس السوق هذا الدور فلا بد من توافر شرطين أساسيين:
أولهما : أن تكون الأدوات المالية المتاحة واسعة القبول لعدد كبير من المدخرين
يجعلها شعبية إلى حد كبير لتبرير حيازتها.

ثانيهما : تحقيق تأثير إيجابى على الدخل ، ويتطلب ذلك مايلى : _

أ-توافر مجموعة من المميزات من حيث العائد والضمان والسيولة ، مما يجعل هذه
الأوراق أكثر جاذبية للمستثمرين ، مقارنة بالاستثمار المباشر فى الموجودات
المالية الأخرى.

ب-أن يتوافر لوحدات الفائض أو لبعض منها ميل للاستثمار فى هذه الأوراق.
ج-وجود حافز لوحدات الفائض كى تستقطع من دخلها نسبة عالية لاستثمارها فى
الأوراق المالية .

ثانياً: أثر السوق على التخصيص الكفاء للمدخرات: _

²⁸ سليمان المنذرى ، البيئة الاقتصادية لبورصات الأوراق المالية ، كتاب الأهرام الاقتصادى ، العدد (96) ،
يناير 1996 ، ص ص 15-22

لاشك في أن حجم المدخرات ، ومقدار ما يعرض منها من أهم العوامل التي تؤثر على نمو السوق المالية، التي ترتبط إلى حد كبير بدرجة النمو الاقتصادي، وبالتالي لا يمكن تتميتها بمعزل عن الوضع الاقتصادي العام والسياسة الاقتصادية. وفي الدول النامية ، فان خلق نظام مالي كفاء يساعد على تسريع التنمية الاقتصادية، وذلك لأن إصدار الأسهم والسندات كبقية أشكال الأدوات المالية، يزيد من معدل الادخار ، ويجعله أكثر جاذبية ، ويمكن تخصيصه إلى أكثر المستثمرين كفاءة ، وتوزيعه على أنشطة الاستثمار المختلفة تبعاً لذلك ويرى بعض المتخصصين أن اقتصاداً خالياً من سوق فعالة لرأس المال سوف يعاني خسائر عدم التخصيص المتمثلة في عدم وجود آلية للتأكد من تخصيص رأس المال ، بحيث تكون إنتاجية الحدية أكبر ، كما سيخفف في تحقيق التخصيص الزمني الأمثل للموارد عن طريق مساواة التفضيل الزمني الحدي مع الإنتاجية الحدية لرأس المال.

ثالثاً : أثر السوق على حجم الاستثمار الكلى : _

إن النظام المالي الكفاء يمكن أن يعزز الاستثمار ، ويحسن من تخصيصه ، وذلك بالزيادة الكبيرة في الحجم ، عن طريق نوعين من المؤشرات ، هما : _

أولهما : اثر التكلفة **Cost Effect**

ثانيهما : أثر الإمكانية **Availability Effect** الناشئ من حقيقة كون تنمية سوق مالية كف سيقود إلى تقليص تكلفة الأموال بما في ذلك الأثر النفسى الذى يحدثه. ويعمل الهيكل المالى المتطور بتوحيده سوق رأس المال على تخفيض تكلفة الاقتراض فى النهاية ، وذلك بتضييقه بشكل جوهرى للحدود التى يتقلب فيها سعر الفائدة، كما أن وحدة سوق رأس المال سيشجع أيضاً تخصيصاً أكثر كفاءة للموارد ، وزيادة فى معدل العائد الذى تدره. وبالنسبة للتخصيص الأفضل للمدخرات بين مختلف الاستثمارات المحتملة ، فهناك شكوك حول قدرة هذه الأسواق فى تخصيص الثروة بشكل مناسب حتى فى البلدان المتقدمة ذات البورصات النشطة ، لأن إعادة

توزيع الموارد الرأسمالية أو تفتيتها تواجه معارضة شديدة فى اقتصاد المشروع الحر .

سابعاً: أهمية سوق الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية أهمية كبيرة سواء بالنسبة للأفراد أو الشركات ، كما أنها تلعب دوراً بارزاً فى تشابك قطاعات الاقتصاد القومى ، من خلال ربط القطاعات ذات الفائض المالى بالقطاعات ذات العجز المالى. ويخصص هذا المبحث لدراسة هذه الأهمية ، على النحو التالى 29 :-

أولاً : أهمية سوق الأوراق المالية للأفراد.

ثانياً : أهمية سوق الأوراق المالية للشركات.

ثالثاً : أهمية سوق الأوراق المالية للاقتصاد القومى.

رابعاً : أهمية سوق الأوراق المالية لتنفيذ برنامج الخصخصة

أولاً : أهمية سوق الأوراق المالية للأفراد:

تتبع أهمية سوق الأوراق المالية للأفراد سواء العاديين أو المحترفين من أنها تهدف إلى أن يجد هؤلاء الأفراد أسلوباً منظماً لتوظيف أموالهم ومدخراتهم – مهما بلغ حجمها – بما يحقق لهم عائداً يفوق فى المتوسط ما قد يحصلون عليه من الصور الأخرى للاستثمار كالودائع والعقارات ، وفى الوقت ذاته تصبح سوق الأوراق المالية أداة لإشباع رغبات المستثمر الصغير الذى لا يقدر على إنشاء المشروعات لصغر ما يملكه من رأس مال ، وأيضاً المستثمر الكبير بإتاحة فرص الاستثمار أمام كليهما لشراء الأسهم والسندات المطروحة للتداول. كما أن هذه السوق تمكنهم من الحصول على السيولة فى الوقت المناسب مع إمكانية استرداد أموالهم بأقل خسارة

²⁹ حسين عبد المطلب الأسرج، دور سوق الأوراق المالية فى تنمية الادخار فى مصر، مرجع سابق، صص 19-

ممكنة ، وإن لم يكن أكبر ربح ممكن، وفى أسرع وقت ، بحيث يكون التعامل فى الأوراق المالية مشابهاً لعمليات السحب ، والإيداع فى البنوك التجارية .

ومن ثم يمكن القول بأن سوق الأوراق المالية توفر قنوات ومدخل سليمة لاستثمار المدخرات ، كما أنها تحقق جملة من المنافع الاقتصادية ، أهمها منافع الحيازة والتملك والانتفاع والعائد الاستثمارى المناسب.

ثانياً : أهمية سوق الأوراق المالية للشركات :

تستمد سوق الأوراق المالية أهميتها على مستوى الشركات ، من كونها تلعب دورين مميزين ، أحدهما مباشر والآخر غير مباشر (30) ويعزى الدور المباشر إلى حقيقة أن المستثمرين عندما يشترون أسهم منشأة ما ، فإنهم فى حقيقة الأمر يشترون عوائد مستقبلية ، وبناء عليه فإن المنشأة التى تتاح لها فرص استثمارية واعدة يعلم بها المتعاملون فى السوق من خلال مصادر المعلومات التى - يفترض أنها متوافرة - هى التى ستتاح لها فرص مواتية لإصدار المزيد من الأسهم ، بل وبيعها بأسعار مرتفعة يحقق حصيلة وفيرة للإصدار ، وهذا يعنى انخفاض تكلفة الأموال، أى انخفاض تكلفة الاستثمار. أما الدور غير المباشر ، فينجم عن أن إقبال المستثمرين على التعامل فى أسهم منشأة ما يعد بمثابة شهادة أمان للمقرضين الذين لن يترددوا فى تزويد هذه المنشأة بما تحتاجه من أموال إضافية ، وبسعر فائدة معقول وبشروط ميسرة.

ثالثاً: أهمية سوق الأوراق المالية للاقتصاد القومى:

تكتسب سوق الأوراق المالية الجيدة أهمية بالغة على مستوى الاقتصاد القومى ، حيث أنها تساعد فى الإسراع بتنميته ورفع مستوى الناتج القومى فيه، وذلك لأنها تساعد على تجميع المدخرات وتوجيهها إلى الأنشطة الاستثمارية بأعلى العوائد

(30) منير هندى ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سبق ذكره ، ص 663 .

الممكنة ، كما أنها تتيح مصادر ميسرة للتمويل على أساس المشاركة ، مما يشجع على زيادة الاستثمار ، واستفادة أكبر نسبة من السكان من عوائد النمو (31). من جهة أخرى ، فإن السوق المالية النشطة توجد وعاءاً مناسباً للادخار والاستثمار ، مما يقضى على المضاربات فى المجتمع ويقلل من الاكتتاب غير المنتج ، كما يؤدي كل هذا إلى إيجاد فرص عمل جديدة تسهم فى تخفيف حدة البطالة التى هى إحدى المشاكل الاقتصادية والاجتماعية للمجتمعات المعاصرة ، وبالتالي فإنه يمكن القول بأن السوق المالية النشطة تعمل على رفع مستوى المعيشة للمواطنين (32). وسوق الأوراق المالية إذا ما توافرت لها سبل الكفاءة ، فإنها تسهل عملية اللجوء إلى رؤوس الأموال الأجنبية ، وتساعد على اجتذاب الاستثمار الأجنبي المباشر ، واستثمارات المحفظة بأساليب مكملة للادخار المحلى – وليست عوضاً عنه – وقد ترتبط المساهمات الأجنبية فى أسهم الشركات المحلية بفوائد أخرى ، أهمها اكتساب خبرة الإدارة والتسويق واقتناء التكنولوجيا الجديدة (33).

رابعاً: أهمية سوق الأوراق المالية لتنفيذ برنامج الخصخصة:

دأب الأدب الاقتصادي فيما يتعلق بعمليات الخصخصة (*) على محاولة الربط بينها وبين قيام سوق مال تنافسية وذات كفاءة ، وخصوصاً سوق الأوراق المالية.

(³¹)The Economic Research Forum for the Arab Countries, Iran and Turkey, **Economic trends inthe MENA Region**, Cairo , 1998, P.P 42-43.

(³²)Rose, P.S., & D.R. Fraser Financial Institution:, **Opcit**, P. 82.

(³³) أحمد ابى السرور "الأسواق المالية العربية الناشئة : الأوضاع والأفاق" ، فى : سعيد النجار، السياسات المالية وأسواق المال العربية ، صندوق النقد العربى ، أبو ظبى ، الإمارات العربية المتحدة ، بدون سنة نشر ، ص 95.

(*) الخصخصة **Privatization** اصطلاح ذاع انتشاره فى الكتابات الاقتصادية والاجتماعية عموماً ، وفى المحافل العلمية سواء فى مصر أو فى الخارج ، ويقصد به مجموعة السياسات المختلفة التى تستهدف تحويل ملكية بعض الوحدات العامة إلى القطاع الخاص ، وإعمال قوى المنافسة فى الاقتصاد القومى ، كما أن للخصخصة أساليب متعددة .

- ويرى علماء اللغة فى تحديد المعنى المصدرى ، استخدام صيغتي التفعيل والفاعل ، والصيغة الأولى كالتعميم والتخصيص على وزن (تفعيل) ، أما الصيغة الثانية بوزن (فعله) ، كالخصخصة ، وعلى ذلك إن الاصطلاحين: التخصيص والخصخصة صحيحان من الناحية اللغوية ، ولكنه يفضل استخدام اصطلاح الخصخصة ، نظراً لانتشاره فى المحافل والدراسات الاجتماعية والاقتصادية والقانونية ، لمزيد من التفاصيل حول معنى الخصخصة وأهدافها ، راجع :

- أحمد محمد محرز ، الخصخصة : النظام القانونى لتحول القطاع العام إلى القطاع الخاص، كتاب الأهرام الاقتصادي ، العدد (99) ، إبريل 1996 ، ص ص 3-16 .

وقد اتضحت هذه العلاقة فى الكثير من تجارب الخصخصة ، حيث تبين أنه كلما كانت هناك سوق أوراق مالية قوية ونشطة وتنافسية ، وذات كفاءة ، كلما نجح برنامج الخصخصة الذى يتم تنفيذه. ويتعاطم دور سوق الأوراق المالية فى الاقتصاديات النامية ، خاصة تلك التى تتبنى برامج للإصلاح الاقتصادى ، وتتميز بالكفاءة والاتساع ، تسهم فى إتمام عمليات الخصخصة ، من خلال مساهمة أكبر عدد من الأفراد فى حيازة أسهم الوحدات الاقتصادية المطروحة للخصخصة ، عن طريق شراء المدخرين مباشرة أو بطريقة غير مباشرة (بالوسطاء) الأوراق المالية التى تصدرها المشروعات العامة محل الخصخصة. من ناحية أخرى فإن القيام بعمليات الخصخصة سوف يساعد على تنشيط سوق الأوراق المالية وتوسيع دائرة التعامل فيها، حيث أن شركات قطاع الأعمال العام المطروح أسهمها للبيع فى بورصة الأوراق المالية سوف تساهم فى زيادة حجم الأوراق المالية المعروضة، مما يؤدى إلى تنشيط حركة التعامل فى البورصة ، ومن ثم ازدهار وتنشيط سوق الأوراق المالية ككل(34).

- رابع رتيب ، مستقبل الخصخصة ، كتاب الأهرام الاقتصادى ، العدد (105) ، أغسطس 1997، ص ص 9-27.

(34) بدراسة الإحصاءات المتاحة عن إنجازات الخصخصة المصرى منذ بدايته ، يتضح مدى أهمية سوق الأوراق المالية فى تنفيذ هذا البرنامج ، حيث بلغت قيمة الشركات التى تم طرح أغلبية أو كل أو بعض أسهمها فى البورصة نحو 70.4% من إجمالى قيمة الشركات التى تم خصصتها. لمزيد من التفاصيل حول الخصخصة وعلاقتها بسوق الأوراق المالية ، راجع :

- أحمد محمد محرز ، الخصخصة : النظام القانونى لتحول القطاع العام إلى القطاع الخاص ، مرجع سابق ، ص ص 88 - 94 ، ص ص 108 - 145 .

- عبد المطلب عبد الحميد ، دور الجهاز المصرفى فى دعم برنامج الخصخصة وتنشيط سوق الأوراق المالية فى مصر ، مؤتمر الاستثمار والتمويل الأول : الخصخصة وسوق الأوراق المالية، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، 16 - 17 مارس 1996 ، ص ص 3-5.

- الاتحاد العام للغرف التجارية ، أساليب الخصخصة ، النشرة الاقتصادية ، قطاع الشؤون الاقتصادية، العدد (26) ، القاهرة، 1997 ، ص ص 74 - 77 .

-The Economic Research Forum for Arab countries, Iran and Turkey, Economic Trends in the MENA Region, Opicit, P 49.

الفصل الثانى

توصيف اوضاع الدول العربية

تعد البورصات حديثة العهد فى معظم الدول العربية فيما عدا مصر ولبنان حيث ظهرت فى مصر أول سوق للأوراق المالية فى المنطقة العربية ، وذلك بقيام بورصة الأسكندرية عام 1883 ثم بورصة القاهرة عام 1898، فى حين ان بورصة بيروت لم تظهر الا عام 1920. وبعد ذلك دأبت الدول العربية على انشاء وتطوير البورصات نظرا لأهميتها فى تجميع المدخرات وتوجيهها نحو القنوات الاستثمارية المختلفة فى ظل نظام الاقتصاد الحر الذى تبنته معظم الدول العربية منذ منتصف السبعينيات. ورغم هذا التعدد والانتشار النسبى لأسواق الأوراق المالية العربية ، وكذلك الاهتمام المتزايد بتنشيطها ، الا أن هذه الأسواق لم تكتسب بعد سمات الأسواق المتطورة والواسعة مثلما هو الأمر فى الدول الصناعية الرئيسية ، أو حتى مثلما هو الحال فى الدول حديثة

وفى ضوء الأحداث العالمية والأقليمية التى تشهدها المنطقة العربية ، وتزايد الاتجاه نحو العولمة المالية والتحرر المالى³⁵؛ تتزايد أهمية البورصات فى تحقيق

³⁵ يمكن تعريف العولمة بأنها زيادة درجة الارتباط المتبادل بين المجتمعات الانسانية من خلال تدفق السلع والخدمات والأموال والتكنولوجيا والقوى البشرية والمعلومات ،بينما يمكن تعريف العولمة المالية على انها تكامل النظم المالية المحلية مع الأسواق المالية العالمية، وهذا التكامل يحتاج فى الأساس الى أن تقوم الحكومات بتحرير القطاع المالى المحلى وايضا تحرير حساب رأس المال. ويتعاضد ذلك التكامل عندما يؤدى الى زيادة تحركات رؤوس الأموال عبر الحدود وزيادة مشاركة المقرضيين والمقترضيين المحليين فى الأسواق العالمية ،لمزيد من التفاصيل حول العولمة المالية وآثارها والمحاذير والفرص التى تتيحها للدول النامية، راجع:-

- رمزى زكى، عولمة الأسواق المالية: الفرص والمحاذير للبلاد النامية، المؤتمر العلمى الرابع للاقتصاديين الكويتيين، الجمعية الاقتصادية الكويتية، الكويت 26-28 ابريل 1999

- عمرو محيى الدين، "العولمة والتغيرات الجوهرية فى بنية الاقتصاد العالمى : اندماج وتكامل هيكل التجارة العالمية وتفكك هيكل الانتاج الصناعى"، سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعى، العدد (71)، ديسمبر 2002.

- Sirageldin, I., **Globalization, Regionalization, and Recent Trade Agreement: Impact on Arab Economics**, ERF Working Paper No., 9817, 1998

التكامل المالى العربى من خلال حرية انتقال رؤوس الأموال بين الدول العربية وزيادة التعاون بينها مما يعمل تدريجا على تعميم مجالات التعاون في مجال التجارة الخارجية من استيراد وتصدير وتشجيع الاستثمارات العربية البينية . وهناك عديد من العوامل التي تعتبر مواتية لتفعيل السوق العربية للأوراق المالية، منها:-
أولا: تحسن مناخ الاستثمار فى معظم الدول العربية: تؤكد بيانات تقرير مناخ الاستثمار فى الدول العربية لعام 2003، تحسن جميع المؤشرات الاقتصادية الدالة على مناخ الاستثمار وهى:-³⁶

1. النمو الاقتصادي: تحسن متوسط معدل النمو الحقيقي للنتائج المحلى الاجمالي فى الدول العربية ليبلغ 4.5% مقابل 2.9%، متجاوزا معدل النمو العالمى البالغ 3.9%. وقد حققت الكويت أعلى معدل نمو حيث بلغ 9.9% يليها الإمارات بنحو 7% ثم السودان بنحو 6.4%، فى حين حققت اليمن وسلطنة عمان أقل معدلات نمو حيث بلغت 1.05%، 2.2% على الترتيب.
2. التوازن الداخلى: شهد التوازن الداخلى (نسبة عجز/فائض الموازنة للنتائج المحلى الاجمالي) تحسنا فى 14 دولة مقابل تراجع فى 4 دول، فقد سجل مؤشر عجز الميزانية العامة كنسبة من الناتج المحلى الاجمالي انخفاضا فى ثمانية دول عربية هي: الإمارات، البحرين، جيبوتى، لبنان، الأردن، موريتانيا، المغرب، اليمن ليصل إلى 8.5%، 1%، 7%، 14.4%، 2.3%، 2.5%، 1.27%، 0.43% على الترتيب وارتفعت هذه النسبة فى كل من سوريا، تونس، مصر لتصل إلى 9.7%، 2.5%، 6.3% على الترتيب. ومن جهة أخرى حققت كل من

-Eswar Prasad and Others, Effects of Financial globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence, IMF, Washington D.C, USA, March 17, 2003.
-Schmukler, S. and Pablo Zoido-sobaton, "Financial Globalization: Opportunities and Challenges for Developing Countries", World Bank, Washington D.C., 2001.

³⁶ المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، "تقرير مناخ الاستثمار فى الدول العربية لعام 2003"، الكويت، ص ص

قطر، وسلطنة عمان، وليبيا فائضا فى المالية العامة كنسبة من الناتج المحلى بلغ **6.9%**، **2%**، **2.6%** على الترتيب، فى حين تراجعت نسبة هذا الفائض فى الكويت ليصل إلى **24.8%** وتحول العجز إلى فائض فى كل من السعودية والجزائر ليصل إلى **2.68%**، **0.4%** على الترتيب وحافظ السودان على نسبة عجز قدرها **0.9%**.

3. التوازن الخارجى:شهد التوازن الخارجى (نسبة عجز/فائض الحساب الجارى للناتج المحلى الاجمالى) تحسنا فى **12** دولة مقابل تراجع فى **6** دول، فقد سجل مؤشر عجز الحساب الجارى كنسبة من الناتج المحلى الاجمالى انخفاضا فى خمس دول عربية هى: البحرين، لبنان، جيبوتى، تونس، السودان ليصل إلى **3.2%**، **25.6%**، **1.6%**، **3%**، **6.7%** على الترتيب كما تمكنت إحدى عشر دولة عربية من الاستمرار فى تحقيق فائض فى الحساب الجارى، إذ ارتفعت هذه النسبة فى سبع دول عربية شملت كل من ليبيا، الكويت، سلطنة عمان، السعودية، الجزائر، الأردن، مصر لتصل إلى **16.3%**، **20.1%**، **11.3%**، **12.9%**، **15.7%**، **11.4%**، **4.3%** على الترتيب. ومن جهة أخرى انخفضت نسبة فائض الحساب الجارى من الناتج المحلى الإجمالى فى خمس دول هى: الإمارات، قطر، المغرب، اليمن سوريا لتصل إلى **11.7%**، **15.3%**، **2.9%**، **0.6%**، **5%** على الترتيب، وزادت نسبة عجز الحساب الجارى من الناتج المحلى الإجمالى فى موريتانيا بصورة ملحوظة لتصل إلى **17.2%**.

4. معدل التضخم:سجل متوسط معدل التضخم فى الدول العربية ارتفاعا طفيفا ليصل إلى **2.9%** عام **2003** مقابل **2.1%** فى العام السابق وكان ذلك محصلة انخفاض معدل التضخم فى **5** دول مقابل ارتفاعه فى **13** دولة وان كان ذلك ما دون معدل تضخم بلغ **7%** فيما عدا السودان واليمن حيث بلغ معدل التضخم بهما **7.7%**، **11.8%** على الترتيب.

5. المؤشر المركب لمناخ الاستثمار³⁷:شهد المؤشر المركب لمكون السياسات الاقتصادية (الميزان الداخلى والميزان الخارجى ومعدل التضخم) لمناخ الاستثمار فى الدول العربية تحسنا ملحوظا خلال عام **2003** اذ بلغ **1.01%** مقابل **0.9%** عام **2002**، **0.7%** عام **2001** ولكنه ما زال منخفضا عن أعلى مستوى بلغه عام **2000** حيث بلغ **1.2%**. ويعزى التحسن فى مناخ الاستثمار بوجه عام إلى تأثير ارتفاع العوائد النفطية للدول العربية المصدرة للبترول بتأثير تحسن أسعار النفط خلال العام وانعكاس ذلك ايجابيا على الواردات ووضع المالية العامة مما دعم برامج الإصلاح الاقتصادى ومشاريع البنية التحتية التى تقوم بها الدول العربية.

ثانيا:تطوير الأسواق المالية العربية: عملت الحكومات فى عديد من الدول العربية منذ بداية التسعينيات على تطوير أسواق الأوراق المالية التابعة لها بتنفيذ إصلاحات واسعة غطت جميع جوانب هذه الأسواق. كما عملت على إدخال أحدث الأساليب والمعايير المتعارف عليها دوليا للعمل فيها من أجل الارتقاء بأدائها وتمكينها من حشد المدخرات الداخلية وجذب الاستثمارات الخارجية.ويمكن ايجاز أهم التطورات فى الأسواق المالية العربية فيما يلى:-³⁸

³⁷ فى محاولة لقياس أداء الاقتصاديات العربية وتوصيف مناخ الاستثمار فى الدول العربية قامت المؤسسة العربية لضمان الاستثمار منذ عام **1996** بتأسيس مؤشر مركب يقيس درجة التحسن أو التراجع فى مناخ الاستثمار فى الدول العربية، وتستند المنهجية التى تم اعتمادها لتعريف البيئة الاقتصادية المستقرة والمحفزة والجاذبة للاستثمار إلى أنها تلك التى تتميز بعدم وجود عجز فى الميزانية العامة، يقابله عجز مقبول فى ميزان المدفوعات، ومعدلات متدنية للتضخم وسعر صرف غير مغالى فيه وبيئة سياسية ومؤسسية مستقرة وشفافية يمكن التنبؤ بها لأغراض التخطيط المالى والتجارى والاستثمارى.وشمل المؤشر المركب ثلاث مجموعات هى السياسات المالية والنقدية والمعاملات الخارجية،بينما التطورات النوعية المتعددة التى تؤثر فى مجمل المناخ مثل درجة الاستقرار السياسى والتطورات التشريعية والمؤسسية، وتنمية الموارد البشرية وما يتم من خطوات فى مجال الترويج، فان المؤشر لا يعكسها ويعرف المؤشر حسابيا بأنه متوسط متوسطات المؤشرات الثلاثة (متوسط مؤشر السياسة المالية، متوسط مؤشر السياسة النقدية، متوسط مؤشر سياسة المعاملات الخارجية). المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، "تقرير مناخ الاستثمار فى الدول العربية لعام **2002**"، الكويت، ص ص **29-28**

³⁸ راجع:-

- صندوق النقد العربى، "التقرير الاقتصادى العربى الموحد لعام **2003**"، الفصل السابع، ص ص **17-13**
- موقع الصندوق على الانترنت www.amf.org.ae.
- صندوق النقد العربى، "مساهمة صندوق النقد العربى فى تطوير الأسواق المالية العربية"، أبو ظبى، يونيو **2003**، ص ص **20-13**.

1. تعزيز الدور الرقابي: اتجه عدد متزايد من الدول العربية نحو فصل الدور الرقابي والتشريعي الذي تقوم به هيئة مستقلة تابعة للحكومة عن الدور التنفيذي الذي غالبا ما يقوم به القطاع الخاص. وقامت باعادة هيكلة اسواقها المالية من خلال اصدار القوانين والتشريعات والتي بموجبها تم فصل الجهاز الرقابي المعنى باصدار الأحكام والقواعد التي تنظم اصدار وتداول الأوراق المالية عن ادارة البورصة التي يجرى من خلالها تداول هذه الأوراق، والجهاز الذي يتولى تسجيل وتحويل عقود شراء وبيع الأوراق المالية المتداولة وحفظ سجلات ووثائق الملكية.³⁹

2. تعزيز الشفافية والافصاح: أولت أسواق الأوراق المالية العربية اهتماما كبيرا لزيادة درجة الافصاح وتعديل متطلباته بما يتلاءم مع المعايير الدولية وذلك بهدف تعزيز الدور الرقابي للسوق من جانب، وتوفير تكافؤ الفرص للمتعاملين في السوق من جانب آخر. وبالإضافة الى ما تقوم به معظم هذه الأسواق من اصدار نشرات يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق وقرارات مجلس الادارة ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار، توجهت الى نشر بياناتها من خلال شبكة الانترنت لمزيد من التعريف بالفرص الاستثمارية المتاحة فيها. كما ألزمت التعليمات الجديدة في بعض الدول العربية الشركات المساهمة بتقديم تقارير ربع ونصف سنوية.

3. تطوير دور المستثمر الرئيسي وزيادة الأدوات الاستثمارية: اتجه معظم اسواق الأوراق المالية العربية نحو تطوير هذا الدور من أجل دعم اسقرار الأسواق وحمايتها من التقلبات الحادة.⁴⁰ ولهذا عملت السلطات على تشجيع الادخار طويل الأجل باحداث حسابات ادخار من الأسهم المدرجة في الأسواق وتتمتع بتخفيض الضرائب على الأرباح، كما تم السماح لهيئات

³⁹ تجدر الإشارة الى عدد الأسواق التي قامت بفصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي بلغ في عام 2002 سبعة أسواق هي: الأردن، مصر، عمان، تونس، المغرب، الامارات، الجزائر. أما بقية الدول العربية فان أسواق الأوراق المالية تقوم بهذين الدورين مع الرقابي والتنفيذي.

⁴⁰ يسعى المستثمر المؤسسي الى الاستثمار المتوسط والطويل الأجل ويقوم بالاستثمار بناء على دراسات علمية. أما المستثمر الفرد فيهدف الى تحقيق أرباح رأسمالية سريعة. وحيث أن درجة الوعي لديه لا تزال متدنية، فان ذلك من شأنه أن يؤثر سلبا على حركة التعامل في البورصات العربية.

التأمين والمعاشات وشركات التأمين بالتعامل فى هذه الأسواق.ومن جانب آخر، تسعى البورصات العربية الى تشجيع زيادة الأدوات والبدائل الاستثمارية المتاحة للمستثمرين كالسندات القابلة للتحويل الى أسهم وصناديق الاستثمار.⁴¹

4. تعديل الأنظمة الضريبية: توجه العديد من الدول العربية نحو إدخال تعديلات واسعة على الأنظمة الضريبية المتبعة بهدف خلق الحوافز اللازمة لتشجيع التعامل بالأوراق المالية من ناحية، وجذب الاستثمارات الأجنبية من ناحية أخرى. وعملت هذه الدول على تخفيض أو إلغاء الضرائب على العوائد الجارية والضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية.⁴²

5. تطوير أنظمة كل من التداول والمقاصة والتسوية: اتجهت معظم الدول العربية نحو استخدام التقنيات الحديثة وتحديث أنظمة التداول لديها من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين، كما

⁴¹ تعد صناديق الاستثمار من أنسب أدوات تعبئة للمدخرات وتميبتها فى البورصات العربية، باعتبارها آلية لتوظيف الأموال فى أوراق مالية متنوعة المخاطر والعوائد، وتتيح للمستثمرين العرب والأجانب سواء المقيمين بالدخل أو بالخارج استثمار أموالهم دون الحاجة الى التواجد بالمنطقة. لمزيد من التفاصيل حول صناديق الاستثمار وأنواعها ومزاياها راجع:-

- منال محمد متولى ، المدخرات فى الاقتصاد المصرى ، رسالة دكتوراة ، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية ، جامعة القاهرة ، 1995 ، ص ص 138-139.

- يسرى جرجس بسطا ، "دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية فى مصر" ، رسالة دكتوراه ، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية ، جامعة القاهرة ، 1997 ، ص ص 217-219.

- حسين عبد المطلب الأسرج، "دور سوق الأوراق المالية فى تنمية الادخار فى مصر"، رسالة ماجستير ، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، 2002 ، ص ص 59-60.

- لبنى أبو العلا ، "صناديق الاستثمار فى مصر كأداة ادخار واستثمار" ، مجلة المال والتجارة ، الأعداد (312) ، (313)، (314) ، ابريل ، مايو ، يونيه 1995

- نشأت عبد العزيز معوض، "بورصات الأوراق المالية ز صناديق الاستثمار"، الجزء الثانى، كتاب الأهرام الاقتصادى، العدد 76، يونيه 1994.

- Ong, L. L., and Amadou Sy, "The Role of Mature Market Mutual Funds in Emerging Markets: Myth or Mayhem?", IMF Working Paper, WP/04/133, International Monetary Fund, 2004.

- Houthakker, P.S & P.J. Williamson, "The Economic of Financial Markets", (N.Y: Oxford university press, 1996) p.p 71-73

- Francis, J.C. "Investment : Analysis and Management", (N.Y: Mac Graw Hill Book Company, 1980), pp33-35

⁴² تجدر الإشارة الى عدم وجود أى ضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية فى جميع الدول العربية التى تمتلك أسواق مالية منظمة باستثناء المغرب بنسبة 10% بالإضافة الى تعديل الأنظمة الضريبية المرتبطة بها بهدف تشجيع الشركات المساهمة على ادراج أسهمها فى السوق.

تم أيضا ادخال خدمة التداول عن بعد في بعض الأسواق المالية العربية وذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من اتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة الى وجود مندوبين عنها في السوق. أما بالنسبة لأنظمة التسوية والحفظ المركزي فقد أنشأ العديد من الدول العربية مراكز ايداع وحفظ مركزي تتميز بالكفاءة وتعمل في البعض الآخر منها بصورة مستقلة عن البورصة، وتقوم بمزاولة تسجيل ونقل الملكية بين الوسطاء الماليين.⁴³

ثالثا: انتشار برامج الخصخصة في الدول العربية: تشير تجارب الدول النامية في هذا الشأن إلى وجود علاقات متبادلة بين الخصخصة وأسواق الأوراق المالية، بحيث يعزز كل من هذين النشاطين الآخر من أجل تحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية النهائية. فوجود سوق نشط للأوراق المالية يستند على القواعد التشريعية الضرورية وتتوافر لديه الخدمات المالية المتطورة يساعد في تحقيق الأهداف النهائية لبرامج الخصخصة من جهة أخرى تشكل الخصخصة حافزا فعالا لتطوير وإصلاح أسواق الأوراق المالية من خلال تعزيزها لحجم المعروض من الأسهم وجذبها لاستثمارات الحافظة إلى هذه الأسواق ومن ضمنها استثمارات المغتربين الموجودة حاليا في أسواق مالية أجنبية.

وتقدر حصيلة الخصخصة الإجمالية في الدول النامية خلال الفترة (1990-2000) حوالي **342** مليار دولار. بينما بلغت هذه الحصيلة في الدول العربية نحو **17.5** مليار دولار أمريكي خلال الفترة (1990-2001). ويلاحظ أن هذه الحصيلة ارتفعت بصورة متصاعدة سنة بعد أخرى، حيث ارتفعت من نحو **2** مليون دولار عام **1990** إلى أن وصلت إلى **2.5** مليار دولار في عام **1997**، ولكنها تراجعت بعد ذلك تدريجيا في ضوء التباطؤ الذي حدث في النمو الاقتصادي العالمي إلى أن

43 اتجه العديد من الأسواق العربية الى تطبيق المعايير الدولية في هذا المجال. فبالنسبة للأسواق التي تمتلك أنظمة تداول إلكترونية ومراكز للايداع والتحويل يتم نقل ملكية الأسهم من حساب البائع الى حساب المشتري إلكترونيا فور اتمام الصفقة في اليوم نفسه، وتتم عملية التسوية المالية بين السوق والوسطاء المعتمدين عن طريق بنك التسوية في اليوم التالي لتاريخ اتمام الصفقة (T+1). أما فيما يتعلق بباقي الأسواق فيتم نقل ملكية الأسهم بعد يوم واحد من تاريخ تنفيذ الصفقة (T+1). وتتم عملية التسوية بعد ثلاثة أيام عمل بعد يوم التداول كحد أقصى (T+3).

بلغت حوالى **1.8** مليار دولار عام **2000**، ثم ارتفعت إلى نحو **3** مليار دولار عام **2001**.⁴⁴

وعلى ذلك فبرامج الخصخصة فى الدول العربية تعد من المؤشرات الايجابية بمستقبل التعاون بين أسواق رأس المال العربية، وستشكل أسهم المشروعات المعروضة للاكتتاب العام فى الدول العربية موردا للبورصات العربية بأعداد متزايدة من الأوراق المالية لسنوات عديدة قادمة.

رابعاً: التطورات المؤسسية والتشريعية لجذب الاستثمار الأجنبي العربية: تم فى معظم الدول العربية إدخال العديد من التعديلات على القوانين المتعلقة بالاستثمار، هدفت فى مجملها، إلى تشجيع وجذب الاستثمارات الأجنبية وفق أسس وضوابط محددة والى تغطية الاحتياجات التمويلية المحلية ونقل الخبرات المتطورة إلى هذه الأسواق⁴⁵، ويمكن تقسيم الدول العربية فى هذا المجال إلى مجموعتين، تضم الأولى منها، الدول التى لا تفرض أى قيود على الاستثمار الأجنبي فى الأوراق المالية وتشمل مصر والمغرب والجزائر ولبنان. أما المجموعة الثانية، فتشمل الدول التى تفرض قيوداً، ولكن بنسب متفاوتة على الاستثمار الأجنبي، وهى تونس ودول مجلس الخليج العربى.⁴⁶

وقد شهد تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الدول العربية تطوراً ملحوظاً خلال الفترة (1995-2001) حيث ارتفع إجماليتها من **0.25** مليار دولار عام **1995** إلى **6.03** مليار دولار عام **2001**، وقد بلغ ذروته عام **1998** ليصل إلى

⁴⁴ صندوق النقد العربى، "التقرير الاقتصادى العربى الموحد لعام 2002"، أبو ظبى، سبتمبر 2003، ص 157، ص 160.

⁴⁵ تجدر الإشارة الى أنه تم خلال الفترة (1991-2002) إدخال نحو **1641** تعديلاً قانونياً توجه ما يزيد على نسبة **95%** منها نحو مزيد من الانفتاح والتحرير وتقديم الحوافز والضمانات مما يعكس تنامى الوعى لدى الدول بتعزيز قدرتها التنافسية ومناخها الاستثمارى فى حين بلغ فى نهاية عام **2002** عدد الاتفاقيات الثنائية لحماية وتشجيع الاستثمار **2181** اتفاقية، أما عدد الاتفاقيات الثنائية المبرمة لتجنب الازدواج الضريبي فقد بلغ **2256** اتفاقية خلال الفترة ذاتها. راجع: المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، "تقرير مناخ الاستثمار فى الدول العربية لعام **2003**"، مرجع سابق، ص 16.

⁴⁶ صندوق النقد العربى، "مساهمة صندوق النقد العربى فى تطوير الأسواق المالية العربية"، مرجع سابق، ص

8.46 مليار دولار. ويلاحظ أن أعلى نسبة للاستثمار الأجنبي المباشر في الدول العربية من اجمالي الاستثمار الأجنبي المباشر في العالم بلغت نحو **1.5%** خلال عام **1997** ، وظل يتأرجح حول **1%** في الأعوام **1998، 2001، 1996**. كما بلغ متوسط هذه النسبة خلال الفترة حوالى **0.65%** . كما بلغ متوسط نسبة الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الناتج المحلى الإجمالى فى الدول العربية خلال نفس الفترة حوالى **0.7%** . **47** وتقدر البيانات الأولية أن تكون الدول العربية قد استقطبت حوالى **6.5** مليار دولار عام **2003**.⁴⁸

خامساً: تحسن وضع الدول العربية فى المؤشرات العربية: يلاحظ أن أغلبية الدول العربية تلقت تصنيفاً إيجابياً فى عدد من المؤشرات التى تصدرها مؤسسات دولية مختلفة وتعكس بيئة الاستثمار الملائمة ، وذلك فيما يخص المؤشرات الكلية ، كما أن أغلبها يميل إلى التحسن ويبدى اهتماماً بالدخول فى هذه المؤشرات . أما المؤشرات المحددة التى تشمل جوانب متخصصة كالشفافية والمعلوماتية فانها تقتصر على قلة من الدول العربية ولم تحرز تصنيفاً إيجابياً فى أغلب الأحيان.⁴⁹

سادساً: اتخاذ الاتحاد العربي للبورصات قراراً بإنشاء أول شركة مقاصة عربية برأس مال **10** ملايين دولار مقسمة على الدول الأعضاء مقرها فى بيروت وتختص هذه الشركة بتسوية التعاملات بين البورصات من ناحية وبينما وبين البورصات العالمية من ناحية أخرى. كما تهدف هذه الشركة الى تشجيع انتقال رؤوس الأموال العربية بين البورصات العربية بلا قيود وضمان تسوية حقوق المتعاملين فيها ويعتبر إنشاء هذه الشركة بمثابة نقله نوعيه على صعيد العمل المشترك فى مجال توحيد البورصات

⁴⁷ المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، "تقرير مناخ الاستثمار فى الدول العربية لعام 2002"، مرجع سابق، ص

47

⁴⁸ المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، "تقرير مناخ الاستثمار فى الدول العربية لعام 2003"، مرجع سابق، ص

36

⁴⁹ لمزيد من التفاصيل، راجع : المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، "تقرير مناخ الاستثمار فى الدول العربية لعام 2002"، مرجع سابق، ص ص 167-95

سابعاً:الاتفاق بين الدول العربية علي إنشاء شبكه معلومات لأسواق المال عبر شبكه الانترنت ، لأن تجربه الربط بين البورصات كشفت النقاب عن أن ضعف حجم التعاملات المتبادلة يعود الي ضعف المعلومات المتوافرة للمستثمرين عن البورصات في الدول العربية . ويتم من خلال هذه الشبكة توحيد قاعدة المعلومات والبيانات وسرعة نقل المعلومات ليوفر للمتعاملين في الأوراق المالية في مختلف الدول العربية إمكانية متابعه التعاملات في أي بورصة عربيه في التوقيت نفسه وقد بدأت هذه الشبكة عملها في نوفمبر 2001.وتوفر هذه الشبكة المعلومات الحية للمستثمرين والمهتمين بالأسواق المالية العربية مثل أسعار التداول والمعلومات الخاصة بالأسواق المالية العربية والشركات المدرجة بها بالاضافه الي الأخبار والتقارير الاقتصادية المختلفة.

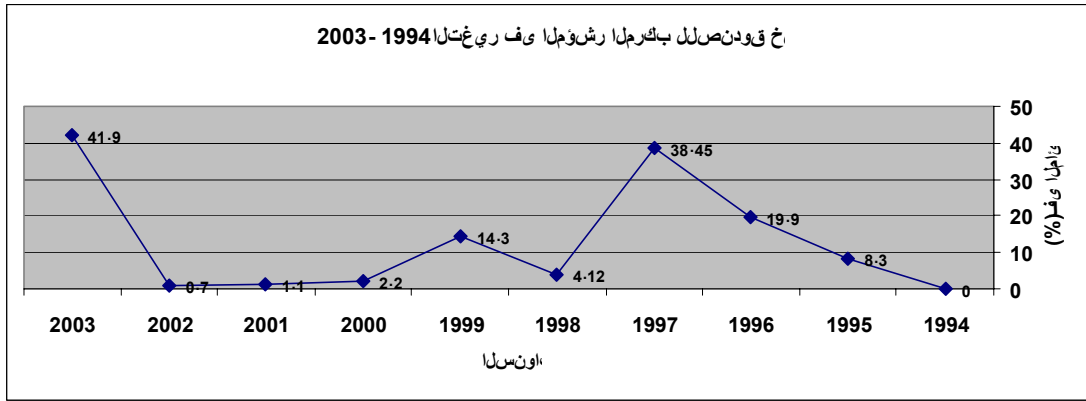
الفصل الثالث

تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (1994-2003)

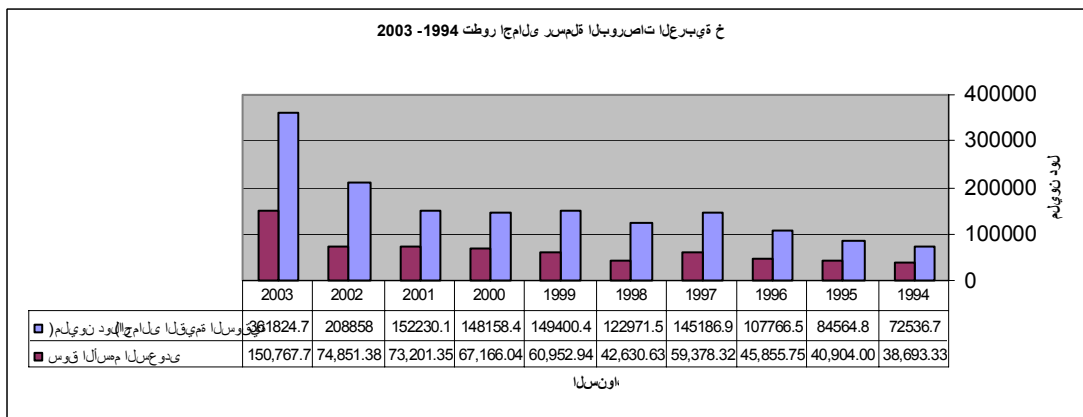
وتؤكد البيانات المتاحة حدوث نشاط ملحوظ في أداء البورصات العربية مجتمعة-والتي يرصد تطوراتها صندوق النقد العربي⁵⁰ - خلال الفترة 1994-2003 وفيما يلي عرض لأهم مؤشرات أداء البورصات العربية خلال الفترة 1994-2003.

1-المؤشر المركب للصندوق:أظهر المؤشر المركب لصندوق النقد العربي -كما يتضح من الشكل التالي-أن أداء اسواق الأوراق المالية سجل ارتفاعا كبيرا في نهاية عام 2003 مقارنة بالعام الذي سبقه.فقد ارتفع هذا المؤشر بنسبة كبيرة بلغت 40.9 % ليبلغ 141.9 نقطة.ويعد هذا المستوى من أعلى المستويات التي بلغها مؤشر الصندوق منذ البدء باحتسابه في عام 1994.

⁵⁰ راجع المرفق الملحق بنهاية البحث.



2- رسملة البورصة: يتضح من الشكل البياني التالي التصاعد المستمر لرسملة البورصات العربية مجتمعة حيث ارتفعت من نحو 72.5 مليار دولار عام 1994 الى حوالي 361.8 مليار دولار عام 2003 بمتوسط معدل نمو سنوي بلغ حوالي 20 % خلال الفترة (1994-2003). ويلاحظ ان الأهمية النسبية لسوق الأسهم السعودي في رسملة البورصة قد انخفضت من 53% عام 1994 الى نحو 45.3% عام 2000 ثم الى 43.5% عام 2003. كما انخفضت ايضا الأهمية النسبية لسوق الكويت للأوراق المالية من 15% عام 1994 الى 13.4% عام 2000 الا أنها ارتفعت ارتفاعا طفيفا في عام 2003 لتصل الى 15.6%. ويلاحظ ان الأهمية النسبية للسوق المصري للأوراق المالية قد قفزت من نحو 5.9% عام 1994 الى حوالي 20.8% عام 2000، الا أنها أخذت في التراجع في السنوات التالية لتصل الى 7.7% عام 2003.



وتجدر الإشارة الى ان اجمالى رسملة البورصات العربية قد ارتفعت بنحو 37%، 72.3% أعوام 2002، 2003 على الترتيب. ويعزى هذا التحسن فى العامين الأخيرين بشكل أساسى إلى الزيادات الهائلة التى شهدتها أسواق السعودية والكويت، بالإضافة إلى دخول أسواق كل من الإمارات وقطر فى عام 2002، أسواق السودان والجزائر فى الربع الأول من عام 2003 لقاعدة بيانات صندوق النقد العربى. وعلى الرغم من ذلك فانها ما تزال منخفضة خاصة عند مقارنتها ببعض الأسواق، حيث بلغت 131 مليار دولار فى الهند، 2126 مليار دولار فى اليابان، نحو 967، 686 مليار دولار فى فرنسا والمانيا على الترتيب عام 2002.⁵¹

ويلاحظ انخفاض القيمة السوقية الى الناتج المحلى الاجمالى فى معظم الأسواق المشاركة باستثناء الكويت والبحرين اللتين ترتفع فيهما نسبة البورصة الى الناتج المحلى حيث وصلت الى 99.4% فى الكويت، 91.7% فى البحرين عام 2002. وهذا مؤشر على ضيق نطاق السوق وانخفاض الحجم النسبى للبورصات العربية.

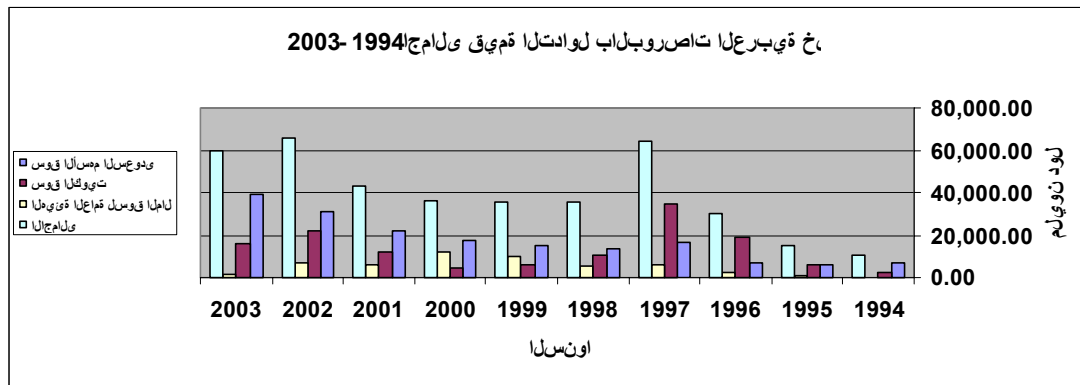
3- اجمالى حجم التداول: يتضح من الشكل البيانى التالى الاتجاه التصاعدى لاجمالى حجم التداول للبورصات العربية مجتمعة حيث ارتفعت من نحو 10.5 مليار دولار عام 1994 الى حوالى 59.74 مليار دولار عام 2003 بمتوسط معدل نمو سنوى بلغ حوالى 21.3% خلال الفترة (1994-2003). ويلاحظ ان الأهمية النسبية لسوق الأسهم السعودى فى اجمالى قيمة التداول قد انخفضت من 63.1% عام 1994 الى نحو 47.4% عام 2000 ثم ارتفعت الى 65.4% عام 2003. وعلى العكس من ذلك ارتفعت الأهمية النسبية لسوق الكويت للأوراق المالية من 18.6% عام 1994 الى 63% عام 1996 الا أنها اخذت اتجاها تنازليا فى السنوات التالية لتصل الى 11.5% عام 2000 ثم ارتفعت فى عام 2003 لتصل الى 26.1%. ويلاحظ ان الأهمية

⁵¹-Lamba, Asjeet S. "An Analysis of the Dynamic Relationships Between South Asian and Developed Equity Markets", National Stock Exchange of India Limited, Research Papers No 83, p 15

<http://www.nseindia.com/content/research/comppaper-lat 83.pdf>

النسبية للسوق المصرى للأوراق المالية قد قفزت من نحو 3.4% عام 1994 الى حوالى 32% عام 2000، الا أنها أخذت فى التراجع فى السنوات التالية لتصل الى 2.1% عام 2003. وعلى الرغم من ذلك فانها ما تزال منخفضة خاصة عند مقارنتها ببعض الأسواق، حيث بلغت 197 مليار دولار فى الهند، 1573 مليار دولار فى اليابان، نحو 934.7، 1233 مليار دولار فى فرنسا والمانيا على الترتيب عام 2002

52

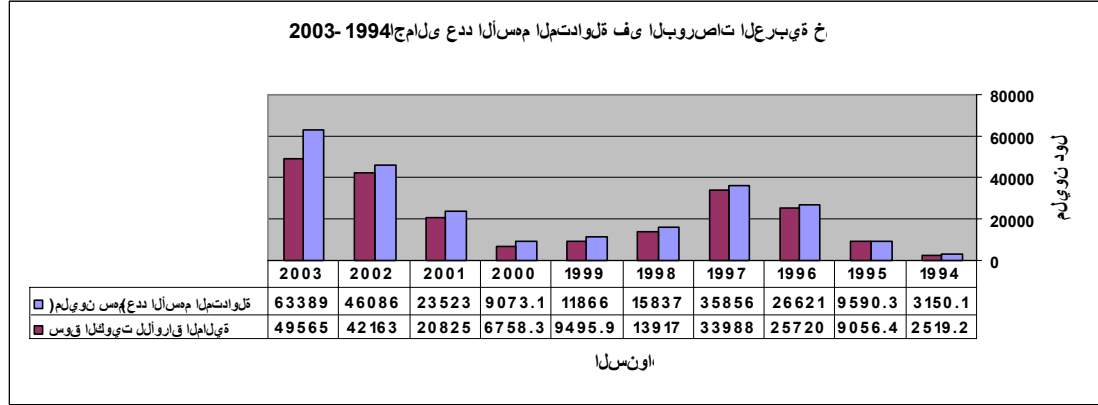


ويلاحظ انخفاض حجم التداول الى الناتج المحلى الاجمالى فى معظم الأسواق المشاركة باستثناء الكويت التى ترتفع فيها نسبة حجم التداول الى الناتج المحلى حيث وصلت الى نحو 62.9% فى عام 2002. وقد وصلت هذه النسبة حوالى 16.5% فى السوق السعودى، ونحو 7.1% فى السوق المصرى خلال عام 2002. وهذا مؤشر على انخفاض الطاقة الاستيعابية للبورصات العربية.

4- اجمالى عدد الأسهم المتداولة: يتضح من الشكل التالى الاتجاه التصاعدى لاجمالى عدد الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (1994-2003) حيث ارتفعت من حوالى 3.2 مليار سهم فى عام 1994 الى حوالى 63.4 مليار سهم فى عام 2003 بمتوسط معدل نمو بلغ 39.3% خلال الفترة (1994-2003) وبمعدل

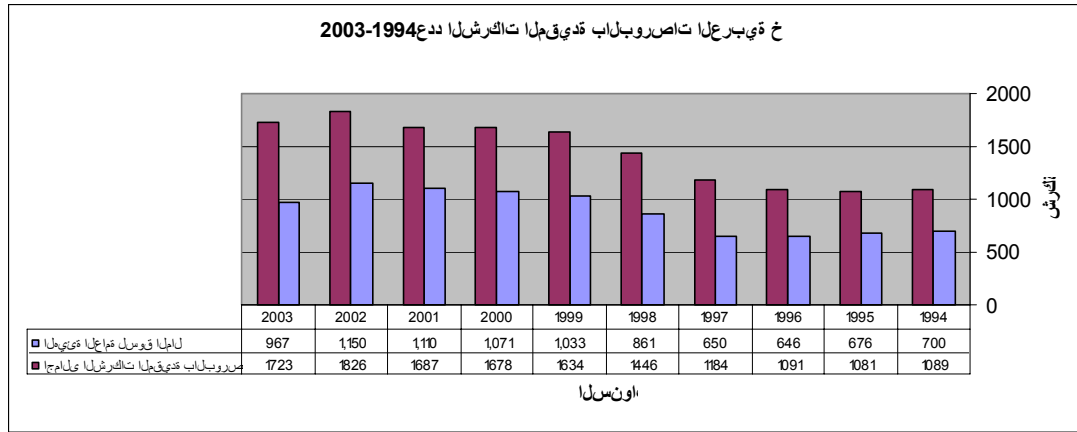
⁵² -Lamba, Asjeet S. "An Analysis of the Dynamic Relationships Between South Asian and Developed Equity Markets", Ibid, p 15

نمو سنوى بلغ 96.2%، 40.6% خلال عامى 2002، 2003 على الترتيب. ويلاحظ أن الأهمية النسبية لسوق الكويت للأوراق المالية فى اجمالى عدد الأسهم المتداولة بالبورصات العربية قد تزايدت من نحو 79.9% فى عام 1994 الى نحو 91.5% عام 2002 ثم انخفضت بصورة ملحوظة لتصل الى 78.2% فى عام 2003.



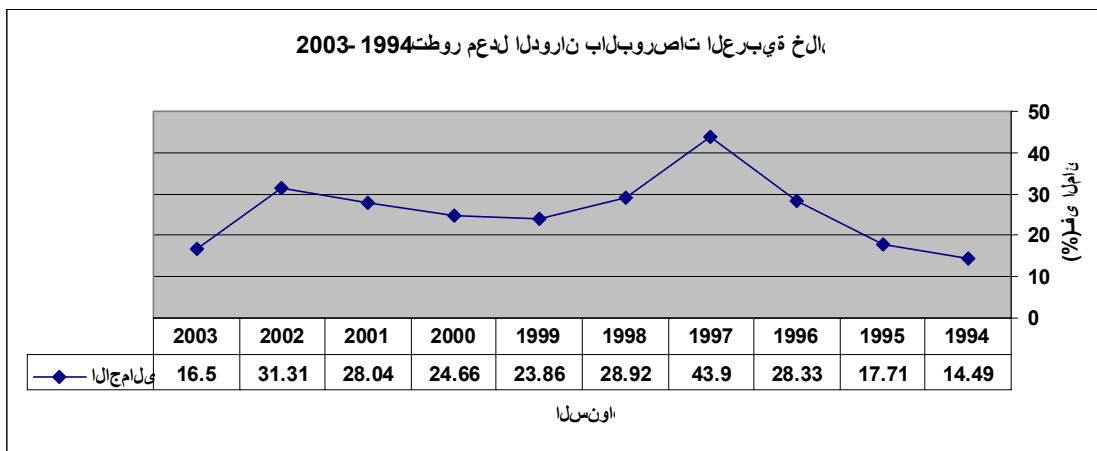
كما تزايدت ايضا الأهمية النسبية للسوق السعودى للأوراق المالية فى اجمالى عدد الأسهم المتداولة بالبورصات العربية قد تزايدت من نحو 4.8% فى عام 1994 الى نحو 8.8% فى عام 2003. وتزايدت الأهمية النسبية للسوق المصرى للأوراق المالية فى اجمالى عدد الأسهم المتداولة بالبورصات العربية من نحو 0.9% الى نحو 2.2% خلال نفس الفترة.

5- اجمالى عدد الشركات: يتضح من الشكل التالى الاتجاه التصاعدى لاجمالى عدد الشركات المقيدة بأسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (1994-2003) حيث ارتفع من 1089 شركة فى عام 1994 الى 1826 شركة فى عام 2002 ثم انخفض بمقدار 103 شركة فى عام 2003 ليصل الى 1723 شركة. ويلاحظ ارتفاع الأهمية النسبية للسوق المصرى للأوراق المالية فى اجمالى عدد الشركات المقيدة بالبورصات العربية حيث بلغت حوالى 64% فى عام 1994 ارتفعت الى نحو 65.8% عام 2001 ثم انخفضت فى عام 2003 لتصل الى 56%.



ويتضح من الجدول رقم (2) أن عدد الشركات في الأسواق المسجلة بقاعدة صندوق النقد العربي - باستثناء مصر - تراوح ما بين 3-161 شركة في عام 2003، وما بين 6-163 شركة خلال الفترة 1994-2003، وهذا مؤشر على ضيق نطاق السوق وانخفاض الحجم النسبي للبورصات العربية.

6- معدل دوران الأسهم (%): عبارة عن قيمة الأسهم المتداولة خلال الفترة مقسوما على القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها في نهاية الفترة، ويظهر الشكل التالي أن معدل دوران الأسهم في البورصات العربية قد سجل انخفاضا كبيرا في نهاية عام 2003 مقارنة بالعام الذي سبقه، حيث انخفض الى 16.5% مقارنة بنحو 31.3% في عام 1997. ويعتبر معدل الدوران خير مقياس لتحقيق السيولة.



الفصل الرابع خصائص البورصات العربية

يتضح من التحليل السابق لأداء البورصات العربية انه على الرغم من اختلاف ظروف نشأة البورصات العربية ورغم التطورات العديدة التي شهدتها وتطور البيئة الاقتصادية والاجتماعية والقانونية لكل منها ومدى انفتاحها على بعضها البعض وعلى الأسواق الخارجية فإن لهذه البورصات خصائص مشتركة ويمكن حصرها فيما يلي:-⁵³

⁵³ راجع: حسين عبد المطلب الأسرج، تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (1994-2003) مع دراسة خاصة بالبورصة المصرية، سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعي، العدد 79، الكويت، ديسمبر 2004، ص ص 35-

أولاً: ضآلة الحجم النسبى لأسوق الأوراق المالية العربية: ويقاس من خلال تطور عدد الشركات المسجلة بالبورصة، ونسبة الإصدارات الجديدة للنتاج المحلى وذلك بالنسبة لسوق الإصدار، أما بالنسبة لسوق التداول فتقاس طاقتها النسبية من خلال مقارنة القيمة السوقية للأسهم المتداولة الى كل من الناتج المحلى، تتميز الأسواق المالية العربية بضيق نطاق السوق من حيث النقص الشديد في العرض الذي يقاس بعدد الشركات والطلب الذي يتمثل في عدد وحجم أوامر الشراء فقد تراوح عدد الشركات فى الأسواق المسجلة بقاعدة صندوق النقد العربى - باستثناء مصر - ما بين 3-161 شركة فى عام 2003، وما بين 6-163 شركة خلال الفترة 1994-2003، وهذا مؤشر على ضيق نطاق السوق وانخفاض الحجم النسبى للبورصات العربية.⁵⁴ كما تتصف البورصات بصغر متوسط حجم رأس المال السوقى (قيمة الأسهم حسب أسعار آخر يوم تعامل)، وانخفاض نسبته إلى الناتج المحلى الإجمالى، ويلاحظ انخفاض القيمة السوقية الى الناتج المحلى الإجمالى فى معظم الأسواق المشاركة باستثناء الكويت والبحرين اللتين ترتفع فيهما نسبة البورصة الى الناتج المحلى حيث وصلت الى 99.4% فى الكويت، 91.7% فى البحرين عام 2002. وقد بلغ متوسط رسملة البورصات العربية الى الناتج المحلى الإجمالى نحو 26% فى عام 2001 مقارنة بمتوسط بلغ 33% بالنسبة للدول النامية.⁵⁵

ويؤدى انخفاض الحجم النسبى للبورصات وصغر حجم رأس مالها السوقى الى زيادة فرص التقلبات غير المبررة فى الأسعار، لا سيما مع ضعف الرقابة والنقص فى الإفصاح المالى.

⁵⁴ تجدر الإشارة الى ان هذا العدد يعتبر متدنئ للغاية خاصة اذا تمت مقارنته بعدد الشركات المقيدة فى الدول النامية، حيث بلغ نحو 3058 شركة فى اليابان، 5650 شركة فى الهند، 712 شركة فى باكستان وذلك فى عام 2002. راجع :-

-Lamba, Asjeet S. "An Analysis of the Dynamic Relationships Between South Asian and Developed Equity Markets", National Stock Exchange of India Limited, Research Papers No 83, p 15

<http://www.nseindia.com/content/research/comppaper-lat 83.pdf>

⁵⁵ Bolbol, A & Mohammed M.O., "Arab Stock Market and Capital Investment", AMF Economic Papers, NO 8, 2004, p9

ثانيا: تدنى مقدرة أسواق الأوراق المالية العربية على تحقيق السيولة : يعتبر مؤشر دوران الأسهم خير مقياس لتحقيق السيولة لنشاط حركة التداول من حيث عدد الصفقات وقيمتها، ومن ثم يمكن تحديد حجم السوق ونشاطها. ولعل الوظيفة الأساسية للسوق هي تحقيق السيولة للأوراق المالية عندما تكون كفاءة، وعادة ما تكون سيولة السوق في مقدمة أولويات المستثمر المحلي والأجنبي، ويمكن رصد ما تتمتع به البورصات العربية من ضعف في سيولتها من خلال دراسة تطور معدل دوران الأسهم الذي سجل انخفاضا كبيرا في نهاية عام 2003 مقارنة بالعام الذي سبقه، حيث انخفض الى 16.5% مقارنة بنحو 31.3%. وقد بلغت اعلى نسبة لمعدل الدوران خلال الفترة 1994-2003 نحو 43.9% في عام 1997، بالإضافة الى انخفاض عدد العمليات التي تبرم يوميا، وعدد أيام التداول في السنة. وقد بلغ متوسط معدل الدوران في البورصات العربية نحو 6% في عام 2001 مقارنة بمتوسط بلغ 20% بالنسبة للدول النامية.⁵⁶

ثالثا: انخفاض الطاقة الاستيعابية لأسواق الأوراق المالية العربية: ويعنى به مدى قدرة أسواق الأوراق المالية العربية على استقطاب المدخرات وتحويلها الى استثمارات مالية، وتقاس من خلال مقارنة حجم الاصدارات الجديدة وحجم التداول بالنسبة للنتائج المحلى الاجمالي والادخار المحلى الاجمالي، ويلاحظ انخفاض حجم التداول الى الناتج المحلى الاجمالي في معظم الأسواق المشاركة باستثناء الكويت التي ترتفع فيها نسبة حجم التداول الى الناتج المحلى حيث وصلت الى نحو 62.9% في عام 2002. وقد وصلت هذه النسبة حوالى 16.5% في السوق السعودى، ونحو 7.1% في السوق المصرى خلال عام 2002.

رابعا: ضعف الفرص المتاحة للتنويع: تؤدي هذه الصفات الرئيسية السابقة الى تقليل الفرصة المتاحة للمستثمر لتنويع محفظة أوراقه المالية؛ وهذه السمة

⁵⁶ Ibid,p9

المشتركة تضع قيودا على إستراتيجيات الاستثمار؛ سواء للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي، وفي معظم البورصات العربية كان قطاع البنوك وقطاع المقاولات يسيطران على حجم التداول، ثم احتلت أسهم المحمول والاتصالات في تستحوذ على نسبة عالية من حجم التداول. ويبدو أن سلوك المستثمر في البورصات العربية أصبحت تحكمه سياسة القطيع، رغم وجود بعض القطاعات الواعدة ذات الربحية العالية.

خامسا: التقلبات الشديدة في الأسعار: ينتج أيضا عن الخصائص الأساسية السابقة صفة أساسية تميز بورصات الأوراق المالية العربية وهي شدة التقلبات في حركة الأسعار، ويعزي ذلك في الأسواق الناشئة إلى اعتمادها على التمويل من المصادر الخارجية المتمثلة في القروض وإصدار المزيد من الأسهم، مع اعتماد أقل على الأرباح المحتجزة، كما أن هذا النمط التمويلي في ظل ما يسمى (الرفع المالي) من شأنه أن يؤدي إلى زيادة حدة التقلب في ربحية السهم وفي قيمته السوقية بالتالي. علما بأن التقلب الشديد في أسعار الأوراق العربية يثير المخاوف لدى المستثمرين الأجانب عند دخولهم السوق أو خروجهم منها. سادسا: درجة تركيز التداول: ويقصد بها نسبة تداول الأسهم النشطة إلى إجمالي حجم التداول، وتعانى كافة البورصات العربية من هذه المشكلة التي تعكس صغر عدد الأسهم ذات الجاذبية، ويشير الخبراء إلى سببين رئيسيين يعزى لها ارتفاع درجة التركيز هما: الأول: احتفاظ بعض كبار المستثمرين بأسهم الشركات الواعدة.

الثاني: انخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة، لا سيما أسهم شركات القطاع العام.

سادسا: قصور الأطر التنظيمية والتشريعية: على الرغم من التطور الملحوظ في هذا الجانب، والاجراءات التي اتخذتها الدول العربية في سبيل تحديث القوانين

والتشريعات المتعلقة بأسواقها -والسابق الإشارة الى جزء منها في مقدمة هذا البحث- الا أنها ما تزال تواجه العديد من أوجه الضعف ولعل أهمها غياب المؤسسات المساندة ذات الأثر المباشر على سوق الأسهم والمكاملة لدوره مثل الشركات صانعة السوق والتي تعمل على تقليل حدة تقلبات الأسعار وتخفيض مخاطر الاستثمار في هذه الأسواق. كما أن العديد من الدول العربية مازالت تفتقر الى مؤسسات التسوية والمقاصة والايدياع والحفظ المركزي والقوانين المنظمة لها، حيث من شأن هذه المؤسسات العمل على تقليل المخاطر وزيادة سرعة التبادل .

سابعاً: قصور الطلب على الأدوات الاستثمارية وضعف نشاط السوق الأولى :تعانى أسواق الدول العربية من تدنى الطلب على الأوراق المالية ولعل ذلك يرجع بصفة أساسية الى انخفاض معدلات الدخول النقدية والادخار الفردى فى عديد من الدول العربية ،بالإضافة الى تدنى الوعى الاستثمارى لدى الكثيرين وخاصة فى الأدوات المالية الجديدة المطروحة للتداول، وكذلك تفضيل البعض حيازة الموجودات الثابتة كالعقارات أو الودائع فى البنوك. ومن جهة أخرى فان أحجام الاصدارات الأولية من الأسهم والسندات للشركات الحديثة والقائمة فى الاسواق العربية مازالت تتسم بالضآلة، حيث بلغت نسبتها الى كل من الناتج المحلى جهة والقروض والتسهيلات المصرفية من جهة اخرى نحو 4%، 10% على الترتيب. ولعل محدودية الوعى المالى لدى المستثمرين الذين غالبا ما يقومون بتوفير احتياجاتهم التمويلية من المصادر التقليدية،بالإضافة الى رغبتهم فى السيطرة على ادارة شركاتهم وعدم خضوعها لمراقبة السلطات والتزامها بقواعد الشفافية والافصاح ومعايير المحاسبة الدولية فى كثير من الأسواق العربية من أهم مصادر ضعف السوق الأولى ،بالإضافة الى غياب مؤسسات التصنيف وترويج و ضمان الاكتتاب والتي من شأنها أن تزيد من اقبال المستثمرين على الاصدارات الجديدة نظرا لما توفره من مساعدة تمكن من اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة.

الفصل الخامس

آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة

تعد البورصات حديثة العهد في معظم الدول العربية فيما عدا مصر ولبنان حيث ظهرت في مصر أول سوق للأوراق المالية في المنطقة العربية، وذلك بقيام بورصة الإسكندرية عام 1883 ثم بورصة القاهرة عام 1898، في حين ان بورصة بيروت لم تظهر الا عام 1920. وبعد ذلك دأبت الدول العربية على إنشاء وتطوير البورصات نظرا لأهميتها في تجميع المدخرات وتوجيهها نحو القنوات الاستثمارية المختلفة في ظل نظام الاقتصاد الحر الذي تبنته معظم الدول العربية منذ منتصف السبعينيات. وقد عملت الدول العربية على تحقيق حلم إنشاء سوق موحده للأوراق المالية في الوطن العربي، حيث بدأ التفكير جديا في إقامة السوق بعد انتصار حرب أكتوبر 1973، وتم طرح فكرة إنشاء السوق على جدول أعمال المجلس الاقتصادي العربي للمرة الأولى في دورته الـ22 في الربع عشر من شهر ديسمبر عام 1976، وقد اتخذ المجلس الاقتصادي في هذه الدورة القرار رقم 649 الخاص بإنشاء السوق حيث يتضمن الموافقة من حيث المبدأ على فكرة إنشاء السوق النقدية والمالية العربية، وتكليف مجلس محافظي البنوك المركزية العربية بالاشتراك مع الأمانة العامة لجامعة الدول العربية بالاستعانة بعدد من الخبراء المتخصصين لاستكمال الدراسات للنظر في الترتيبات اللازمة لنشأة السوق.⁵⁷

57 قامت الأمانة العامة لجامعة الدول العربية بعرض الموضوع على اللجنة الوزارية السداسية والتي عهد إليها باقتراح الحلول الكفيلة بدعم العمل العربي المشترك في المجال الاقتصادي واتفقت على أن تبدأ عملها ببحث تقويم الجهود التي قامت بها التنظيمات العربية وتحديد المعوقات، وقد تطرقت لجنة خبراء التقويم لبحث موضوع

وفى عام 1982 تم إنشاء اتحاد للبورصات العربية في إطار جامعه الدول العربية وكان يضم أربع بورصات فقط في بدايته هي لبنان وعمان وتونس والمغرب وأصبح يضم حاليا معظم الدول العربية؛ ويركز الاتحاد في عمله علي توسيع قاعدة العضوية وتشجيع اقامه بورصات جديدة ونشر الوعي بعمل البورصات بين المواطنين وتشجيع تبادل المعلومات والبيانات الخاصة بنشاط البورصات. ثم بعد ذلك وخلال الفترة منذ 1987 وحتى 1992 بدأت عملية الربط بين البورصات العربية والتي ركزت في البداية علي تبادل تسجيل الأوراق المالية للشركات بين البورصات الأعضاء في عملية الربط ولكن هذه المرحلة كشفت عن بعض المعوقات أهمها اختلاف شروط القيد للشركات وتباين القوانين المنظمة لعمليات التداول... الخ. وتبنت الدول العربية بعد ذلك آلية جديدة للربط بين البورصات من خلال توقيع اتفاقيات ثنائية أو ثلاثية أو متعددة الأطراف وفي هذا السياق جاء التوقيع علي اتفاق التعاون بين سوق الكويت للأوراق المالية والهيئة العامة لسوق المال المصرية في ابريل 1996 والتي انضمت إليها بورصة بيروت في مرحلة تاليه لتصبح اتفاقيه ثلاثية تشرف علي تنفيذها لجنة فنيه ثلاثية وبمشاركه ممثل عن اتحاد البورصات وتم دعم هذا الاتفاق بتوقيع اتفاق للتعاون بين الوسطاء في بورصات الدول الثلاث في يناير 1997 ولكن الملاحظ أن الدول الأخرى لم تتضمن الي هذا الاتفاق الثلاثي كما كان متوقعا وفضلت الدخول في اتفاقيات ثنائية فوقعت كل من البحرين والكويت والبحرين وعمان وعمان والكويت اتفاقيات ثنائية للربط بينها وهو ما يعني عدم التعلية علي الاتفاق الثلاثي والذي كان ينظر إليه باعتباره نواه لقيام بورصة موحدة. ومع شهر سبتمبر عام 2004، تم الاتفاق بين الدول العربية- تنفيذًا لقرار مجلس

السوق العربية المشتركة وأظهرت قصور أطراف التعاون العربي عن بذل جهود جادة لدراسة المؤسسات والتشريعات المتعلقة بالأسواق وإجراء التعديلات الجدية لمعالجة أوجه الضعف. وقد اقتضى العمل في إطار هذه المحاور إجراء بعض الإصلاحات التشريعية والقوانين والنظم العربية بما يؤدي الي تشجيع استثمار الأموال العربية داخل المنطقة العربية، وقد بذلت بعض الجهود في هذا الاتجاه الاصلاحى الخاص بالسوق النقدية والمالية العربية، لكن كل هذه الجهود من أجل إقامة سوق مالية لأسباب منها: عدم ملاءمة البيئة الاقتصادية خلال تلك الفترة لإقامة السوق المالية المشتركة، غياب الإرادة السياسية وعدم إدراك أهمية وجود السوق كإحدى أهم قنوات جذب رؤس الأموال العربية داخل المنطقة العربية، الافتقار الي الآلية المناسبة للوصول الي هدف إقامة السوق المالية العربية المشتركة. راجع: نهلة أبو العز، القوة المالية تبدأ من اتحاد أسواق المال، مجلة البورصة المصرية، الأهرام الاقتصادي، العدد 374، 5 يوليو 2004، ص ص 14-15.

اداره اتحاد البورصات وأسواق المال العربية في دورته الثانية والعشرين - على تشغيل البورصة العربية الموحدة وأخذت من القرية الذكية بمصر مقر لها نظرا لتوافر البنية التحتية المؤهلة لاستيعاب هذه البورصة ، وتم الاتفاق أيضا على معايير مهمة ودقيقة وضعتها اللجنة الفنية المعنية لإدراج الشركات بهذه البورصة ؛منها رأس المال وربحية الشركات في الخمس السنوات الأخيرة ودوران الأسهم إلخ...، وقد تم اختيار شركة مصر للمقاصة للقيام بدور المقاصة ومركز الإيداع للبورصة العربية .وبنك **HSBC** كبنك مقاصة إذ أن له فروع في معظم البلدان العربية حيث يتم تسوية المعاملات المالية بين المتعاملين العرب في البورصة العربية في التوقيتات المحددة لها. ويحقق وجود هذه البورصة عدد من المزايا أهمها

58-:

- أ- إضافة درجة عالية من السيولة للأصول المالية العربية وإدخال شرائح أكثر وأكبر من المستثمرين الى المشروعات العربية بما يؤدي الى زيادة معدلات النمو الاقتصادي.
- ب- تساعد على اعادة تخصيص الموارد العربية بكفاءة اقتصادية أعلى بما يحدث التوازن المطلوب بين مجموع المدخرين العرب ومجموع المستثمرين.
- ج- تساعد على تحقيق الاعتماد الجماعي على الذات العربية ولتكوين تنمية مستقلة في ظل العولمة والاتجاه للمزيد من التكتلات الاقتصادية.
- د- مقابلة احتياجات التنمية الاقتصادية في الدول العربية التي لا تستطيع البنوك التجارية بامكاناتها المعروفة تحمل مسؤوليتها في هذا الصدد.
- هـ- تمثل وسيلة من وسائل الاستثمار وتجميع الادخار بطريقة غير تضخمية.
- و- تقلل من مخاطر وجود الأموال العربية في الاقتصاديات المتقدمة خاصة بعد أحداث الحادى عشر من سبتمبر 2001.

58 نهلة أبو العز، القوة المالية تبدأ من اتحاد أسواق المال،مجلة البورصة المصرية،المرجع السابق،ص 15.

خ- توفير السيولة اللازمة للتبادل التجارى وتعميق العلاقات الاقتصادية العربية بين الدول العربية.

د- احدى وسائل التنسيق العربى.

ذ- تسمح بحرية الدخول والخروج من أسواق الأوراق المالية فى وقت نسبى قصير.

ر- تضمن الحصول على الحقوق المتبادلة للمتعاملين فى هذه الأسواق.

ز- تتيح التنويع للمحافظ الكبرى للدول وكبار المتعاملين.

س- تساعد على التنويع الأكفأ للموارد على أحسن المشروعات الاستثمارية العربية.

وثمة دعائم أساسية يجب توافرها لتنشيط البورصة العربية الموحدة، ويتمثل أهمها فيما يلى :-

- توسيع الطاقة الاستيعابية للاقتصاديات العربية وذلك بتوفير مشاريع إنتاجية وخدمية ذات ربحية مجزية
- إفساح المجال أمام المبادرات الفردية والقطاع الخاص والمؤسسات فى الدول العربية وتهيئة المناخ اللازم لتشجيعهم للمشاركة فى النشاط الاستثماري.
- ضرورة العمل على إيجاد الأطر التشريعية والتنظيمية المرنة والتي تتلاءم مع المستجدات والمتغيرات العالمية والإقليمية وبما يضمن الحماية اللازمة لحقوق المتعاملين .
- تنوع أدوات الاستثمار المالى مما يزيد من فرص الاختيار أمام المتعاملين وفق مصالحهم واتجاهاتهم وبما يغرى المدخرين بالتعامل فى السوق المالية، وبالتالي توسيع الأسواق الثانوية بما يساعد على توفير السيولة بسوق المال باستمرار .
- تطوير وتحديث البنية الأساسية والعمل على استخدام التطورات الحديثة فى مجال الاتصالات وخاصة شبكة الانترنت والعمل على تحديث المكاتب المتخصصة فى مجال السمسرة والمحاسبة والمراجعة والقانون بالإضافة الى

استخدام المعايير الدولية الحديثة فيما يختص بحوكمة الشركات لضمان حقوق المساهمين .

ويمكن بلورة عدد من المقترحات بصورة مجملّة- لتفعيل البورصة العربية كما يلي:-⁵⁹

أولاً: ضرورة العمل على تهيئة المناخ الملائم للاستثمار وتحسين الأوضاع والظروف التي تتم فيها العملية الاستثمارية ومعالجة أوجه القصور التي تعاني منها أسواق الأوراق المالية العربية وتحديث من إمكانات تطوير وربط هذه الأسواق سواء في مجال نقص المعلومات وعناصر الشفافية والإفصاح المالي وأساليب ونظم الإدارة المالية العاملة في أسواق رأس المال العربية مع استمرار العمل على تطوير واستكمال تنظيم الأطر القانونية والمؤسسية للأسواق المالية وإزالة بقايا الاختلافات في التشريعات والتنظيمات المنظمة للأسواق المالية العربية وتنسيق السياسات الاقتصادية الاستثمارية وخلق ودعم المؤسسات وأدوات التعامل الحديثة في الأسواق العربية ، وأيضاً التعاون في مجال تبادل الخبرات المستحدثة وخاصة في مجال تنشيط الأدوات المالية والاستثمارية الحديثة ودراسة إمكانية تقديم بعض المزايا والإعفاءات الضريبية لأدوات الاستثمار المالي لمدد محددة من تاريخ مباشرة النشاط، بالإضافة إلى إلزام شركات الوساطة بضمان الصفقات التي تتم من خلالها حتى لو أخفق عملاؤها.

ثانياً: عمل خطة إعلامية لنشر الوعي الاستثماري والتعريف الإعلامي بفرص وإمكانيات مزايا الاستثمار المالي بين الدول العربية. ويمكن أن تتم التوعية المطلوبة من خلال الوسائل التالية :-

1- الترويج للشركات المساهمة العربية من خلال تصميم موقع الكتروني لنشر بيانات كافية وسهلة الاستقراء على جمهور المستثمرين العرب بالإضافة الى

⁵⁹ حسين عبد المطلب الأسرج، آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة، بحث تحت الطبع، مجلة شؤون عربية، جامعة الدول العربية

ما يتم نشره عند الدعوة للاكتتاب فى اصدارات جديدة من الأسهم وبحيث تشمل نشرة الاكتتاب على كل ما يهم المستثمر العربى ويساعده على اتخاذ القرار المناسب له.

2- تبسيط البيانات الدورية المنشورة عن أنشطة الشركات العربية وبصفة خاصة الميزانية السنوية وحسابى الأرباح والخسائر والتوزيعات وتقارير مجالس الإدارة ودراسة امكانية ارسالها للمساهمين حتى يكونوا على بينة بأحوال شركتهم واشعارهم بأنهم ملاك حقيقيون للشركة ، ومن ثم يتعمق مفهوم الملكية لديهم ويزيد من حماسهم للمساهمة فى الشركات.

3- دراسة امكانية اعداد مقرر موحد عن أسواق الأوراق المالية وكيفية التعامل فيها يتم تدريسه فى الجامعات والمدارس التجارية العربية، وإمداد الأساتذة بالدراسات والتقارير التى تعكس تطورات هذه الأسواق ، وأيضاً ترتيب زيارات لطلاب الكليات والمدارس التجارية للبورصات ، تمكيناً لهم من المشاركة الإيجابية فى نشاط السوق بعد تخرجهم.

4- إقامة الندوات واللقاءات فى أماكن التجمعات المختلفة ، بما فى ذلك تجمعات العرب فى الخارج للتعريف بأهمية الاستثمار بالشركات المساهمة العربية من خلال أسواق الأوراق المالية العربية، وصناديق الاستثمار العربية ، وجدوى الاستثمار فيها من جانب المدخرين سواء بالنسبة لما يعود عليهم مباشرة أو ما يعود على مجتمعهم .

5-تشجيع إنشاء نواذى الاستثمار العربية التى تساهم فى زيادة الوعى الاستثمارى فى الأوراق المالية، وبناء جيل من المستثمرين المثقفين العرب يمكن الاعتماد عليه.

6-زيادة الوعي الادخارى والتوظيفى لدى صغار المدخرين العرب من خلال وسائل الاعلام المقروءة والمسموعة والمرئية .

ثالثا: زيادة مستوى التدفقات المالية العربية البينية من خلال:60

- أ العمل على إشراك مستثمرين فى عدة أقطار عربية فى مشاريع إنتاجية قطرية إقليمية ومشاركة عن طريق إصدار أسهم وسندات .
- ب تشجيع إدراج أسهم وسندات الشركات العربية فى البورصة العربية الموحدة كوسيلة لتنشيط حركة رؤوس الأموال العربية.⁶¹
- ت إنشاء شركات للقيام بدور صانع السوق للأسهم **market maker** والسندات فى البورصة العربية الموحدة بهدف تأمين توافر السيولة اللازمة.
- ث الترويج للشركات العربية المتعددة الأقطار على غرار الشركات المتعددة الجنسية.

رابعا: ابتكار وتطوير الأدوات المالية: حتى تتمكن البورصة العربية الموحدة من تنمية المدخرات وتعبئتها فلا بد من توافر أوراق مالية نشطة وجاذبة لمختلف المستثمرين بالسوق ، ذلك أن المستثمر يشتري الورقة التى تحقق له أقصى منفعة من الاستثمار (مزيح من العائد والمخاطرة) وحيث أن المستثمرين يختلفون فى

⁶⁰ ناجى التونى ،برنامج التدفقات المالية واشكالاتها،المعهد العربى للتخطيط، الشهادة القطرية المنعقدة بجمهورية مصر العربية ،10-14 يناير 2004 ،ص ص 135-136

⁶¹ هناك عدد من البدائل الممكنة لتطوير تداول الأوراق المالية عبر الحدود فيما بين الدول العربية منها أن يسمح لأية شركة مساهمة أنشئت فى ظل القوانين المعمول بها فى أحد الدول العربية،بإدراج أسهمها للتداول فى سوق الأوراق المالية فى أى دولة عربية بجانب دولة المنشأ،شريطة استيفاء الشروط القانونية الجارى العمل بها،صياغة شروط متفق عليها بين الدول العربية لعملية الإدراج عبر الحدود مثل تحديد مستويات قصوى لحجم رأس المال أو الأصول أو المبيعات أو غيرها من مؤشرات الحجم،وأيضا اشتراط حدود دنيا للتوزيعات الخارجية وضرورة استيفاء عدد من السنوات فى مزاولة النشاط... الخ،ودراسة امكانية انشاء هيئة عربية للقيام بصياغة هذه الشروط والإشراف على تطبيقها.لمزيد من التفاصيل حول هذه البدائل راجع صندوق النقد العربى ،"السياسات المالية وأسواق المال العربية"،تحرير سعيد النجار، أبو ظبى،الامارات العربية المتحدة،1994،ص ص 128-131

درجة خوفهم من المخاطرة ،فإن الورقة المالية التي تجذب مستثمراً معيناً ، قد لا تجذب مستثمراً آخر . وبالتالي فإنه لزيادة عدد المستثمرين بالبورصة العربية الموحدة ، يلزم وجود أوراق مالية ذات جاذبية لمختلف المستثمرين والمدخرين ، لأن زيادة عدد المستثمرين بالسوق يؤدي لزيادة كفاءة السوق . لذلك فإنه يجب تطوير كل من سوق الأسهم وسوق السندات على النحو التالي:-62

أولاً : العمل على تنشيط سوق الأسهم وذلك من خلال:-

1-ضرورة التوسع في اصدار الأسهم لحاملها حيث تكون الأسهم العادية اما مسجلة (اسمية) أو تكون أسهم لحاملها ،وفي حين يسمح لحاملها حضور اجتماع الجمعية العامة ، الا أنه لا يكون لهم حق التصويت. وسوف يعمل التوسع في اصدار مثل هذه الأسهم على تنشيط السوق من خلال جذب مستثمرين جدد يرغبون في الدخول في مجال الاستثمار في الأسهم دون الإعلان عن أسمائهم .

2-ضرورة وجود أسهم ممتازة ، حيث أن حامل السهم الممتاز له الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم ، كما أن له أولوية على حملة الأسهم العادية في أموال التصفية ، وفي ضوء انخفاض أسعار الفائدة فإن اصدار مثل هذه الأسهم قد يتضمن إعطاء المنشأة الحق في استدعاء الأسهم التي أصدرتها ، مقابل مبلغ يفوق القيمة الاسمية للسهم ، واحلالها بأسهم ممتازة أخرى ذات معدل ربح منخفض مما يؤدي لخفض تكلفة التمويل بالمنشأة .

3-التوسع في اصدار انواع متعددة من الأسهم العادية،تأتي الأسهم العادية في مقدمة الأوراق المالية التي تتداول في أسواق رأس المال،ويمكن أن يتم اضافة عدة أنواع من هذه الأسهم لجذب مزيد من المستثمرين مثل ما يلي :-

⁶² راجع :-رسالة الماجستير للباحث بعنوان "دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر"،قسم الاقتصاد،كلية التجارة بينها،جامعة الزقازيق ،2002،ص ص 138-141 .
-منير ابراهيم هندی ،"الأوراق المالية وأسواق رأس المال"،(الاسكندرية:توزيع منشأة المعارف،1997)،ص ص 672-686

- الأسهم العادية المضمونة، وهى تلك الأسهم التى تعطى لحاملها الحق فى مطالبة المنشأة بالتعويض، اذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم عند مستوى معين خلال فترة محددة عقب الاصدار. وهذا النوع من شأنه أن يجذب نوعية المستثمرين المترددين فى التعامل فى أسواق رأس المال.
 - الأسهم المخصصة للعاملين، بأن تعمل الحكومات العربية فى ظل خصخصة الشركات المملوكة لها بتخصيص نسبة للعاملين فى هذه الشركات لزيادة عدد المستثمرين فى الأوراق المالية.
- تشجيع انشاء صناديق الاستثمار العربية، ففى معظم الدول العربية قد تكون الموارد المالية المتاحة للمستثمر العادى قليلة الى الحد الذى لا يمكنه من تشكيل محفظة أوراق مالية تحقق له تخفيض المخاطر، بالإضافة الى نقص الخبرة الاستثمارية لديه، ولذلك فان بناء محفظة من الأوراق المالية تتوافر فيها كافة متطلبات التنوع بما يتلاءم مع المستثمر الصغير والكبير فى اى قطر من شراء حصة أو أكثر فى حدود ما تسمح به موارده المالية كما يمكن للشركات وايضا الحكومات المشاركة فى مثل هذه الصناديق.

ثانياً : العمل على تنشيط سوق السندات:

تشكل السندات نحو 70% من حجم التعامل فى أغلب اسواق المال فى العالم، الا ان سوق السندات فى البورصات العربية تبدو محدودة بالنسبة لهذه الورقة الهامة، على الرغم من الاتفاق على أن سوق السندات قد تفوق أهميته سوق الأسهم فى خلق حركة نشطة داخل السوق وذلك فى السنوات الأولى من عمر السوق، حيث تنزايد الممارسات غير الأخلاقية . فالسندات تتميز بالعائد المعروف مسبقا بالإضافة الى ضآلة المخاطر، حيث تتمتع السندات بالاستقرار والبعد عن التذبذب فى الأسعار الذى تعاني منه الأسهم، وبالتالي فان السندات تعتبر ملاذاً آمناً للاستثمار لأنها تحتفظ بقيمتها ثابتة ومخاطرها قليلة ومحسوبة.

وتلجأ الشركات الى استخدام السندات لتمويل أنشطتها باعتبارها مصدرا قويا للتمويل أكثر استقرارا وأقل تكلفة مما يتيح لها التوسع فى أنشطتها وتوزيع محافظها المالية والمشاركة فى مشروعات جديدة، ولكى تلعب السندات هذا الدور المتميز لابد لها أن تتصف بالتنوع والملاءمة خاصة لصغار المستثمرين.ويمكن تنشيط ذلك السوق من خلال ما يلى :-⁶³

1-ربط تمويل العجز فى الموازنة العامة بتطوير سوق الأوراق المالية وذلك بالاقتران فى التمويل مستقبلا على إصدار السندات والأذون ذات الآجال المختلفة وبأسعار فائدة سوقية مناسبة وطرحها للاكتتاب العام ، بغية جذب مدخرات الأفراد من ناحية ، وتمويل جانب من العجز بمصادر غير تضخمية وترشيد الانفاق العام.على ان يتم الجزء الكبير من الطرح عن طريق شركات التعامل والمتاجرة فى السندات **Bond Dealer** مع مراعاة آليات السوق وأسعار الفائدة عند تحديد العائد وأيضا جاذبيته للمستثمر.

2-طرح سندات طويلة الأجل لتمويل مشروعات البنية الأساسية بدلاً من الاعتماد فى تمويلها على الموازنة العامة للدولة.

3-تشجيع الشركات المساهمة بإصدار السندات التى تتفق واحتياجاتها التمويلية.

4-الاهتمام بالسندات القابلة للتحويل الى أسهم ، وهى أداة مالية غير مستغلة فى كثير من البورصات العربية ، وهذا النوع من السندات يحمل إمكانية تغييره إلى سهم بحق ملكية إذا ما رغب حامل السند فى ذلك ، وهى من الأدوات التى تشجع المستثمر على التعامل فى سوق الأسهم بصورة غير مباشرة من خلال الدخول إلى السوق عن طريق السندات والمتابعة من خلالها لأداء الشركة المستثمر فيها ،فإذا ما أطمأن المستثمر إلى أدائها وأراد أن يمارس حقوق الملكية كحضور الجمعية العمومية والتصويت على اختيار الإدارة،يمكنه تحويل هذا السند إلى سهم.

⁶³ راجع بحث تحت الطبع للباحث بعنوان "آليات تفعيل البورصة المصرية"،مجلة مصر المعاصرة،الجمعية المصرية للاقتصاد السياسى والتشريع والاحصاء،العدد 475-476

5-دراسة امكانية اصدار سندات يرتبط عائدها بمعدلات التضخم التي تصدر عن البنوك المركزية وذلك لتغطية الانخفاض فى القوة الشرائية للأموال المستثمرة فى السندات .

6-دراسة امكانية اصدار سندات تتحدد عوائدها بنسبة من الربح الذى يحققه حامل السهم العادى فى نفس المنشأة

7- تشجيع بعض أنواع السندات المضمونة بالأصول الثابتة أو الرهن العقارى .

8- الاهتمام باصدار السندات بالعملات الأجنبية لجذب مزيد من رؤوس الأموال الأجنبية .

ثالثاً : دراسة إمكانية الأخذ بالصيغة الإسلامية فى الأوراق المالية .

فى الواقع أن الأخذ بصيغ التمويل الإسلامية يعمل على الربط المباشر بين الإدخار والاستثمار ، ومن ثم تسهم بصورة أكثر فعالية فى توجيه المدخرات نحو المشروعات ، وهو ما يساعد على الإسراع فى التنمية ، فضلاً عما يحققه للمدخرين من استيعاب كل أو بعض آثار التضخم ، وأيضاً يتيح تنوعاً فى الأدوات المالية المطروحة فى السوق ، حتى ينتقى المدخرون ما يلائمهم منها ، ولاشك أن تعميق مفاهيم صيغ التمويل الإسلامية أمر من شأنه تدعيم سوق الأوراق المالية وزيادة نشاطها .⁶⁴

⁶⁴ يمكن تقسيم أدوات الاستثمار الإسلامية القابلة للتداول الى :1-أسهم المشاركة،وهى تمثل ملكية شائعة فى جملة أصول الشركة،ويكون لأصحابها حق الادارة والتصويت عند اتخاذ القرارات .2-أسهم القراض،وتمثل ملكية فى رأس المال المقدم للعمل فيه دون أن يكون لأصحابها حق التدخل فى الادارة ولا التصويت عند اتخاذ القرارات .3-صكوك المشاركة المخصصة،وهى تمثل حصصاً استثمارية فى مشروع أو مشروعات محددة،وليس لأصحابها حق الادارة ولا التصويت عند اتخاذ القرارات،إذا كانت المشاركة فى صورة قراض.ويتم تداول هذه الأدوات فى السوق المالية على أساس أن تكون الأصول التى تمثل هذه الأدوات موجودة فعلياً تعبر أسعارها السوقية عن تفاعل حر لقوى العرض والطلب دون مزايدات وهمية (النجش)،وأن تخضع هذه الأدوات للتقويم المالى من قبل خبراء متخصصين كل سنة على الأقل.راجع:عبد الفتاح عبد الرحمن عبد المجيد،"اقتصاديات النقود:روية اسلامية"،(القاهرة:النشر الذهبى ،ص 56

وتؤدى مثل هذه الأدوات الى جذب فئة معينة من المستثمرين لاعتقادهم أنها تشبع لديهم حاجة خاصة، فبرغم أن البنوك الاسلامية قد تتيح لعملائها عائداً قد يقل عن العائد فى البنوك الأخرى، إلا انها تجد من ينجذب اليها من المستثمرين الذين يعتقدون فى حرمة التعامل مع البنوك التجارية باعتباره نوع من الربا من جهة أخرى-وبغض النظر عن التجاوزات التى حدثت من سوء التصرف الاستثمارى لشركات توظيف الأموال فى مصر- نتيجة لعدم وجود ضوابط تحكم عمل هذه الشركات وتنظم انشطتها بما يصون حقوق المدخرين ، إلا أنه بدراسة هذه التجربة يمكن استخلاص أمرين:-

أولهما : أن هناك مدخرات تبحث عن قنوات استثمارية ذات عائد مجز وفرتها شركات توظيف الأموال. وثانيهما : أن هذه الشركات قامت فى بيئة اجتماعية وثقافية مواتية ، إذا استطاع القائمون عليها أن يلامسوا عقيدة الأمة ، ويقدموا نموذجاً للاستثمار ينسجم مع أحكام الشريعة الإسلامية ولا يتعارض معها. وهو ما يوجب دراسة هذه التجربة بشكل مجرد بكل مالها وما عليها لاستخلاص الدروس المستفادة منها والتي يمكن الاسترشاد بها لتطوير سوق الأوراق المالية.

رابعاً : دراسة ادخال المشتقات فى البورصات العربية:

أدى التطور فى صناعة الاستثمار فى الأوراق المالية الى استحداث العديد من الأدوات المالية والتي من أبرزها المشتقات **Financial Derivatives** وقد نشأت هذه الأدوات لادارة المخاطر وتطور استخدامها بحيث أصبحت الآن من أهم أدوات الاستثمار، حيث ساعد التطور السريع فى مجال المعلومات من حيث السرعة والدقة ودرجة الثقة إلى تعدد المراكز المالية العالمية وتشجيع المضاربة والتوسع فى التعامل خارج الحدود ، وزيادة المنافسة بين المؤسسات المالية ، الأمر الذى أدى إلى تدهور عوائد بعض هذه المؤسسات خاصة فى الولايات المتحدة وأوروبا الغربية خاصة فى ظل الرقابة المصرفية على أنشطتها. وفى ظل هذه الضغوط من المنافسة

وتدهور العوائد ، كانت المشتقات **Derivatives** مخرجا لهذه المؤسسات من ناحيتين ،الأولى : أنها أدوات مالية توفر عوائد جديدة لهذه المؤسسات (خاصة المصرفية) ، الثانية: أنها تنقل النشاط المصرفي من داخل الميزانية إلى خارجها ، وبالتالي لا تخل بقواعد الرقابة المصرفية.وفيما يلي نبذة مختصرة عن هذه الأدوات⁶⁵.

أولا : تعريف المشتقات :

تعتبر المشتقات من أهم أدوات التعامل الحديثة في الأسواق المالية العالمية ، وقد بدأ التعامل في هذه الأدوات منذ أوائل السبعينيات مع التقلبات الحادة التي شهدتها الأسواق المالية ، فيما يتعلق بمعدلات العائد (أسعار الفائدة) ، وأسعار الصرف ، وأسعار الأسهم ، وذلك بهدف التحوط ضد مخاطر التقلبات في تلك الأسعار.وقد تصاعد حجم التعامل في الأدوات المالية المشتقة خلال الثمانينات وبشكل واضح

65 راجع:-

- رسالة الماجستير للباحث بعنوان: دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر،كلية التجارة ببها،جامعة الزقازيق،2002،ص ص 39-44
- أحمد محمد صلاح ، "الأدوات المالية المشتقة : تحد جديد للمراجعين" ، المؤتمر العلمى السنوى الثالث لكلية تجارة بنها ، "مابعد الإصلاح المالى فى مصر: رؤية مستقبلية فى ضوء تحديات القرن الحادى والعشرين" ، بنها 10-11 نوفمبر 1998 ،ص ص 787-793
- جاسم محمد المتعب الحدب الشمري ، "المشتقات : أحد تحديات أسواق المال العربية" ، المؤتمر العلمى السنوى لكلية التجارة ببها ، "مابعد الإصلاح المالى فى مصر : رؤية مستقبلية فى ضوء تحديات القرن الحادى والعشرين" ، بنها 10-11 نوفمبر 1998،ص ص 759-765
- بنك مصر ، "المشتقات كأدوات حديثة فى أسواق المال العالمية" ، أوراق بنك مصر البحثية ، العدد (3)،1998، ص ص 1-47
- بدر نبيه ارسانيوس،"أساليب المعالجة المحاسبية للمشتقات المالية"،مجلة المال والاقتصاد،جمعية الاستشارات المصرية ،العدد الثانى،أغسطس 2001،ص ص 129-144
- Keith Redhead, Introduction to Financial Futures and Option ,(London: Wood Head- Fulkner Limited,1990),pp62-104
- Houthakker,P.S &P.J.williamson, "The Economic of Financial Markets",Opcit, p.p 202-45
- Dumas B., & Blaise A., " Financial Securities, Market Equilibrium and Pricing Methods", (London:Chapman & Hall,1996),pp157-226

خلال التسعينيات ، نظر لزيادة هذه المخاطر مع تزايد اللجوء إلى التمويل من خلال الأسواق المالية الدولية.⁽⁶⁶⁾

وتعرف المشتقات على أنها عقود مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد (مثل الأسهم والسندات والنقد الأجنبي والذهب.. الخ) ، بهدف التحوط ضد مخاطر التغيير المتوقع في أسعار تلك الأصول.⁽⁶⁷⁾

يتضح من ذلك أن مفهوم المشتقات يقوم على بناء علاقات تعاقدية بهدف الاستفادة من مزايا لم تستطع الأدوات المالية الأساسية تقديمها ، أو أنها تجنب المتعاملين مخاطر تعاقدية معينة ، وهذا أدى إلى ظهور مصطلح جديد هو الهندسة المالية للدلالة على الأسلوب الإنشائي في تكوين هذه الأدوات.

ثانياً : أهمية المشتقات :

يمكن إرجاع أهمية الأدوات المالية المشتقة إلى ما تحققه من مزايا أهمها:-

1-أهميتها في الحد من المخاطر :

يعتبر الحد من أو تجنب المخاطر هو أهم الأغراض التي أدت إلى استخدام المشتقات ، حيث أن هذه الأدوات إذا ما أحسن استخدامها والرقابة عليها فإنها تساعد المنشآت في إدارة مخاطرها المالية بشكل يسهم بفاعلية في خفض مخاطر أي تغييرات مستقبلية في قيمة الأصول المرتبطة بها عن طريق نقل عبء هذه المخاطر من طرف يتعرض لها لكنه لا يرغب في تحملها (مشتري العقد) إلى طرف آخر لا يتعرض لها ولكنه يرغب في تحملها (بائع العقد) وذلك في مقابل تكلفة معينة تمثل

⁽⁶⁶⁾ بلغ إجمالي حجم التعامل في المشتقات المالية في البورصات المنظمة نحو 387.7 تريليون دولار خلال عام 1998 ، بزيادة بلغت 31 تريليون دولار بنسبة 8.7% عن عام 1997 ، راجع: البنك المركزي المصري ، التقرير السنوي لعام 1999/98 ، ص 9 .
⁽⁶⁷⁾ (البنك المركزي المصري، أدوات التعامل الحديثة في الأسواق المالية، مرجع سابق، ص ص 99-110.

قيمة العقد ذاته وبعبارة أخرى ، فإن المشتقات لا تلغى المخاطر فى السوق ، وإنما تعيد توزيعها فقط وبثمن ، حيث تستخدم هذه الأدوات لتجزئة المخاطر وتقسيمها على الراغبين فى تحملها ، وهم الذين يفترض أن لديهم أدوات القياس والتنبؤ الملائمة وهذا بدوره يؤدي إلى التحكم فى تكلفة المخاطر وتوزيعها ، وتحسين كفاءة الاقتصاد القومى .

2- أهميتها فى زيادة إيرادات المنشآت :

فى ظل المنافسة الشديدة بين المؤسسات المالية ، أصبحت المشتقات تحقق مزايا فى جلب إيرادات جديدة ، وتنوع المحافظ الاستثمارية وزيادة عدد المتعاملين مع المؤسسات المالية ، وبالتالي زيادة العوائد والرسوم نتيجة تزايد كفاءة ونوعية الخدمات التى تقدمها المؤسسات المالية . ولم يقف الأمر عند ذلك ، وإنما تعد إلى تحقيق غرض المضاربة ، وذلك من منطلق الاعتقاد السائد بأن الدخول فى عمليات ذات مخاطر محتملة عالية ، وإنما يعنى إمكان الحصول على عوائد محتملة عالية ، وذلك باستغلال التقلبات المتوقعة فى السوق ، حيث يعتقد المضارب أن أسعار السوق للأدوات المالية أو السلعة أو المؤثرات المرتبطة بها سوف تتغير ، وبالتالي فإن الأداة المشتقة يمكن أن تتيح صافى تدفق نقدى إلى الداخل ، أو سيتم بيعها مستقبلاً بأرباح .

ثالثاً : أنواع المشتقات :

تتكون الأدوات المالية المشتقة من " عقود الخيار والعقود الآجلة والعقود المستقبلية وعقود المقايضات ، والأدوات المالية الأخرى ذات الخصائص المشابهة " ، وفيما يلى نبذة عن هذه الأنواع :

1- عقود الخيار : options

عقود الخيار هي عقود يحق بموجبها تنفيذ أو عدم تنفيذ عملية ما - بيعاً أو شراء - لقدر معين من أصل في تاريخ لاحق ، وبسعر يحدد وقت التعاقد وهناك نوعان أساسيان من عقود الخيار ، هما خيار البيع ، وخيار الشراء ، يضاف إليهما نوع ثالث يعطى الحق في الشراء والبيع معاً ويلتزم بائع حق الخيار بإيداع هامش **Margin** لدى بيت السمسرة الذي يتم التعامل معه في حالة عدم الحيازة الفعلية للأصل محل التعاقد أو في حالة عدم وجود رصيد له لدى بيت السمسرة بما يعادل قيمة تنفيذ الصفقة .

2-العقود الآجلة : Forward Contracts

يقصد بالعقود الآجلة ، تلك العقود التي تعطى لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالى أو عيني بسعر محدد مسبقاً ، بحيث يتم التسليم في تاريخ لاحق. وتعتبر العقود الآجلة عقوداً شخصية يتفاوض الطرفان على شروطها ، بما يتفق وظروف كل منهما ، ومن ثم فهي لا تتداول في البورصة ، كما أنه لا يوجد لهذا النوع من العقود سوق ثانوية.

3-العقود المستقبلية : Futures

تعتبر العقود المستقبلية عقوداً آجلة ، لكنها قابلة للتداول في البورصة ، وتعطى لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالى أو عيني محدد مسبقاً ، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق ، ويلتزم كل من طرفي التعاقد بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى بيت السمسرة في شكل نقود أو أوراق مالية ، بهدف حماية كل منهما من المخاطر التي يمكن أن تترتب على عدم مقدرة أحد الطرفين على الوفاء بالتزاماته تجاه الطرف الآخر. ويتمثل وجه الخلاف الرئيسى بين العقود المستقبلية وعقود الخيار ، في أن العقود المستقبلية واجبة التنفيذ ، بينما تعطى عقود الخيار لمشتريها الحق في تنفيذ العقد من عدمه ، كما أنه لا يجوز استرداد قيمة العلاوة المدفوعة في حالة عقد الخيار ، في حين أن الهامش المبدئى الذى يودعه كل

من طرفى العقد المستقبلى لدى بيت السمسرة يمكن استرداده بالكامل فى حالة تنفيذ العقد⁽⁶⁸⁾.

4- عمليات المقايضة: Swaps

عمليات المقايضة عبارة عن اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من الأصول المالية أو العينية تتحدد وفقا له قيمة الصفقة أنيا ، على أن يتم تبادل الأصل محل التعاقد فى تاريخ لاحق . ورغم ممارسة صانعى السوق لأنواع مختلفة من عمليات المقايضة ، إلا أن العمليات الخاصة بمعدلات العائد والعملات ، تمثل أهم أنواع تلك العمليات⁽⁶⁹⁾.

ولارىب فى أن دخول المشتقات إلى الأسواق العربية يعد نتيجة حتمية لتطور هذه الأسواق وارتباطها بالظروف والأسواق العالمية ، فعندما يزيد الوعى الاستثمارى للمستثمر العربى وتنتشر المعلومات الدقيقة والمفيدة وتتضح آليات السوق وتتوافر الكوادر المؤهلة فإنه لابد من إدخال مشتقات الأوراق المالية والتي تعتبر أدوات للمضاربة فى الأسواق المتقدمة ، ويحتاج ذلك ثلاثة أمور:-

1. الاستعانة بالخبراء الممارسين لهذا العمل فى الأسواق الخارجية ونقل خبراتهم الى البورصة العربية الموحدة وتدريب العاملين فيها.

⁽⁶⁸⁾ زاد حجم التعامل السنوى فى كل من العقود المستقبلية وعقود الخيار فى البورصات المنظمة من نحو 123.4 تريليون دولار خلال عام 1990 إلى نحو 340.2 تريليون دولار خلال عام 1994 ، بمتوسط معدل نمو سنوى قدره 28.9% خلال الفترة (1991-1994) ، بنحو 51.3% خلال عام 1994 وحده ، ارتفعت لتصل الى 356.8 تريليون دولار عام 1997 ، راجع فى ذلك:

- البنك المركزى المصرى ، أدوات التعامل الحديثة فى أسواق المال العالمية ، مرجع سابق ، ص 113 .
- البنك المركزى المصرى ، التقرير السنوى لعام 97/98 ، ص 6 .

⁽⁶⁹⁾ هنالك عدة أنواع من عمليات المقايضة منها مقايضة معدلات العائد ، وعمليات مقايضة العملات ، وعمليات مقايضة حق الخيار ، وعمليات مقايضة الأسهم ، وعمليات مقايضة السلع . كما ظهرت أنواع أخرى من عمليات مقايضة العائد مثل عقود الحد الأقصى لمعدلات العائد لحماية المقرض ، وعقود الحد الأدنى لمعدلات العائد لحماية المقرض ، وعقود الحماية المتبادلة بين المقرض والمقترض .
راجع فى ذلك:

- البنك المركزى المصرى ، أدوات التعامل الحديثة فى الأسواق المالية ، مرجع سابق ، ص 102 – 105 .
- بنك مصر ، المشتقات المالية كأدوات حديثة فى أسواق المال العالمية ، مرجع سابق ، ص 37-47 .
- البنك الأهلى المصرى ، المشتقات ، مرجع سابق ، ص 18 - 20 .

2. قيام اتحاد البورصات العربية بوضع المعايير والقواعد والقوانين المنظمة لعمل هذه الأدوات وطرحها للنقاش لتلافي أو تقليل المخاطر التي قد تتجم عن استخدامها.
3. توعية جمهور المستثمرين العرب بهذه الأدوات وأهميتها وأساليب استخدامها.

الملاحق

مرفق

اسواق المال العربية واهم التشريعات المنظمة لها⁷⁰

أ	أسواق المال العربية غير المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي حتى نهاية 2003	
م	الدولة	السوق
1	مصر	الهيئة العامة لسوق المال
<p>اتجه الاهتمام في مصر منذ فترة مبكرة بالاستثمار عن طريق الأوراق المالية ، إذ أنشئت أول بورصة في الإسكندرية عام 1883 م ، ثم أنشئت بورصة القاهرة بعدها بسبع سنوات ، أي في عام 1890. وبعد أن كانت المبادلات تتم في الشوارع أو على المقاهي ، اتفق السماسرة على تنظيم أعمالها عام 1903 ، وصدر الأمر العالمي في 8 نوفمبر عام 1909 ، بإصدار أول لائحة للبورصة ، وتم تعديلها في عامي 1910 ، 1912 ، ثم عدلت بعد ذلك بموجب المرسوم الصادر بتاريخ 31 من ديسمبر عام 1933 بإصدار لائحة جديدة لبورصات الأوراق المالية ، والتي عدلت هي الأخرى في عام 1940 ثم عدلت في عام 1947. ومع منتصف السبعينيات ، ظهرت نظرة جديدة لسوق الأوراق المالية ، وقامت الحكومة بإنشاء الهيئة العامة لسوق المال بموجب القرار</p>		

⁷⁰ حسين عبد المطلب الأسرج، تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (1994-2003) مع دراسة خاصة بالبورصة المصرية، سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعي، العدد 79، الكويت، ديسمبر 2004، ص ص 105-116

<p>الجمهورية رقم (520) لسنة 1979 ، بهدف تنظيم وتنمية سوق المال ومراقبة حسن قيام هذه السوق بوظائفها ، وكذلك العمل على تنمية وتدعيم المناخ الملائم للادخار والاستثمار وتعبئة رؤوس الأموال اللازمة للمشاركة في التنمية. ودأبت الحكومة على اتخاذ عدة إجراءات و إصدار عدة قوانين ، وإدخال العديد من التعديلات على التشريعات المؤثرة في هذه السوق ، بهدف زيادة ثقة المستثمرين في الاقتصاد المصري، وإعادة تنشيط سوق الأوراق المالية ، ولعل أهمها كان إصدار قانون سوق رأس المال رقم (95) لسنة 1992 ولائحته التنفيذية رقم 135 لسنة 1993 بغرض تنشيط سوق الأوراق المالية ، وقد شدد القانون على ضمان الشفافية والإفصاح لبيت الثقة لدى المستثمرين ، كما تضمن أيضا تنظيم إصدار وتداول الأوراق المالية والشركات العاملة في هذا المجال ، واستحداث بعض الأحكام الجديدة المتعلقة بتنظيم إنشاء الشركات المساهمة.</p>			
<p>بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن أوائل عقد الثلاثينات. ونظرا لغياب سوق منظم، كان التداول بأسهم هذه الشركات يتم من خلال مكاتب غير متخصصة. وقد أدى غياب سوق منظم لتداول أسهم هذه الشركات أو السندات الحكومية، إلى التفكير جديا بإنشاء سوق للأوراق المالية، ودعت خطط التنمية الاقتصادية المتعاقبة لإنشاء مثل هذا السوق ولتحقيق ذلك، أعد البنك المركزي الأردني دراسات حول إنشاء هذا السوق وتبيان مدى الحاجة إليه، وذلك بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي. وبينت هذه الدراسات أنه من المتوقع</p>	سوق عمان المالي: 71	الأردن	2

⁷¹ صندوق النقد العربي، "الأسواق المالية العربية المشاركة في القاعدة: نشأتها وتطورها"، مرجع سابق، ص 5

<p>أن يساهم القطاع الخاص من خلال الشركات المساهمة فى التطور الاقتصادى وتعزيز نشاطه ونتيجة لذلك، تم تأسيس سوق عمان المالى بموجب القانون المؤقت رقم (31) لسنة 1976. وتم تشكيل لجنة إدارة السوق بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 1977/3/16، وبأشرت اللجنة مهمتها منذ ذلك التاريخ بعضوية ممثلين من القطاع الخاص يمثلون غالبية الأعضاء إلى جانب ممثل عن البنك المركزى وممثل عن وزارة الصناعة والتجارة ومندوب عن وزارة المالية. وقد أقر مجلس الوزراء الأردنى مشروع قانون الأوراق المالية 2002 الذى يسمح بإنشاء بورصات أخرى إلى جانب بورصة عمان وصندوق لحماية المستثمرين ومنح هيئة الأوراق المالية صلاحيات إضافية لتعزيز الرقابة وسيادة القانون وحول صندوق ضمان الوسطاء إلى مركز الإيداع الذى سيتولى حصر وتسجيل وتسوية وتقاص الأوراق المالية.</p>			
<p>استطاعت دولة البحرين بحكم موقعها الاستراتيجي أن تلعب دورا حيويا فى تجارة الترانزيت وأن تشكل مركز جذب للشركات الأجنبية والتي سعت إلى افتتاح فروع لها لتمويل عمليات تجارة الاستيراد والتصدير. وقد تم افتتاح أول فرع لبنك أجنبي فى عام 1921. وتوالت بعد ذلك عمليات افتتاح العديد من الفروع ومكاتب التمثيل للشركات والبنوك التجارية والاستثمارية فى البحرين. ويعتبر صدور المرسوم الأميرى رقم (31) لسنة 1956 بشأن إنشاء أول بنك وطنى وهو بنك البحرين الوطنى، بداية الانطلاقة فى تأسيس الشركات المساهمة العامة فى البحرين، حيث تبعه تأسيس العديد ومن الشركات والمؤسسات المالية والتجارية والخدمية والصناعية. ومع بداية</p>	سوق البحرين لأوراق المالية: 72	البحرين	3

<p>الثمانينيات تم إنشاء سوق غير رسمي (سوق اللؤلؤة) لبيع وشراء الشركات المساهمة العامة والذي عجز أن يشكل سوقا للأوراق المالية يوفر الثقة والطمأنينة، وأيضا القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المتداولة فيه وذلك لافتقاره للبنية التشريعية والقانونية والفنية والإدارية اللازمة لنجاح واستمرار عمل أسواق الأوراق المالية. وتلافى هذه السلبيات تم التعاون مع مؤسسة التمويل الدولية (IFC) لإجراء دراسة جدوى لإنشاء سوق الأوراق المالية في البحرين. وبناء على النتائج الإيجابية والمشجعة لإنشاء مثل هذا السوق، صدر المرسوم بقانون رقم (4) لسنة 1987 والخاص بإنشاء وتنظيم سوق الأوراق المالية، كما صدرت اللائحة الداخلية للسوق بالقرار الوزاري رقم (13) لسنة 1988. وبذلك تم إرساء القواعد التنظيمية اللازمة لاستكمال إصدار كافة الأنظمة المتعلقة بالتداول والتسويات والمعلومات والتي في ضوئها تم بدء التداول الرسمي في السوق بتاريخ 17 يونيو 1989. وفي عام 2002 وقع سوق البحرين للأوراق المالية مع بنك مسقط اتفاقية يتم بموجبها إدراج بنك مسقط في السوق كأول بنك عماني يدرج في البورصات الخليجية. وسيوفر الإدراج للمستثمرين البحرينيين المقيمين في البحرين فرصة لشراء أسهم البنك مباشرة من سوق البحرين للأوراق المالية.</p>			
<p>بدأ التعامل الرسمي بالأوراق المالية في تونس في عام 1937 حيث تم إنشاء غرفة المقاصة لتسهيل عملية بيع السندات من قبل الصندوق العقاري، وكانت هذه المعاملات من مسؤولية البنوك المرخصة واستمر</p>	<p>بورصة الأوراق</p>	<p>تونس</p>	<p>4</p>

			<p>المالية بتونس: 73</p>	<p>العمل بذلك حتى عام 1945 حينما حل الديوان التونسي للقيم المنقولة، وهو عبارة عن جمعية من المصارف المحلية محل غرفة المقاصة، وأصبح من الضروري أن تتم كل العمليات المتعلقة بانتقال ملكية الأوراق المالية عن طريق الديوان. وفي عام 1969 صدر القانون رقم (13) والقاضي بإنشاء بورصة القيم المنقولة والتي استمر العمل بها حوالي عشرين عاما حتى صدور القانون رقم (49) لسنة 1989 بإحداث بورصة الأوراق المالية والتي عرفها القانون بأنها مؤسسة عمومية ذات صيغة تجارية تتمتع بالشخصية المدنية والاستقلال المالي، تخضع لأحكام المجلة التجارية (القانون التجارى) ويشرف عليها وزير المالية.</p>
5	السعود ية	سوق الأسهم السعودى: 74	<p>تم تأسيس أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية في عام 1934. ويمكن تحديد بداية ظهور سوق الأسهم في المملكة في نهاية السبعينيات عندما تزايد عدد الشركات المساهمة بشكل ملحوظ والذي تزامن مع قيام الحكومة بدمج شركات الكهرباء في شركات موحدة نتج عنه توزيع أسهم إضافية بدون مقابل على مساهميها، وقيامها بتحويل ملكية البنوك الأجنبية العاملة في المملكة إذ تم طرح أسهمها للاكتتاب العام، حيث ساهمت هذه العوامل في زيادة عدد الأسهم المتاحة للتداول بين الجمهور ومن ثم نشأت الحاجة إلى تبادل تلك الأسهم فيما بينهم. ففي تلك الفترة (أواخر السبعينات) نشأ سوق غير رسمي للأسهم لدى مكاتب غير مرخصة قامت بممارسة</p>	

73 المرجع السابق، ص 25
74 المرجع السابق، ص 33

			<p>نشاط الوساطة في بيع وشراء الأسهم، ونظرا لعدم وجود الأسس السليمة التي تتعامل بها هذه المكاتب في هذا المجال، وظهور بعض الممارسات غير القانونية ومنها نشر أسعار غير واقعية للأسهم، فقد صدر المرسوم رقم 8/1230 في 1403/7/11 هـ بتنظيم تداول الأسهم عن طريق البنوك المحلية اعتبارا من غرة شهر ربيع الأول عام 1405 هـ (الموافق 23 نوفمبر 1984) فكان ذلك بمثابة بدء مرحلة جديدة نحو وضع يحكمه تنظيم محدد لعملية تداول الأسهم.</p>
6	عمان	سوق مسقط للأوراق المالية: ⁷⁵	<p>يعتبر إنشاء شركة عمان للفنادق في عام 1971، وهي أول الشركات العمانية المساهمة التي طرحت أسهمها للاكتتاب العام، بداية الطريق نحو قيام سوق للأوراق المالية في مسقط. وقد تلى قيام هذه الشركة إنشاء العديد من الشركات المساهمة العمانية الأخرى التي بلغ عددها 73 شركة قبل قيام السوق. ومع ازدياد عدد الشركات المساهمة وازدياد الوعي الاستثماري ظهرت الحاجة لتنظيم عمليات السوق وذلك إيمانا بأهميته ودوره الهام في تحويل المدخرات نحو الاستثمار وتوفير الأموال لمشاريع التنمية الاقتصادية من مصادرها المختلفة وعلى رأسها أموال القطاع الخاص. وقد توجت الجهود التي بذلت في هذا الصدد بصدور المرسوم السلطاني رقم 88/54 بتاريخ 21 يونيو 1988 الذي أنشئ بمقتضاه سوق مسقط للأوراق المالية لتنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل فيها بيعا وشراء. وأعطى السوق شخصية اعتبارية مستقلة لها وأهلية التصرف في أموالها وأدارتها وتباشر نشاطها وفق الأسس التجارية. وبعد أن استكملت كافة الإجراءات والترتيبات اللازمة باشر سوق</p>

⁷⁵ المرجع السابق، ص 41

			مسقط للأوراق المالية أعماله حيث شهدت قاعة السوق أول عملية تداول صباح يوم السبت 20 مايو 1989.
7	الكويت	سوق الكويت للأوراق المالية: 76	يعتبر بنك الكويت الوطنى هو أول شركة مساهمة عامة يتم إنشاؤها فى الكويت، حيث طرحت أسهمها للاكتتاب العام فى عام 1952، ثم أعقبه تأسيس شركة السينما الكويتية فى عام 1954، ثم الخطوط الجوية الكويتية فى عام 1958، ثم توالى تأسيس الشركات المساهمة الكويتية بعد ذلك حتى أصبحت تمثل منفذا استثماريا جديدا للأموال التي تراكمت نتيجة النشاط الاقتصادى خاصة بعد تزايد تصدير النفط. وفى بداية الأمر كان التعامل فى سوق الأسهم الكويتية يتم من خلال مكاتب وسطاء العقارات وفى التجمعات الشعبية، ثم كان للقانون التجارى رقم (15) لسنة 1960 الدور الأساسى فى تنظيم إصدار الأوراق المالية والاكتتاب فيها. ويعد هذا القانون المنظم الأول لإصدار الأوراق المالية فى الكويت حيث حدد المسؤولية القانونية لكل من المصدرين والمكتتبين فى الأوراق المالية. وقد شهدت فترة الستينيات تزايد تأسيس الشركات المساهمة الكويتية فى مختلف مجالات النشاط الاقتصادى، وتزايد التداول بشكل ملموس، مما استدعى إصدار قانون آخر وهو القانون رقم (32) لسنة 1970 بشأن تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بالشركات المساهمة، وهو أول خطوة هامة على طريق تنظيم تداول الأوراق المالية فى الكويت. وتم افتتاح سوق الكويت للأوراق المالية فى عام 1977، وظل يعمل بإشراف لجنة الأوراق المالية التي تشكلت بالقرار الوزارى رقم (61) لسنة 1976 حتى أغسطس 1983، حيث صدر المرسوم الخاص بإعادة تنظيم السوق - نظرا للآثار التي أحدثتها أزمة سوق المناخ فى عام 1982 - وجاء فى المادة رقم (1)

			(منه بأن يتولى سوق الكويت للأوراق المالية مباشرة نشاطه وفقا لأحكام هذا المرسوم. ويتمتع السوق بالشخصية الاعتبارية المستقلة وتكون له أهلية التصرف في أمواله وأدارتها وحق التقاضي. كما صدر القرار الوزاري رقم (35) لسنة 1983 بشأن اللائحة الداخلية للسوق.
8	لبنان	بورصة بيروت للأوراق المالية: ⁷⁷	أنشئت بورصة بيروت بموجب القرار رقم 1509 الصادر بتاريخ 3 يوليو 1920، واقتصر نشاطها عند نشأتها على التعامل بالذهب والعملات إلى أن ظهرت الشركات المساهمة اللبنانية في الثلاثينيات من هذا القرن ومعظمها من الشركات ذات الامتياز التي كانت تستثمر في المرافق العامة من مياه وكهرباء واتصالات ونقل وخدمات مرفأية بجانب التبغ والتبناك. وبعد اندلاع الحرب العالمية الثانية ازدهر نشاط تأسيس الشركات المساهمة وباتت إصداراتها تشكل نواة عمل البورصة، وخصوصا بعدما حظرت سلطات الانتداب التداول في الذهب والعملات. ومع تنامي هذا النشاط ظهرت الحاجة لتنظيم عمليات البورصة وذلك إيمانا بأهميتها ودورها الهام في تحويل المدخرات نحو الاستثمار وتوفير الأموال لمشاريع التنمية الاقتصادية. وقد توجت الجهود التي بذلت في هذا الصدد بصدور المرسوم التشريعي رقم (30) بتاريخ 1985/3/23 (وهو القانون الحالي الذي تخضع له البورصة) الذي أعاد سوقى العملات والذهب إلى بورصة بيروت، كما استحدثت سوقا للمواد الأولية والمعادن. وأدى اندلاع الحرب الأهلية إلى إغلاق البورصة لفترة ثلاثة عشر عاما، وقد أعيد افتتاحها في الثاني والعشرين من كانون الثاني (يناير) من عام 1996 بموجب المرسوم رقم (7667) بتاريخ 21 ديسمبر عام 1995 والذي تم

⁷⁷ المرجع السابق، ص 59

			بموجبه وضع النظام الجديد لعمل البورصة.
9	المغرب	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء: 78	<p>يرجع تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى عام 1929 وبمبادرة من القطاع البنكي الذي كان ينظم جلسات تبادل دورية يتم فيها تداول أسهم شركات خاصة لصالح مستثمرين أجانب عن طريق المقاصة الحرة. وكان يطلق على هذه المؤسسة اسم "مكتب المقاصة في القيم المنقولة". وعند استحداث مراقبة الصرف، وضعت السلطات القوانين والنظم الأساسية لهذا المكتب، بإصدار قرار بتاريخ 13 يوليو 1948 سمى المكتب بموجبه "مكتب تسعيرة القيم المنقولة".</p> <p>ومع حصول المغرب على الاستقلال شهدت البورصة انهيارا نتيجة تهريب رؤوس الأموال وهجرة الأجانب من المغرب ثم صدر بعد الاستقلال مرسوم ملكي بتاريخ 14 نوفمبر 1967 يتعلق ببورصة القيم المنقولة، ينص على الجانب التنظيمي والقانوني والتقني لهذه المؤسسة، وقد أدخل هذا القانون تعديلات عديدة، منها توسيع الهيئات الإدارية وتقوية سلطة البورصة. وفي سبتمبر 1993 صدر مرسوم ملكي استجابة للمتطلبات الاقتصادية والاستثمارية الجديدة أصبحت بموجبه بورصة الدار البيضاء سوقا منظما وعموميا يتم فيه تداول القيم المنقولة حسب العرض والطلب، ومفتوحا لكل المستثمرين سواء منهم المغاربة أو الأجانب. وقد ساهمت التعديلات التي أدخلت بموجب المرسومين المذكورين في تطوير وتنشيط البورصة في المغرب والنهوض بهذا القطاع وتطويره وتشجيع المدخرين والشركات على التعامل مع السوق المالي، خاصة وأن الاقتصاد المغربي أخذ اتجاها انفتاحيا</p>

			على الخارج لتشجيع الاستثمار الأجنبي. وفي عام 1996 وافقت الحكومة على تغيير بعض البنود في قانون البورصة لمسايرة الإصلاحات الجديدة وتطور السوق.
10	الامارات	أسواق الأسهم في دولة الإمارات العربية المتحدة. وظل السوق يعمل بصورة غير منظمة لفترة طويلة، مما أدى إلى حدوث اختلالات كبيرة نجمت عن غياب الآليات المناسبة لتحديد أسعار الأوراق المالية وانعدام الرقابة على مكاتب الوسطاء، وعدم توافر الشفافية والإفصاح. ومع ازدياد عدد الشركات المساهمة وازدياد الوعي الاستثماري بدأ التفكير في تنظيم هذا السوق بما يكفل سلامة التعامل وحماية المستثمرين وتوافر قدر كاف من الشفافية والإفصاح. وقد توجت الجهود التي بذلت في هذا الصدد بصدر القانون الاتحادي رقم (4) لسنة 2000 الخاص بإنشاء هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع، فتم بالاستناد على ذلك تأسيس سوق دبي المالي وسوق أبوظبي للأوراق المالية.	79
			أسواق أبو ظبي للأوراق المالية: تم تأسيس هذا السوق بموجب القانون رقم (3) لسنة 2000. ويتمتع السوق بموجب هذا القانون بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامه. كما أن للسوق أن ينشئ مراكز وفروع له خارج إمارة أبو ظبي. وقد تم افتتاح السوق بتاريخ 15

⁷⁹ صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، النشرة الفصلية، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، الربع الأول 2002، ص ص 87-92

			<p>نوفمبر 2000.</p> <p>ب- سوق دبي المالي: تم تأسيس هذا السوق على أنه مؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة ويعمل السوق في مرحلته الأولى كسوق ثانوى لتداول الأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة والسندات التي تصدرها الحكومة الاتحادية، أو أى من الحكومات المحلية والهيئات العامة والمؤسسات العامة فى الدولة، والوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار المحلية، أو أية أدوات مالية أخرى محلية أو غير محلية يقبلها السوق. ويمكن للأجانب الاستثمار فى هذين السوقين بطريقة غير مباشرة من خلال المحافظ الاستثمارية المختلفة والتي يتم إدارتها من قبل مدراء صناديق متخصصين، حيث تجدر الإشارة إلى أن قانون الشركات فى دولة الإمارات لا يسمح بتملك الأجانب لنسبة تزيد عن 49% من رأسمال الشركات المساهمة العامة فى الدولة.</p>
11	قطر	سوق الدوحة لأوراق المالية: 80	<p>يعتبر إنشاء شركة قطر الوطنية للملاحة والنقل في منتصف عام 1957 بداية الانطلاقة فى تأسيس الشركات المساهمة العامة فى قطر، أعقب ذلك استمرار عمليات التأسيس للشركات المساهمة القطرية موزعة على مختلف الأنشطة الاقتصادية حتى وصل عدد الشركات التي تم إدراج أسهمها على لوائح السوق 17 شركة. وفى غياب السوق المنظمة، كان التعامل بأسهم الشركات يتم من خلال عدد من المكاتب وشركات الوساطة غير المتخصصة أو المرخصة لممارسة هذا النوع من العمل. وانطلاقاً من الرغبة الأكيدة من السلطات المعنية فى إيجاد سوق منظمة تؤدى دورها فى توجيه مدخرات المواطنين نحو الاستثمار فى مشاريع التنمية الاقتصادية، صدور</p>

⁸⁰ صندوق النقد العربى، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، النشرة الفصلية، أبوظبى، الإمارات العربية المتحدة، الربع الثانى 1997، ص 67

<p>القانون رقم (14) لسنة 1995 والخاص بإنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية، بصفته الإطار القانوني الذي يحكم عمل السوق كمؤسسة عامة تقوم بتنظيم التعامل في الأوراق المالية والإشراف عليها بما يساهم في استكمال بنية القطاع المالي في دولة قطر. وتم تشكيل لجنة السوق بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 1996/7/17، وبأشرت اللجنة مهمتها منذ ذلك التاريخ. وبعد استكمال كافة الإجراءات والترتيبات اللازمة باشرت سوق الدوحة للأوراق المالية العمل اعتباراً من يوم السادس والعشرين من شهر مايو عام 1997.</p>			
<p>استفاد السودان من تجارب الدول التي سبقته في مجال الأسواق المالية، إلا أنه يمتاز عنها بأن قانونها نص على أن تعمل البورصة فيها وفق الشريعة الإسلامية، فهي لا تسمح بأي نوع من التبادل لا يتفق مع الصيغ الإسلامية كبيع الأجل وعقود الخيار وغيرها من العقود الأخرى المشابهة. وللأسواق المالية هيئة رقابية شرعية تختص بالرقابة على أعمال السوق والتأكد من التزامها بأحكام الشريعة. وقد بدأ التفكير في إنشاء سوق للأوراق المالية في السودان منذ عام 1962، وبعد دراسات عديدة مع مؤسسة التمويل الدولية تمت إجازة قانون سوق الأوراق المالية في عام 1982، بهدف تنظيم إنشاء السوق. وفي ظل سياسة التحرير الاقتصادي التي نادى بها البرنامج الثلاثي للانقاذ الاقتصادي (1990-1993)، تم تأسيس هيئة الأسواق المالية في عام 1992. وفي عام 1994 أجاز المجلس الوطني الانتقالي قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية والذي أصبح بموجب السوق كياناً قانونياً مستقلاً. وبدأ العمل في سوق الإصدارات في العاشر من شهر أكتوبر عام 1994، وفي الثاني من يناير عام 1995 تم افتتاح</p>	<p>السودان - سوق الخرطوم للأوراق المالية⁸¹</p>	<p>12</p>	

⁸¹ صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، النشرة الفصلية، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، الربع الأول 2003، ص 91، ص 93

			سوق تداول الأسهم
13	الجزائر	بورصة الجزائر: 82	تقوم شركة إدارة بورصة القيم، شركة ذات أسهم، بإدارة سوق الأوراق المالية بالجزائر، وقد أنشئت الشركة بتاريخ 25 مايو 1997 وفقا للمرسوم التشريعي رقم (10-93) المؤرخ في مايو 1993، وهى تشكل إطارا عموميا ومنظما فى خدمة الوسطاء فى عمليات البورصة باعتبارهم مهنيين متخصصين فى بيع وشراء الأوراق المالية لتمكينهم من ممارسة مهامهم طبقا للقوانين والتنظيمات المعمول بها وقد عكفت شركة إدارة بورصة الأوراق القيم منذ نشأتها على وضع الترتيبات العملية والتقنية اللازمة لعمليات التداول على الأوراق المالية. واعتبارا من تاريخ 15 يوليو 1998 تخلى الأعضاء المؤسسين لشركة إدارة بورصة القيم - بعض البنوك الوطنية والخاصة وشركات التأمين - عن حصصهم فى رأسمال الشركة لصالح شركات متخصصة فى الوساطة فى الأوراق المالية. وتأخذ شركة إدارة بورصة الأوراق القيم على عاتقها القيام بمهام التنظيم العملي لإدراج الأوراق المالية فى البورصة، التنظيم الفعلى لحصص التداول فى البورصة وتسيير نظام للتداول والتسعيرة وأيضا تنظيم عمليات المقاصة على الأوراق المالية ونشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات فى البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعيرة.
ب	أسواق المال العربية غير المشاركة فى قاعدة بيانات صندوق النقد العربى		

14	فلسطين	بورصة فلسطين ⁸³	كانت سوق فلسطين للأوراق المالية قد تأسست عام 1995 بمبادرة من شركة فلسطين للتنمية والاستثمار "باديكو"، التي تمتلك 80% من رأسمالها. وعقدت سوق فلسطين للأوراق المالية أول جلسة تداول في 18 شباط/ فبراير 1997، ويتم تداول أسهم (24) شركة مساهمة عامة في السوق حالياً، جميعها تعمل في فلسطين.
15	العراق	سوق بغداد للأوراق المالية	
ج	الدول العربية التي لا توجد به اسواق مالية حتى نهاية عام 2003: 16- جيبوتي، 17- الصومال، 18- موريتانيا		
19	سوريا	-	تم تشكيل لجنة على مستوى الوزراء والفنيين لاعداد مشروع انشاء السوق
20	ليبيا	-	نصت اللائحة التنفيذية للقانون رقم (21) لسنة 2001 على انشاء سوق للأوراق المالية وتحديد أهم البنود التي يجب ان يتضمنها النظام الأساسى للسوق.
21	اليمن	-	أعدت الحكومة الدراسات الفنية لإنشاء سوق للأوراق المالية وأقرت جدواه وتعكف على اعداد التشريعات والنظم الفنية.

جدول رقم (1)
رسملة البورصة في الدول العربية خلال الفترة 1994-2003
(مليون دولار)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
سوق أبو ظبي	-	-	-	-	-	-	-	-	20,375.76	30,362.51
بورصة عمان	4,626.50	4,724.17	4,556.42	5,456.15	5,862.66	5,834.74	4,943.16	6,314.16	7,087.03	10,962.98
سوق البحرين	5,129.30	4,706.80	5,019.39	7,825.78	6,771.80	7,160.73	6,624.35	6,601.27	7,716.39	9,701.77
سوق الأسهم السعودي	38,693.33	40,904.00	45,855.75	59,378.32	42,630.63	60,952.94	67,166.04	73,201.35	74,851.38	157,306.44
سوق الكويت	10,967.25	14,400.00	20,599.80	27,244.56	18,423.92	19,598.67	19,847.98	26,661.70	35,098.89	56,528.01
بورصة الدار البيضاء	4,446.10	5,970.71	8,554.92	12,248.77	15,610.38	13,701.68	10,875.84	9,030.80	8,564.24	13,050.18
بورصة الجزائر										143.64
بورصة تونس	2,559.29	3,868.54	3,851.56	2,315.68	2,229.09	2,638.43	2,809.12	2,229.57	2,125.68	2,439.55
سوق دبي	-	-	-	-	-	-	-	-	9,469.52	14,284.23
سوق الخرطوم										746.56
سوق مسقط	1,856.12	1,971.02	2,752.81	7,312.51	4,536.72	4,303.14	3,518.13	2,634.37	5,268.05	7,246.23

سوق الدوحة	-	-	-	-	-	-	-	-	10,567.22	26,702.11
بورصة بيروت	-	-	2,391.08	2,904.55	2,425.49	1,921.35	1,582.50	1,248.27	1,395.26	1,503.00
الهيئة العامة لسوق المال	4,258.82	8,074.20	14,184.76	20,875.70	24,381.37	33,038.65	30,791.26	24,308.57	26,338.69	27,847.48
الاجمالي	72,536.71	84,619.44	107,766.49	145,562.02	122,872.06	149,150.33	148,158.38	152,230.05	208,858.11	361,824.70

المصدر: صندوق النقد العربي ، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية www.amf.org.ae

جدول رقم (2) عدد الشركات المقيدة بالبورصات العربية خلال الفترة 1994-2003										
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
سوق أبو ظبي	-	-	-	-	-	-	-	-	24	30
بورصة عمان	95	97	97	139	150	152	163	161	158	161
سوق البحرين	34	36	37	40	42	41	41	42	40	44
سوق الأسهم السعودي	62	69	70	71	74	72	75	76	68	70
سوق الكويت	48	51	60	74	78	85	86	88	95	108
بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء	61	44	48	49	53	54	54	55	55	52
بورصة الجزائر										3
بورصة تونس	21	26	30	34	39	44	44	45	46	45
سوق دبي	-	-	-	-	-	-	-	-	12	13
سوق الخرطوم										47
سوق مسقط	68	82	97	119	137	140	131	96	140	141
سوق الدوحة	-	-	-	-	-	-	-	-	25	28
بورصة بيروت	-	-	6	8	12	13	13	14	13	14
الهيئة العامة لسوق المال	700	676	646	650	861	1,033	1,071	1,110	1,150	967

الاجمالي	1,089	1,081	1,091	1,184	1,446	1,634	1,678	1,687	1,826	1723
----------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	------

المصدر: صندوق النقد العربي ، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية www.amf.org.ae

جدول رقم (3) قيمة التداول بالبورصات خلال الفترة 2003-1994 (مليون دولار)										
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
سوق أبو ظبي	-	-	-	-	-	-	-	-	363.08	326,24
بورصة عمان	615.81	516.73	351.10	501.83	654.62	549.34	405.91	934.38	1,334.67	916,57
سوق البحرين	160.25	106.07	176.56	471.67	576.64	444.46	245.44	250.38	206.28	73,22
سوق الأسهم السعودي	6,632.27	6,193.87	6,766.76	16,547.22	13,744.93	15,086.79	17,313.45	22,223.44	30,974.47	39,066.56
سوق الكويت	1,959.42	6,393.60	19,223.80	34,579.30	10,918.24	6,001.01	4,208.45	11,711.16	22,123.49	15,597.99
بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء	214.14	290.71	545.27	1,067.11	1,401.74	2,524.77	1,210.90	840.75	1,440.46	656,01
بورصة الجزائر										0.05
بورصة تونس	334.48	604.09	240.93	225.10	164.51	457.29	686.78	342.05	246.47	52,61
سوق دبي	-	-	-	-	-	-	-	-	687.80	477,87
سوق الخرطوم										19,92
سوق مسقط	240.93	211.06	579.57	3,875.05	2,371.30	714.34	551.41	419.85	581.67	387,43
سوق الدوحة	-	-	-	-	-	-	-	-	883.07	915,96

بورصة بيروت	-	-	66.63	609.56	336.84	90.54	117.96	52.97	114.93	21,01
الهيئة العامة لسوق المال	355.87	672.11	2,579.00	6,017.91	5,367.55	9,725.66	11,798.64	5,912.89	6,443.71	1,226.07
الاجمالي	10,513.17	14,988.24	30,529.62	63,894.75	35,536.37	35,594.20	36,538.94	42,687.85	65,400.09	59,737.57

المصدر: صندوق النقد العربي ، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية www.amf.org.ae

جدول رقم (4)
عدد الأسهم المتداولة بالبورصات خلال الفترة 2003-1994
(مليون سهم)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
سوق أبو ظبي للأوراق المالية	-	-	-	-	-	-	-	-	61.28	235.2
بورصة عمان	133.82	125.07	162.40	191.10	248.56	263.61	178.32	335.11	455.72	1000.23
سوق البحرين للأوراق المالية	257.10	183.70	298.74	630.09	619.84	534.25	422.07	313.10	352.91	405.23
سوق الأسهم السعودي	152.10	116.60	137.67	313.98	294.97	527.51	552.07	689.59	1,735.84	5565.86
سوق الكويت للأوراق المالية	2,519.16	9,056.40	25,720.18	33,988.07	13,917.09	9,495.86	6,758.29	20,825.23	42,163.28	49565.14
بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء	2.97	3.48	6.82	9.77	9.40	15.47	16.45	15.83	22.44	35.24
بورصة الجزائر										0.04
بورصة الأوراق بتونس المالية	15.53	17.65	10.85	10.96	11.06	27.48	28.89	21.28	17.12	12.93
سوق دبي المالي	-	-	-	-	-	-	-	-	147.95	326.24
سوق الخرطوم										4366.54
سوق مسقط للأوراق المالية	42.10	41.15	113.55	374.08	283.50	138.43	144.34	123.56	191.11	294.4

سوق الدوحة للأوراق المالية	-	-	-	-	-	-	-	-	79.61	189.97
بورصة بيروت	-	-	0.84	63.22	42.15	16.83	19.97	14.73	26.18	23.48
الهيئة العامة لسوق المال	27.27	46.25	170.40	274.76	410.69	846.09	952.66	1,184.01	832.86	1368.13
الإجمالي	3,150.05	9,590.30	26,621.45	35,856.03	15,837.26	11,865.53	9,073.06	23,522.53	46,086.29	63388.64

جدول رقم (5)
معدل الدوران بالبورصات خلال الفترة 2003-1994

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
سوق أبوظبي	-	-	-	-	-	-	-	-	1.78	10.7
بورصة عمان	13.31	10.94	7.71	9.20	11.17	9.41	8.21	14.80	18.83	83.6
سوق البحرين	3.12	2.25	3.52	6.03	8.52	6.21	3.71	3.79	2.67	0.8
سوق الأسهم السعودي	17.14	15.14	14.76	27.87	32.24	24.75	25.78	30.36	41.38	24.8
سوق الكويت	17.87	44.40	93.32	126.92	59.26	30.62	21.20	43.93	63.03	27.6
بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء	4.82	4.87	6.37	8.71	8.98	18.43	11.13	9.31	16.82	5.0
بورصة الجزائر										0.0
بورصة تونس	13.07	15.62	6.26	9.72	7.38	17.33	24.45	15.34	11.60	2.1
سوق دبي	-	-	-	-	-	-	-	-	7.26	3.3
سوق الخرطوم										2.7
سوق مسقط	12.98	10.71	21.05	52.99	52.27	16.60	15.67	15.94	11.04	5.3
سوق الدوحة	-	-	-	-	-	-	-	-	8.36	3.4
بورصة بيروت	-	-	2.79	20.99	13.89	4.71	7.45	4.24	8.24	1.4

الهيئة العامة لسوق المال	8.36	8.32	18.18	28.83	22.01	29.44	38.32	24.32	24.46	4.4
الاجمالي	14.49	17.71	28.33	43.90	28.92	23.86	24.66	28.04	31.31	16.5

المصدر: صندوق النقد العربي ، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية www.amf.org.ae

جدول رقم (6) مؤشر صندوق النقد العربي										
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
سوق أبو ظبي	-	-	-	-	-	-	-	100	107.20	136.53
بورصة عمان	100.00	111.52	109.28	116.73	119.50	116.84	94.35	117.93	111.95	181.03
سوق البحرين	100.00	90.80	95.90	137.02	123.02	122.39	108.50	97.34	111.27	134.63
سوق الأسهم السعودي	-	100.00	112.77	136.37	90.70	119.48	128.44	129.68	132.96	201.98
سوق الكويت	100.00	117.51	146.97	156.83	96.61	95.48	101.97	133.94	157.92	258.93
بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء	100.00	109.39	143.62	181.69	225.62	207.04	155.75	128.58	128.34	197.56
بورصة الجزائر										100.36
بورصة تونس	100.00	107.37	90.90	42.84	36.93	39.28	38.45	28.32	26.57	30.26
سوق دبي	-	-	-	-	-	-	-	100	120.92	156.12
سوق الخرطوم										97.70
سوق مسقط	100.00	103.54	127.22	264.71	115.26	111.66	88.76	64.22	84.15	114.80
سوق الدوحة	-	-	-	-	-	-	-	100	135.29	209.36
بورصة بيروت	-	100.00	80.90	97.86	78.41	61.24	49.14	34.46	36.37	36.56
الهيئة العامة لسوق المال	-	100.00	115.92	125.59	93.27	99.67	54.07	35.78	36.02	43.42

الاجمالي	100.00	108.30	119.93	138.45	104.12	114.31	102.21	100.11	100.71	141.87
----------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

المصدر: صندوق النقد العربي ، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية www.amf.org.ae

جدول رقم (7) أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (1994-2003)*										
2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994	
361824.7	208858	152230.1	148158.37	149400.4	122971.5	145186.9	107766.5	84564.8	72536.7	القيمة السوقية (مليون دولار)
59737.57	65400.1	42687.85	36538.9	35594.16	35536.37	63894.75	30529.6	14988.2	10513.2	قيمة الأسهم المستدولة (مليون دولار)
63388.64	46086.3	23522.5	9073.1	11865.5	15837.26	35856	26621.45	9590.3	3150.1	عدد الأسهم المستدولة (مليون سهم)
1723	1826	1687	1678	1634	1446	1184	1091	1081	1089	عدد الشركات المدرجة
16.5	31.31	28.04	24.66	23.86	28.92	43.9	28.28	17.7	14.5	معدل دوران الأسهم (%)
141.9	100.7	101.1	102.2	114.3	104.12	138.45	119.9	108.3	100	المؤشر المركب للصندوق

المصدر: صندوق النقد العربي ، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية www.amf.org.ae

* الفترة من 1994-2001 تشمل أسواق الأوراق المالية في كل من الأردن، والبحرين، وتونس، والسعودية، وسلطنة عمان، والكويت، ولبنان، ومصر، والمغرب، وقد انضمت أسواق كل من الدوحة، والامارات العربية، والسودان، والجزائر بعد ذلك.

